

środa, 5 grudnia 2018 | opracowanie cykliczne

Rynek akcji w 2019: strategia inwestycyjna

Rynek akcji, makroekonomia

Zakładamy pozytywny scenariusz dla rynku akcji w 2019 r. 55% kapitalizacji giełd stanowi rynek amerykański. Dopóki S&P500 nie wchodzi w trend spadkowy, dopóty w percepcji inwestorów na świecie trwa hossa – dająca nadzieję, że ceny akcji w Europie i Azji też wzrosną. Naszym zdaniem bardziej prawdopodobne jest, że w 2019 roku gospodarki Chin czy Strefy Euro przyspieszą tempo wzrostu niż to, że USA wejdą w recesję. Realne stopy procentowe są nadal niskie. FED ocenia obecny poziom stopy dyskontowej jako bliski neutralnemu, a nawet dopuszcza opóźnienia w zacieśnianiu polityki monetarnej. Statystycznie w ostatnich 6 cyklach gospodarczych w USA, recesja następowała po 13 miesiącach od odwrócenia krzywej dochodowości. Wg. prognoz odwrócenie krzywej nastąpi w połowie przyszłego roku – jeżeli historia ma się powtórzyć, recesja nastąpi za około 20 miesięcy. S&P500 osiągał szczyt średnio po 11 miesiącach od wypłaszczenia krzywej i 2 miesiące przed recesją.

Efekt szczytu G20, nawet jeśli tymczasowy, powinien oznaczać okres wzrostu cen ryzykownych aktywów. Jeżeli w dalszej części roku nie dojdzie do eskalacji wojny handlowej, oczekujemy, że powrócą zamówienia w przemyśle, a gospodarki „eksportowe” takie jak Niemcy zaczną wychodzić ze spowolnienia. Analitycy oczekują, że Chiny jeszcze w grudniu br. zdecydują o obniżeniu podatku VAT i podatku od zysków przedsiębiorstw, co byłoby dodatkowym czynnikiem wzrostu dla EM. Spadek globalnego ryzyka wraz z bardziej gołębiym nastawieniem FED powinny prowadzić do osłabienia USD, co pozytywnie przekładało się na wyceny aktywów na EM.

Przy tak dynamicznie rosnących tegorocznych zyskach spółek amerykańskich (+25% r/r), każdy inny rynek akcji na świecie wydawał się nieatrakcyjny. Rok 2019 nieco zmieni tą perspektywę. Oczekiwane spowolnienie dynamiki wzrostu EPS w USA do 8%, przy scenariuszu globalnej stabilizacji makro powinno prowadzić do zwiększenia przez inwestorów alokacji w akcjach spółek z EM. Prognozowane na 2019 roku P/E dla MSCI EM to 10,4x vs. 15,0x dla S&P500. Fundusze są niedoważone w akcjach EM. W ostatnich 10 latach średni udział EM w łącznych AUM na rynku akcji wynosił 9,2% w stosunku do 7,0% obecnie.

W mijającym roku relatywnie słabe zachowanie WIG to obok spadku indeksów EM i lokalnych czynników ryzyka (polityczne, GetBack, fundusze) efekt rozczarowujących wyników spółek. W stosunku do prognoz ze stycznia br. jedynie 28 z 83 analizowanych przez nas spółek będzie miało lepsze/zgodne wyniki na poziomie EBITDA (26 spółek na poziomie wyniku netto). Sektorami, które najbardziej rozczarowały vs. oczekiwania są: chemia, budownictwo, sektor wydobywczy, spółki odzieżowe, a w dalszej kolejności przemysł oraz handel hurtowy/spożywczy. Słabe wyniki br. obniżyły również oczekiwania na 2019, stąd przy pozytywnym scenariuszu makro, łatwiej będzie o pozytywne zaskoczenia. Sektorami, które będą raportować największą (dwucyfrową) dynamikę wzrostu wyniku operacyjnego i zysku netto będą: energetyka, handel w tym odzież oraz chemia. Spodziewamy się nico ponad 10% wzrostu zysków w sektorze finansowym oraz TMT.

W 2019 będą miały miejsce dwa istotne wydarzenia. Pierwszym będą wybory - do Sejmu i Senatu (październik/listopad) oraz wybory do PE - co oznacza tradycyjnie burzliwą kampanię wyborczą, ale również obietnice wyborcze mogące pozytywnie wpływać na rynek. Drugi to start PPK, który w drugim półroczu zacznie realnie zasilać rynek akcji w nowy, lokalny kapitał. W połączeniu z lepszymi stopami zwrotu funduszy (pozytywny scenariusz dla akcji) powinno to przynajmniej wyhamować odpływy z TFI, odwracając bardzo negatywny bilans lokalnych przepływów kapitałowych na GPW (szacujemy, że w 2018 z krajowych funduszy odpłynęło netto blisko 10 mld PLN).

Kluczowe rekomendacje

Pozytywne: ACG, AGO, ALR, AMC, ASE, ATD, CCC, CDR, CIE, DNP, EAT, EBS, ENA, ENG, FMF, JMT, KER, KRU, LPP, OPL, PEO, PGE, PGN, PLY, POZ, TIM, TPE, VRG, WPL

Negatywne: APT, EGS, JSW, KTY, LTS, MON, PKN, TAR

Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
Alior Bank	kupuj ▶	92,50 PLN ▼
AmRest	kupuj ▲	46,00 PLN ▲
Apator	niedoważaj ▼	-
Asseco Poland	trzymaj ▼	49,60 PLN ▲
CCC	kupuj ▶	288,00 PLN ▲
Cognor	równoważ ▶	-
Comarch	akumuluj ▶	173,30 PLN ▼
Dino	akumuluj ▼	106,30 PLN ▲
Dom Dev.	kupuj ▶	84,10 PLN ▼
Ergis	niedoważaj ▼	-
Erste Bank	kupuj ▶	46,18 EUR ▲
Eurocash	trzymaj ▼	18,20 PLN ▼
Grupa Kęty	redukuje ▲	309,30 PLN ▶
Handlowy	akumuluj ▼	76,00 PLN ▼
Impexmetal	równoważ ▶	-
ING BSK	akumuluj ▼	199,63 PLN ▼
Jeronimo Martins	kupuj ▶	14,50 EUR ▼
JSW	redukuje ▲	59,14 PLN ▶
KGHM	trzymaj ▶	84,56 PLN ▼
Komercni Banka	akumuluj ▼	1000,00 CZK ▼
Kruk	kupuj ▶	292,77 PLN ▶
LPP	kupuj ▶	9300 PLN ▼
MOL	trzymaj ▼	3280,00 HUF ▶
Monnari	niedoważaj ▼	-
OTP Bank	akumuluj ▼	13046 HUF ▲
PBKM	akumuluj ▼	66,57 PLN ▲
Pekao	kupuj ▶	136,29 PLN ▼
PKO BP	akumuluj ▼	45,00 PLN ▼
PZU	akumuluj ▼	46,50 PLN ▼
Santander BPL	akumuluj ▼	400,00 PLN ▶
Skarbiec Holding	kupuj ▶	31,36 PLN ▲
Tarczyński	niedoważaj ▼	-
TIM	przeważaj ▲	-
Wirtualna Polska	kupuj ▲	61,50 PLN ▲
VRG	przeważaj ▶	-

Zawieszone rekomendacje

Archicom	Erbud	Polnord
BBi Development	Getin Noble Bank	Ronson
Budimex	Herkules	Torpol
Capital Park	i2 Development	Trakcja
Echo	JWC	Ulma
Elektrobudowa	LC Corp	Unibep
Elektrotim	Lokum Deweloper	Wasko
Elemental	PA Nova	ZUE

Spis treści

1. Rynek akcji	3
2. Sektory w 2019 r.	11
3. Zaskoczenia na wynikach spółek w poszczególnych kwartałach	17
4. Prognozy i rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku na tle konsensusu	20
5. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku	21
6. Statystyki rekomendacji	23
7. Finanse	25
7.1. Alior Bank	25
7.2. Handlowy	26
7.3. ING BSK	27
7.4. Millennium	28
7.5. Pekao	29
7.6. PKO BP	30
7.7. Santander Bank Polska	31
7.8. Komercni Banka	32
7.9. Erste Bank	33
7.10. OTP Bank	34
7.11. PZU	35
7.12. Kruk	36
7.13. Skarbiec Holding	37
8. Chemia	38
8.1. Ciech	38
8.2. Grupa Azoty	39
9. Paliwa	40
9.1. Lotos	40
9.2. MOL	41
9.3. PGNiG	42
9.4. PKN Orlen	43
10. Energetyka	44
10.1. CEZ	44
10.2. Enea	45
10.3. Energa	46
10.4. PGE	47
10.5. Tauron	48
11. Telekomunikacja, media, IT	49
11.1. Netia	50
11.2. Orange Polska	51
11.3. Play	52
11.4. Agora	53
11.5. Cyfrowy Polsat	54
11.6. Wirtualna Polska	55
11.7. Asseco Poland	56
11.8. CD Projekt	57
11.9. Comarch	58
12. Przemysł, surowce	59
12.1. Famur	63
12.2. Grupa Kęty	64
12.3. JSW	65
12.4. Kernel	66
12.5. KGHM	67
12.6. Stelmet	68
13. Deweloperzy	69
13.1. Atal	69
13.2. Dom Development	70
13.3. GTC	71
14. Handel	72
17.1. AmRest	73
17.2. CCC	74
17.3. Dino	75
17.4. Eurocash	76
17.5. Jeronimo Martins	77
17.6. LPP	78
15. Inne	79
18.1. PBKM	79

Rynek akcji

Kiedy wreszcie przyjdzie ta recesja?!

Zakładając, że recesja nie pojawi się w ciągu najbliższych 4 miesięcy można podsumować, że obecna faza ekspansji gospodarki amerykańskiej jest najdłuższym cyklem w powojennej historii. Naturalnie coraz bardziej podnosi to wśród inwestorów obawy o przyszłe spowolnienie i bessę na giełdach. Patrząc na rynek pracy, wskaźniki wyprzedzające czy poziom konsumpcji można uznać, że gospodarka jest w późnej fazie cyklu i jest „gotowa” na recesję. JP Morgan szacuje prawdopodobieństwo wystąpienia recesji w 2019 na 31%, a w roku 2020 na 68%.

Przy spojrzeniu na długość okresów ekspansji gospodarki warto zwrócić uwagę, że wraz z rozwojem technologii, zmieniającą się polityką monetarną i globalizacją cykle wzrostu są coraz dłuższe. W latach 1850-1929 okresy ekspansji nie przekraczały trzech lat (średnio ok. 2 lat) z wyjątkiem czasu Wojny Secesyjnej i I Wojny Światowej (blisko 4 lata). Średni okres ekspansji po II Wojnie Światowej to 4,9 roku, przy czym ostatnie cztery cykle (wraz z obecnym) trwały co najmniej 6 lat (średnia: 8,4 roku). Ostatnie, trzy relatywnie długie, fazy ekspansji (1982-1990, 1991-2001, 2001-2007) potrzebowały czynnika, który „uruchamiał” recesję (ta nie następowała tylko dlatego, że „już czas”). Była to zbyt restrykcyjna polityka FED (po traumie inflacyjnej lat 70/80), pęknięcie bańki internetowej czy załamanie na rynku nieruchomości. Obecnie żaden z tych czynników nie pretenduje do roli „zapalnika” (w dalszej części raportu). Z pewnością może nim jednak zostać eskalacja wojny handlowej, nagły wzrost inflacji, może nawet hard Brexit czy niekorzystny rozwój sytuacji związany z włoskim budżetem – jeżeli doprowadzi to do paniki na rynkach finansowych.

Wojna handlowa i jej wpływ na światową gospodarkę

Udział eksportu w amerykańskim PKB to ok. 8%. Największym rynkiem eksportowym dla USA są kraje NAFTA (34%) i UE (18%). Do Chin trafia około 8% eksportu, co oznacza, że pozostałe kraje stanowią 39% sprzedaży eksportowej. W przypadku Chin oczywiście uzależnienie od eksportu jest większe, bo stanowi on około 19% PKB. Na USA przypada około 18% eksportu, na UE 19%, a aż 48% na inne kraje azjatyckie.

Z tych statystyk można szacować, że wpływ nowych stawek celnych na całe gospodarki obu krajów nie jest aż tak wielki. Takie spojrzenie nie uwzględnia jednak całej zależności połączeń gospodarczych z innymi krajami. Udział eksportu w PKB niektórych rynków wschodzących przekracza 30%. Analitycy oceniają, że to właśnie rynki wschodzące będą najwięcej przegranych przegranym eskalacji konfliktu. Już sama dyskusja wywołała obawy przedsiębiorców skutkujące spadkiem poziomu zamówień, a w efekcie obniżeniem poziomu wymiany handlowej. Wyraźnie widać to na przykładzie największych eksporterów w Europie, ale również danych dla całej światowej gospodarki (spadek wolumenu światowego handlu o ok. 8% od początku roku).

Porozumienie osiągnięte na szczycie G20, zakłada że w ciągu kolejnych 90 dni stawki podatków nie wzrosną. Dotyczy to również automatycznej podwyżki, w wyniku której od stycznia 2019 rosły stawki celne z 10% na 25% na chińskie produkty o wartości 200 mld USD. Porozumienie, nie rozwiązuje problemu wojny handlowej jednak po raz kolejny daje czas na wypracowanie konsensusu w kwestii nie tylko cel, ale przede wszystkim nielegalnego wykorzystywania przez Chiny zaawansowanych technologii. Z punktu widzenia rynków finansowych efekt szczytu G20, nawet jeśli tymczasowy, powinien oznaczać okres wzrostu cen ryzykownych aktywów – szczególnie z rynków EM.

W zależności od efektów negocjacji, które z pewnością nie będą łatwe, w lutym na rynki może powrócić większa zmienność. Osiągnięcie porozumienia (ustępstwo Chin), w połączeniu z obniżką podatków w Chinach byłoby silnym impulsem wzrostowym dla EM (powrót zamówień eksportowych, osłabienie USD). W negatywnym scenariuszu, Prezydent Trump „odmrozi” styczniową podwyżkę i może wprowadzić cła na chińskie produkty o wartości kolejnych 267 mld USD. To spotka się z adekwatną reakcją Chin. Najczarniejszym scenariuszem (i mało prawdopodobnym, bo godzącym również w same Chiny), jest użycie przez Pekin amerykańskich obligacji do destabilizacji rynków finansowych.

Argumenty przemawiające przeciw bessie na rynkach globalnych

55% kapitalizacji giełd akcji na świecie stanowi rynek amerykański. Ceny akcji w Europie mogą spadać, ale dopóki S&P500 nie wchodzi w trend spadkowy, w percepcji inwestorów na świecie trwa hossa – dająca nadzieję, że akcje w Europie też wzrosną. Naszym zdaniem, jeżeli nie dojdzie do eskalacji wojny handlowej (utrzymanie obecnego stanu) bardziej prawdopodobne jest, że w 2019 roku takie kraje jak Chiny czy Stefa Euro wyjdą z obecnego spowolnienia niż to, że USA wejdą w recesję. Poniżej przytaczamy kilka argumentów, które przekonują nas, że przy braku trudnoprognostycznych szoków, światowa hossa może trwać.

Wskaźniki wycen w USA na racjonalnych poziomach. P/E dla S&P500 za ostatnie 12M wynosi 18,3x, a prognozowane P/E na koniec 2019 to 15,0x. Dla Nasdaq100 są to odpowiednio: 21,9x i 16,9x. W szczycie hossy 2000 r., kiedy przyczyną recesji było pęknięcie bańki wycenowej na rynku akcji, P/E wynosiło 29,1x. W październiku 2007 roku P/E wynosiło 17,3x. Warto przy tym pamiętać, że obecnie zdecydowanie niższy poziom stóp procentowych jeszcze bardziej uwydatnia relatywną atrakcyjność rynku akcji.

Historyczne dane krzywej dochodowości w USA

wskazują, że przed nami recesja ale nie wcześniej niż za rok. W ostatnich 6 kontrakcjach gospodarczych, recesja następowała po około 13 miesiącach od odwrócenia krzywej dochodowości. Wg. szacunków analityków samo odwrócenie krzywej nastąpi w połowie przyszłego roku, co oznaczałoby, że jeżeli historia ma się powtórzyć, recesja nastąpi za około 20 miesięcy. Ponadto warto zwrócić uwagę, że recesja następowała, kiedy krzywa dochodowości ponownie zaczynała się wystramiać. Inna statystyka wskazuje, że S&P500 osiągał szczyt po średnio 11 miesiącach od wypłaszczenia krzywej i średnio 2 miesiące przed recesją (najwcześniej w 1980 roku – 8 miesięcy). Historycznie najszybciej S&P wchodził w bessę po 3 miesiącach od wypłaszczenia krzywej.

Liczba miesięcy od odwrócenia krzywej dochodowości w USA (10Y-2Y) do szczytu na S&P500 i początku recesji

Odwrócenie krzywej	Szczyt S&P500	Początek recesji
marzec '73	7	9
listopad '78	15	14
sierpień '80	3	11
grudzień '88	19	19
marzec '00	5	12
sierpień '06	14	16
Mediana	11	13

Źródło: Bloomberg

W dalszym ciągu luźna polityka monetarna FED

Realne stopy procentowe w USA nadal oscylują na poziomie 0%, co historycznie nie było czynnikiem chłodzącym gospodarkę, a raczej umożliwiającym jej ekspansję. Nawet zakładając wzrost stóp w ciągu najbliższych 12 miesięcy o kolejne 100 pb. (cztery podwyżki) – jak zapowiadał dotychczas FED – realne stopy pozostaną na relatywnie niskim poziomie.

Realne stopy procentowe a początek recesji



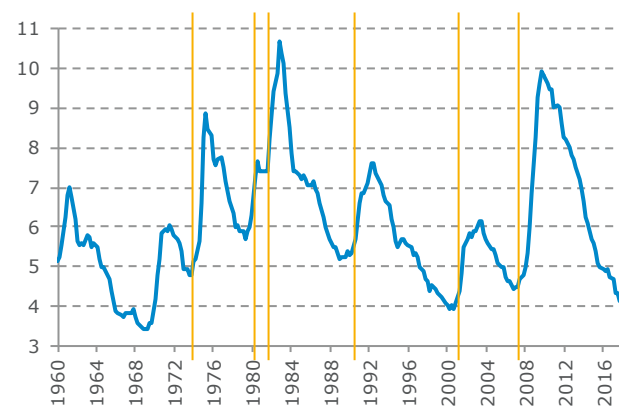
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Zwracamy uwagę, że listopadowe wystąpienie Powella zaskoczyło inwestorów swoim gołym wydzwiękiem. Możemy z niego dowiedzieć się min., że FED ocenia obecny poziom stóp procentowych jako bliski neutralnemu (jeszcze kilka miesięcy temu wskazywano, że stopy są „long way from neutral”), możliwe są opóźnienia w zacieśnianiu polityki monetarnej oraz że FED nie widzi „zakłóceń” na rynkach finansowych.

Rynek pracy potwierdza wejście w bessę

Historycznie S&P500 wchodził w fazę spadkową, kiedy zaczynało rosnąć bezrobocie (co na razie nie ma miejsca). Można powiedzieć, że rynek pracy jest ostatnim wskaźnikiem potwierdzającym dłuższe i głębsze spowolnienie gospodarki. Dopóki rynek pracy nie wchodzi w spadkową fazę cyklu dopóty inwestorzy wierzą, że mają do czynienia z lokalnym spowolnieniem w trendzie wzrostowym.

Stopa bezrobocia a początek recesji



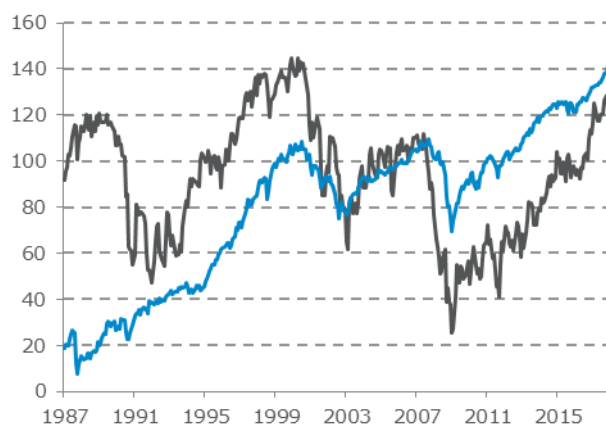
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Efekt bogactwa w USA nadal stymuluje popyt konsumpcyjny, jednak uwaga: duża wrażliwość na giełdę i nieruchomości

Amerykański konsument nadal ma się dobrze

Oprócz bardzo dobrej sytuacji na rynku pracy wpływ na sentyment konsumentów i poziom konsumpcji w USA ma sytuacja na giełdzie i rynku nieruchomości. Rok 1987 i 2000 pokazał, że załamanie na giełdzie (bez powodów makro czy wyników spółek) może mieć kluczowe przełożenie na sytuację gospodarczą. Jak już wskazywaliśmy wycenowo rynek akcji nie wydaje się przewartościowany, jednak nieoczekiwane zdarzenia mogą wywołać na rynku panikę, a w efekcie przełożyć się na gospodarkę.

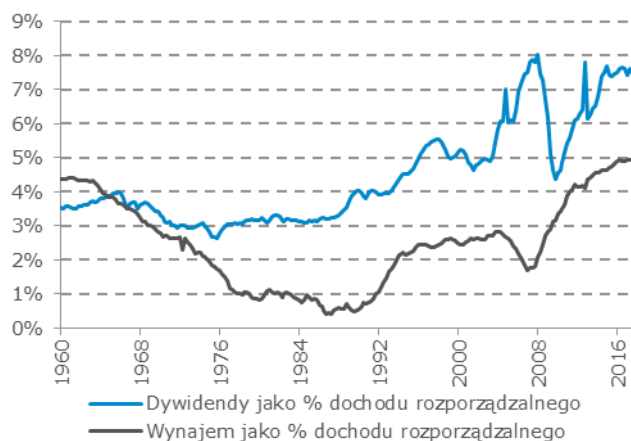
Nastroje konsumentów w USA (Conference Board) na tle S&P500



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Z danych *Bureau of Economic Analysis* wynika, że w 2018 7,4% dochodu rozporządzalnego Amerykanów pochodziła z dywidend. W latach 1960-2018 średnia dla tego wskaźnika wynosi 4,5%, przy czym ostatnich 15 lat istotnie zawyża średnią. Poniższy wykres prezentuje jak ta relacja prezentowała się historycznie. Dane nie pokazują jednak jak dochody te rozkładają się na poszczególne grupy społeczne, co przy rosnącej koncentracji bogactwa w wąskich rękach może zniekształcać obraz faktyczny i realny wpływ na konsumpcję.

Dywidendy i wynajem jako % dochodu rozporządzalnego gospodarstw domowych w USA

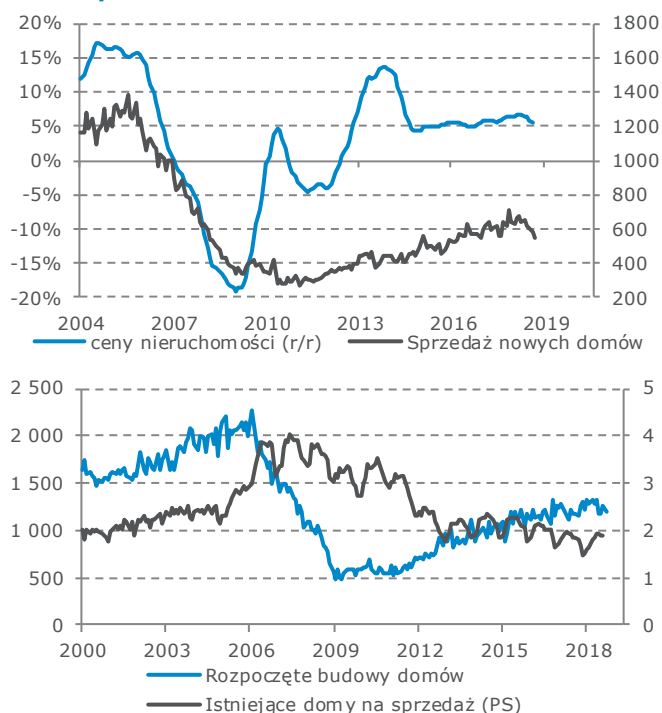


Źródło: Bureau of Economic Analysis

Rynek nieruchomości spowalnia, ale jest daleki od sytuacji w 2007 roku

Od 12 miesięcy rynek nieruchomości w USA wyhamowuje. Liczba sprzedanych nowych domów obniżyła się z 712 tys. do 553 tys., sprzedaż istniejących domów spadła z 5,8 mln do 5,2 mln. Inwestorzy obawiają się, że rosnące stopy procentowe zatrzymają dalszy wzrost rynku nieruchomości. Czy to powtórka 2007 roku? Na razie sytuacja wygląda na lokalne spowolnienie i istotnie różni się od okresu 2006/2007. Ceny nieruchomości rosną w stałym tempie ok. 5% rocznie od 2014 (w 2007 spadały, co jednak poprzedziło 4 lata wzrostów w tempie ponad 10% rocznie). Największa różnica dotyczy jednak podaży domów. W 2007 roku liczba domów na sprzedaż wzrosła do 4 mln – obecnie jest dwukrotnie niższa i wynosi 1,9 mln sztuk.

Dane z rynku nieruchomości w USA



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

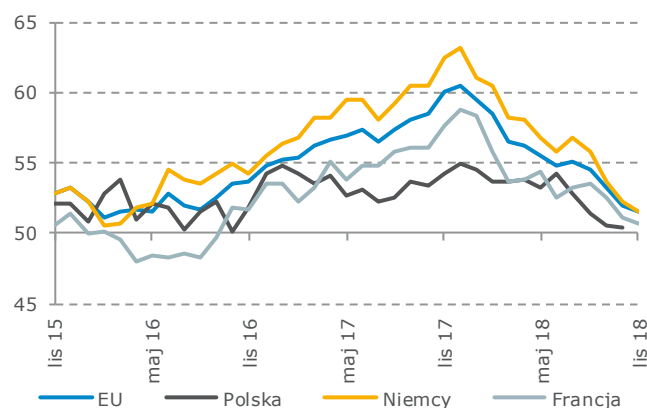
Ponadto zdecydowanie poprawiła się sytuacja majątkowa gospodarstw domowych, których zadłużenie w relacji do PKB obniżyło się z 98% w końcówce hossy nieruchomościowej do 74% obecnie.

ISM w USA spadnie czy PMI w Europie wrośnie?

W strategii na 2018 pokazywaliśmy wykres prezentujący długość cyklu w przemyśle na przykładzie ISM (poniżej), z którego wynika, że obecny cykl (okres kiedy indeks znajduje się powyżej 45 pkt) jest najdłuższy od co najmniej II Wojny Światowej. Statystycznie można oczekiwać, że gospodarka wejdzie co najmniej w okres lokalnego spowolnienia lub w negatywnym scenariuszu w recesję, co w obu przypadkach oznacza w najbliższych miesiącach spadek ISM. Wydaje się, że jeżeli spadek będzie przebiegał łagodnie, a FED w tym czasie dalej łagodził nastawienie, giełda w kolejnych miesiącach powinna zachowywać się „stabilnie”. Elementem mogącym mieć wpływ na ISM będzie rozstrzygnięcie losów fiskalnego pakietu stymulacyjnego.

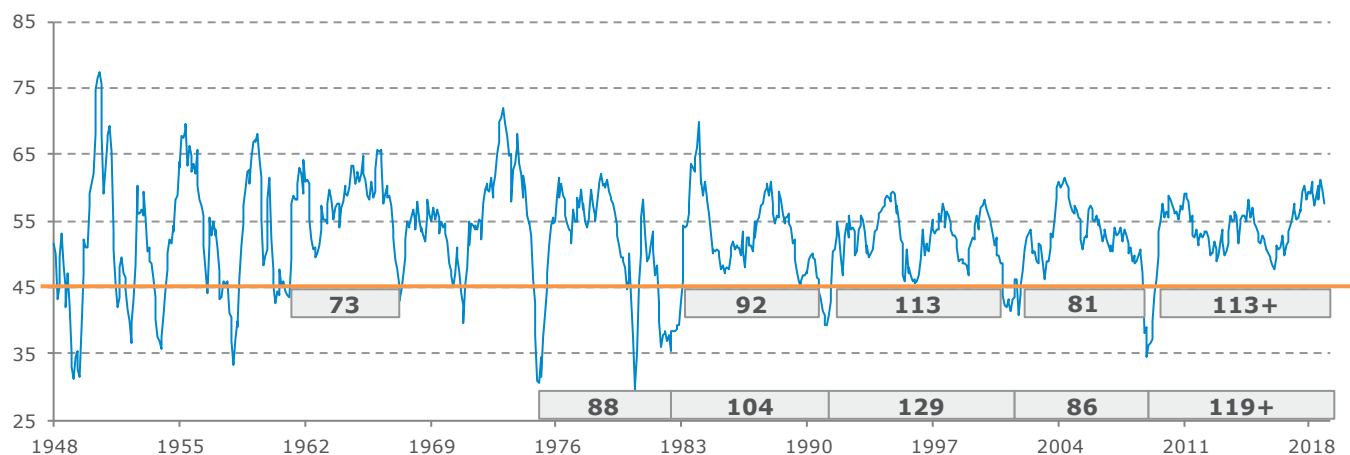
Obok obniżenia podatków i deregulacji sektora finansowego, jednym z głównych postulatów ekonomicznych Trumpa był program odbudowy infrastruktury (1 bln USD) – w świetle wojny handlowej nieco zapomniany przez rynki finansowe. Może to być istotny element w prognozowaniu przyszłego zachowania m.in. ISM. Tak jak w 2018 roku duży wpływ na wyniki spółek miała obniżka podatków, taka stymulacja fiskalna będzie kontrybuować do wzrostu PKB głównie w 2019 roku. Obecne wydatki na infrastrukturę w USA to 2,3% PKB z czego nowe inwestycje stanowią 0,9% PKB (najniższe od początku lat '60). Dla porównania w przypadku UE jest to 2,6% PKB, Japonii 4,7%, a Chin 8,5%. Utrata większości w Kongresie na rzecz Demokratów, którzy zgadzają się co do konieczności odbudowy infrastruktury, ale w dużo mniejszej skali (200 mld USD) i z innych źródeł finansowania, może ten element strategii Trumpa zablokować.

Wskaźniki PMI dla przemysłu w Europie



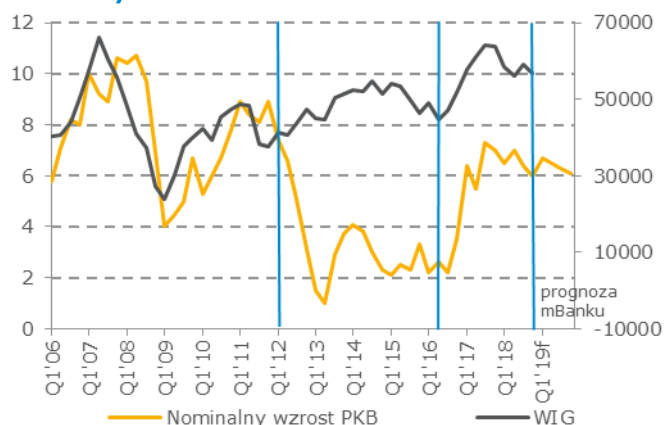
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

ISM Manufacturing (liczba miesięcy: indeks powyżej 45 pkt., między „dołkami” cyklu)



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Nominalny wzrost PKB a WIG



Źródło: Dom Maklerski mBanku

Naszym zdaniem, pomijając inne czynniki, nominalny wzrost PKB na poziomie powyżej 6% jest wystarczający, żeby potwierdzić pozytywny wpływ makro na rynek akcji.

Dlaczego GPW tak słaba mimo wzrostu PKB?

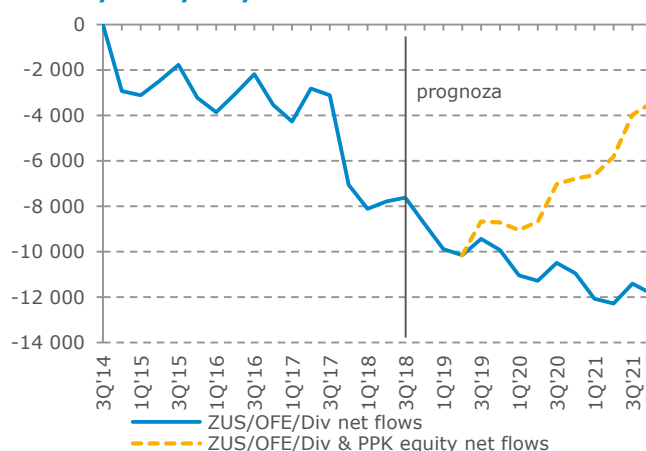
Wpływ otoczenia na sentyment inwestorów

Giełda i inwestorzy lubią spokój i przewidywalność, tymczasem od 2014 roku zarządzający funduszami dedykowanymi na EM i śledzący polski rynek dowiadują się m.in., że: i) oszczędności Polaków zgromadzone w prywatnych funduszach emerytalnych mogą być przeniesione do ZUS, ii) kolejny Rząd głosi hasła repolonizacji największych firm, iii) przeprowadza zmiany w prawie, które skutkują konfliktem z UE i otwierają procedurę ochrony praworządności, iv) ciągle pojawiają się informacje w istotny sposób wpływające na bieżące kursy akcji największych spółek po czym te są dementowane lub zastępowane inną koncepcją, v) największe IPO 2017 roku okazuje się wielkim oszustwem, vi) pojawiają się informacje o nieprawidłowościach w zarządzaniu aktywami przez niektóre TFI, co wywołuje reakcję KNF i prokuratury, vii) wreszcie szef KNF jest oskarżony o złożenie oferty korupcyjnej w efekcie czego ustępuje ze stanowiska. Wszystkie te negatywne elementy powodują, że mimo dobrej sytuacji gospodarczej, polski rynek akcji postrzegany jest przez inwestorów zagranicznych jako ryzykowny.

Co zmieni się w przyszłości? Wiele wskazuje, że przytoczone powyżej zdarzenia/sytuacje będą miały swoje kolejne odśłony w roku przyszłym. Pojawia się jednak co najmniej dwa nowe, istotne wydarzenia. Pierwszym będą wybory do Sejmu i Senatu oraz wybory do Parlamentu Europejskiego, Termin wyborów nie został jeszcze ogłoszony (zrobi to Prezydent najpóźniej do połowy sierpnia 2019). Może mieć ona dwa oblicza (niewykluczające się nawzajem), tj. typową „kietbasę wyborczą” w postaci kolejnych programów „500+” (również takie same deklaracje ze strony opozycji) oraz wzajemne wyciąganie „brudów”. W pierwszym przypadku, jeżeli będą to rozsądnie sprofilowane programy (biorąc pod uwagę dobry stan finansów państwa) ich wpływ na rynek może być pozytywny (podniesienie dynamiki wzrostu PKB). Nie bez znaczenia będą również wyniki sondażowe publikowane w trakcie kampanii, szczególnie jeśli do lokalnej polityki powróci Donald Tusk (jego obecna kadencja kończy się w listopadzie 2019). W takim scenariuszu zarysowuje się opcja win win – dodatkowa stymulacja gospodarki (nawet jeśli efekt jest krótkotrwały) kontra możliwa zmiana układu sił na bardziej preferowana przez inwestorów giełdowych.

Drugim istotnym wydarzeniem jest start programu PPK (jego wpływ na rynek omówiliśmy w Przeglądzie miesięcznym z [września](#) (str. 3), poniższy wykres jest podsumowaniem naszych szacunków). Uruchomieniu tak ważnego programu powinna towarzyszyć akcja promowania przez Rząd polskiego rynku kapitałowego, co zapowiedział już Prezes PFR – Paweł Borys. Nie oczekujemy, że takie działanie, jako efekt uboczny, spowoduje przepływ oszczędności do TFI. W połączeniu z lepszymi stopami zwrotu funduszy (pozytywny scenariusz dla akcji) powinno to przynajmniej wyhamować odpływy i powoli zacząć odbudowywać zaufanie do rynku akcji (będzie to długi proces). Przy założeniu wyhamowania odpływów z TFI, środki inwestowane przez PPK istotnie zmieniają krajowy bilans przepływów na GPW (z negatywnego na neutralny a docelowo pozytywny).

Prognozowany wpływ PPK na przepływy w ramach funduszy emerytalnych

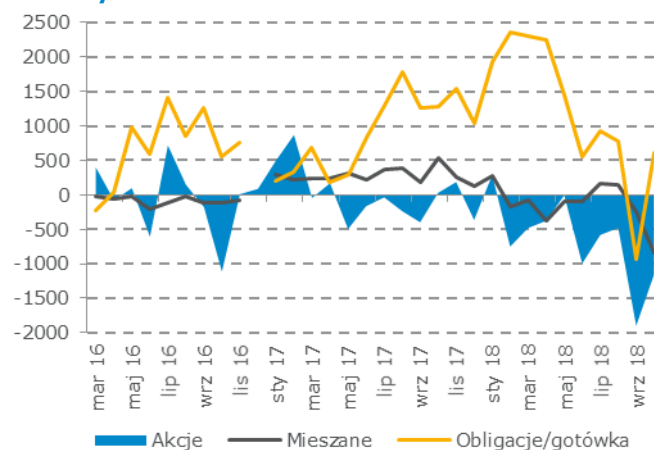


Źródło: Dom Maklerski mBanku

Odpływ kapitału z TFI

Niestabilne otoczenie giełdy, negatywne informacje płynące z samych TFI, rozczarowujące wyniki spółek, a w efekcie niskie stopy zwrotu spowodowały silny odpływ kapitału z funduszy, co przy niskiej płynności rynku jeszcze pogorszyło stopy zwrotu powodując „zapętlenie” procesu. Od stycznia do października br. przepływy netto z/do funduszy akcyjnych i absolute return wyniosły łącznie -6,4 mld PLN, a z/do funduszy mieszanych -1,3 mld PLN. Ostatnim rokiem, kiedy pierwsza z wymienionych grup funduszy pozyskiwała kapitał był 2015 (+5,4 mld PLN, 2016: -1,4 mld PLN, 2017: +0,1 mld PLN).

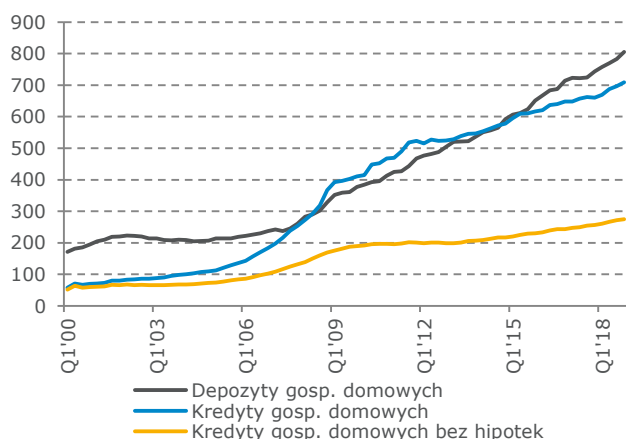
Przepływy netto kapitału do TFI w rozbiciu na typy funduszy



Źródło: IZFIA

Gdzie odpływają środki z funduszy? Przede wszystkim na depozyty bankowe oraz na rynek nieruchomości. W pierwszych miesiącach roku wycofane środki zasilały również fundusze pieniężne, jednak problemy GetBack znacząco zniechęciły inwestorów w drugiej połowie roku. O potencjale rozwoju TFI w kontekście rosnących oszczędności pisaliśmy wielokrotnie. Obecnie gospodarstwa domowe dysponują depozytami na poziomie ponad 800 mld PLN, przy zadłużeniu (głównie hipotecznym) w wysokości 700 mld PLN. Analogiczna różnica występowała w latach 2000-2006, przy czym po stronie aktywów pojawiły się nieruchomości. Niestety z wielu powodów ten potencjał nie jest wykorzystany (w 2018 doszły również nowe regulacje – MIFID2) i w najbliższym czasie zapewne nie będzie.

Depozyty i kredyty gospodarstw domowych



Źródło: NBP, Dom Maklerski mBanku

Zwracamy uwagę, że przy analizie wpływu PPK na rynek akcji operujemy kwotami: 1,5 mld PLN w 2019, 3,7 mld PLN w 2020 i ok. 5 mld PLN w 2021. Stanowią one odpowiednio, zaledwie od 0,2% do 0,6% obecnego poziomu depozytów inwestorów indywidualnych. Akcji w portfelach TFI w relacji do poziomu depozytów to obecnie ok. 4%, w 2004, tj. trzy lata przed szczytem hossy i apogeum wpłat do funduszy było to ok. 14%.

Strukturalny problem polskiego rynku akcyjnego, czyli bessa w trakcie światowej hossy

GPW rozwinęła się do skali największej giełdy w regionie dzięki silnemu komponentowi lokalnego kapitału, który umożliwił wejście na giełdę tak wielu spółek. Oczywiście największym składnikiem tego sukcesu był wpływ na rynek OFE (w 2010 r. ZUS przelał do funduszy 22 mld PLN z czego ok. 1/3 środków trafiła finalnie na rynek akcji). Kolejne „reformy” OFE i efekt „starzenia się” ubezpieczonych spowodowały, że obecnie transfery ZUS/OFE to -4 mld PLN netto. Nie należy przy tym zapominać o bezpośredniej aktywności inwestorów indywidualnych, którzy w istotny sposób podtrzymywali płynność na małych i średnich spółkach. U schyłku poprzedniej hossy (2006/2007) ich udział w obrotach giełdowych wynosił ok. 35%... obecnie spadł do 12%.

Powierzchniowa statystyka GPW nadal prezentuje się nieźle. 468 spółek notowanych na rynku podstawowym i równoległym o łącznej kapitalizacji 1,1 bln PLN. Znacznie gorzej wygląda jednak analiza płynności na podstawie łącznych obrotów. W okresie 9M'18 łączne obroty na GPW wyniosły 154 mld PLN, z czego obroty na WIG20 stanowiły 78,2%, WIG40 kolejne 15,6%, a WIG80 4,7%. Oznacza to, że pozostałe 321 spółki miały zaledwie obrót na poziomie 2,3 mld PLN, tj. 1,5% łącznych obrotów na rynku. Średnio

daje to 37,6 tys. PLN obrotu na spółkę na sesję. Taka skala obrotów nie pozwala funduszom zarządzać ryzykiem płynności. Z punktu widzenia nawet małego funduszu inwestycyjnego zamknięcie w rynku pozycji na małej spółce o wartości 1 mln PLN, przy założeniu 1/3 dziennego wolumenu oznaczałoby sprzedaż przez kolejnych 80 sesji giełdowych.

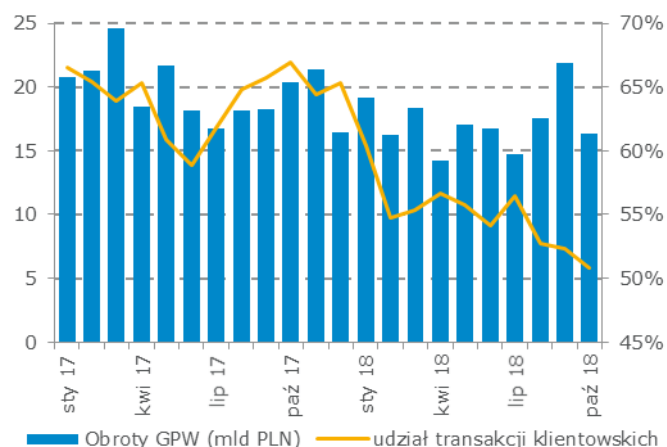
Rozkład obrotów (mln PLN) na GPW

	Obroty 9M'18	Udział w obrotach	Liczba spółek	Średni obrót sesyjny na spółkę
WIG20	121 130	78,2%	20	32 215
WIG40	24 214	15,6%	40	3 220
WIG80	7 268	4,7%	80	483
Pozostałe	2 271	1,5%	321	38

Źródło: GPW

Obliczenia dotyczące obrotów i płynności są o tyle zniekształcone, że nie uwzględniają struktury obrotu giełdowego w podziale na klientów i animację/książkę własną banków/brokerów. Wg. naszych szacunków na podstawie danych GPW udział obrotów klientów w łącznym obrocie zmniejszył się do ok. 50% z 64% jeszcze przed rokiem.

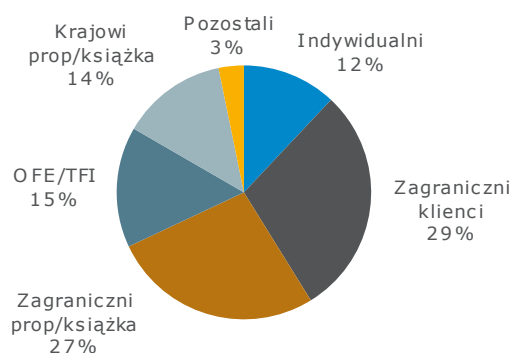
Udział obrotów klientów w łącznym obrocie na GPW



Źródło: GPW, Dom Maklerski mBanku

Tak skrajnie nieefektywny pod względem płynności rynek oznacza, że wycena fundamentalna opierająca się o prognozowane przepływy pieniężne ma niewielkie zastosowanie w krótkim okresie. Oznacza to również, że przy tak małej transakcyjności ceny rynkowe nie są cenami po jakich inwestor branżowy czy *private equity* może nabyć znaczący pakiet akcji. Wreszcie zmiana sentymentu oznacza szybki wzrost cen – również na bardzo małym obrocie.

Udział poszczególnych grup klientów w obrocie na GPW (1H'18)



Źródło: GPW, Dom Maklerski mBanku

Wyniki spółek w 2018 znacząco słabsze od oczekiwanych z początku roku

Mimo, że tegoroczny wzrost PKB w Polsce jest wyższy niż na początku roku oczekiwali analitycy makroekonomiczni, wyniki spółek dla których przygotowujemy prognozy (83 podmioty) rozczarowują. Wnioski płynące z porównania naszych prognoz z początku br. i obecnie (szczegóły tabela poniżej) są następujące:

- Na bazie najnowszych prognoz w 2018 roku jedynie 28 na 83 spółki będzie miało lepsze/zgodne wyniki na poziomie EBITDA niż oczekiwaliśmy 11 miesięcy temu, na poziomie wyniku netto to 26 spółek.
- Wyższe PKB przełożyło się na wyższe niż oczekiwaliśmy przychody, ale tylko na 2019 rok. W przypadku 2018 dla wszystkich spółek są one wprawdzie wyższe o 1%, ale przede wszystkim dzięki sektorowi oil&gas i w mniejszym stopniu budownictwa, pozostałe sektory odnotowują niższe przychody od oczekiwanych.
- Szybko rosnące koszty - szczególnie pracy i materiałów - przyczyniły się do znacząco słabszego wyniku EBITDA i netto vs. oczekiwania z początku roku. Dla wszystkich spółek jest to -5% dla EBITDA2018 i -4% dla wyniku netto 2018. Po wyjęciu z agregatu Oil&Gas i relatywnie dobrego wyniku sektora finansowego, różnica wynosi odpowiednio -11% i -26%.
- Sektorami, które najbardziej rozczarowały vs. oczekiwania są: chemia, budownictwo, sektor wydobywczy, spółki

odzieżowe, a w dalszej kolejności przemysł oraz handel hurtowy/spożywczy.

- Dobry wynik Oil&Gas to, oprócz zaskakująco dobrego otoczenia makro dla sektora (marże na świecie), efekt przeszacowania zapasów (wpływ na zysk netto).
- Biorąc pod uwagę wszystkie czynniki analizy, za największe pozytywne zaskoczenie można uznać wynik 2018 sektora finansowego. Jest on o 3% niższy niż zakładał analityk, jednak trzeba wziąć pod uwagę brak zakładanych w modelach podwyżek stóp procentowych (sektor osiągnął lepsze wolumeny i zaraportował niższe rezerwy).
- Powyższe wnioski sprowadzają się do oceny oczekiwań z początku roku i ich realizacji, czego efektem było obniżanie konsensusu prognoz w trakcie roku i pogorszenie sentymentu inwestorów. Bardziej optymistycznie prezentuje się zestawienie realnej dynamiki (2018/2017) zysków, a nie realizacji oczekiwań (tabela poniżej, wnioski na podstawie prognoz z grudnia 2018). Tu zagregowany wynik spółek znacząco obniża sektor energetyczny, chemia, a w mniejszym stopniu wydobywcie. Silny spadek zysków r/r odnotowała branża budowlana - najbardziej dotknięta wzrostem kosztów pracy i materiałów. Pozostałe sektory zaraportowały jednak poprawę wyników r/r ze szczególnym uwzględnieniem handlu, TMT, deweloperów, przemysłu i sektora finansowego. W czterech pierwszych sektorach był to jednak wzrost istotnie mniejszy niż spodziewali się analitycy.

Różnica prognoz wyników spółek (grudzień 2018 vs. styczeń 2018)

	liczba spółek	Przychody		EBITDA		Zysk netto	
		2018	2019	2018	2019	2018	2019
Przemysł	15	-1%	-2%	-5%	-11%	-13%	-20%
Górnictwo i metale	2	-7%	+1%	-24%	-17%	-30%	-22%
TMT	14	-2%	-1%	-5%	-6%	-23%	-28%
Sektor finansowy	10	+0%	+0%	-4%	-3%	-3%	-6%
Chemia	2	-2%	+9%	-28%	-13%	-60%	-37%
Developeperzy	14	-7%		-22%		-22%	
Budownictwo	9	+4%		-39%		-56%	
Odzież	5	-4%	-2%	-13%	-7%	-31%	-15%
Handel hurtowy i spożywczy	3	-6%	-1%	-6%	-3%	-14%	-11%
Energetyka	4	+1%	+34%	-7%	+8%	-23%	+22%
Oil & Gas	3	+7%	+8%	+11%	+4%	+46%	+14%
Razem*		+1%	+7%	-5%	-2%	-4%	-4%
Razem ex Fin/Oil*		-3%	+9%	-11%	-4%	-26%	-10%
Razem ex Fin/Oil/Min*		-2%	+10%	-8%	-1%	-24%	-6%
Razem ex Fin/Oil/Min/Ene*		-3%	-1%	-8%	-7%	-26%	-23%

*Ze względu na brak aktualnych prognoz na 2019 z sumy wyłączamy budownictwo i deweloperów
Źródło: Dom Maklerski mBanku

Zakładana dynamika zysków i marż dla poszczególnych sektorów

	Przychody	EBITDA	Zysk netto			Marża EBITDA		Marża netto		Udział sektora (2019)		
	2019	2019	2018	2019	19/17	2018	2019	2018	2019	Przych	EBITDA	Netto
Przemysł	+2%	-1%	+17%	+1%	+19%	10%	10%	4%	4%	5%	3%	3%
Górnictwo i metale	+7%	-7%	-3%	-16%	-19%	26%	23%	13%	11%	6%	7%	8%
TMT	+3%	+2%	+13%	+11%	+26%	25%	25%	5%	6%	8%	11%	6%
Sektor finansowy	+7%	+15%	+8%	+12%	+20%	44%	47%	22%	23%	14%	36%	41%
Chemia	+15%	+24%	-62%	+49%	-43%	11%	11%	2%	3%	3%	2%	1%
Developerzy			+17%									
Budownictwo			-57%									
Odzież	+23%	+30%	+8%	+57%	+69%	12%	13%	6%	8%	3%	2%	3%
Handel hurt i spożywczy	+13%	+16%	+42%	+22%	+73%	4%	4%	2%	2%	10%	2%	2%
Energetyka	+34%	+14%	-21%	+34%	+5%	22%	19%	7%	7%	17%	18%	15%
Oil&gas	+5%	-5%	+1%	-24%	-24%	10%	10%	6%	5%	35%	18%	21%
Razem*	+11%	+7%	+0%	+3%	+3%	19%	18%	8%	8%			
Razem ex Fin/Oil*	+16%	+7%	-8%	+14%	+6%	17%	16%	6%	6%	51%	45%	39%
Razem ex Fin/Oil/Min*	+17%	+10%	-9%	+26%	+15%	16%	15%	5%	5%	46%	38%	31%
Razem ex Fin/Oil/Min/Ene*	+9%	+7%	+4%	+20%	+25%	13%	13%	4%	4%	29%	20%	16%

*Ze względu na brak aktualnych prognoz na 2019 z sumy wyłączamy budownictwo i deweloperów
Źródło: Dom Maklerski mBanku

Co przyniesie 2019 rok wg oczekiwań analityków?

Po mocno rozczerwującym roku 2018, wg prognoz analityków 2019 powinien przynieść:

- Dalszy wzrost przychodów, szczególnie w obszarze szeroko rozumianego handlu (wynik m.in. zakładanego braku zaburzeń sprzedaży wynikających z niesprzyjającej pogody). Dynamiczny wzrost przychodów energetyki to oprócz wzrostu cen energii efekt czysto księgowy (kwestia wprowadzenia 100% obliża giełdowego dla wytwórców).
- Sektorami, które będą raportować największą dynamikę wyniku operacyjnego i zysku netto będą: energetyka, handel w tym odzież oraz chemia. Spodziewamy się nieco ponad 10% wzrostu zysków w sektorze finansowym oraz TMT.
- W dalszym ciągu szybko rosnące koszty pracy i teraz również energii będą hamowały wzrost spółek przemysłowych oraz wydobywczych. W przypadku branży Oil&Gas spodziewamy się niższych marż rafineryjnych.
- Po wyłączeniu z analizy dużych pod względem udziału w łącznym wyniku (29% zysku), ale obejmujących zaledwie 5 spółek sektorów: Oil&Gas oraz wydobywanie, szeroki rynek powinien osiągnąć znacząco lepsze wyniki niż w roku 2018 (porównanie dynamiki 2018 i 2019 w tabeli powyżej).

Michał Marczał

tel. +48 22 438 24 01

michal.marczak@mbank.pl

Sektory

Finanse

- **Zalecamy przeważenie sektora finansowego w 2019 roku.** Nasze obecne wyceny wskazują na 17% potencjał wzrostu dla całego sektora, 21% dla banków regionalnych i czeskich, 15% potencjał dla polskich banków oraz 14% dla polskich spółek finansowych. Rozpoczynamy 2019 rok z pozytywnym otoczeniem makroekonomicznym, które wspierać będzie zyskowność sektora (zagregowany zysk netto +7%) oraz bardzo atrakcyjnymi wycenami (18% dyskonto 12M forward P/E do 5 letniej średniej indeksu MSCI EME Financials i 13% dyskonto indeksu WIG Banki). Jednocześnie uważamy, że rynek zachodnioeuropejski powinien na początku roku uporać się z powyborczymi obietnicami Włoch czy z Brexitem co poprawi sentyment również w naszej części Europy.
- **Wyniki sektora bankowego mają nadal potencjał do poprawy.** Prognozujemy wzrost zysku netto na poziomie +7% w regionie CEE z czego +15% w Polsce. Uważamy, że sektor będzie nadal beneficjentem sprzyjającego otoczenia makroekonomicznego. Jednocześnie zgadzamy się z opinią, że szczyt cyklu gospodarczego jest już za nami, ale wzrost PKB w 2019 roku będzie nadal na dość satysfakcjonującym poziomie co pozwoli utrzymać wysoką jakość kredytów. Najwyższy realny wzrost realnego PKB oczekujemy w Polsce (+3,9%) a następnie w Rumunii (+3,5%), na Węgrzech (+3,3%), Czechach (+3,0%), Austrii (+2,0%) i w Rosji (1,5%). W strukturze wyników banków z jednej strony oczekujemy stopniowej normalizacji kosztu ryzyka (szczególnie w bankach CEE), który był rekordowo niski w 2018 roku, ale z drugiej spadającej dynamiki kosztów operacyjnych (głównie płac w 2H'19), dynamicznie rosnących wolumenów kredytowych (głównie detalicznych) a także stabilizacji lub nawet lekko rosnącej marży odsetkowej po latach jej spadków.
- **Widzimy coraz większą korelację z rynkami rozwiniętymi.** Po częściowym włączeniu Polski do rynków rozwiniętych zanotować można rosnącą korelację polskiego indeksu bankowego z takimi indeksami jak STOXX Europe Banks. Dlatego uważamy, że poprawa sentymentu w UE może mieć także wymierny wpływ na notowania lokalnych banków w Polsce oraz w regionie. Niepewność związana z Brexit czy wyborami parlamentarnymi we Włoszech dobrze jest zobrazowana w wycenie europejskiego sektora, który notowany jest obecnie z dyskontem do swojej długoterminowej średniej. Na tle obaw o Brexit wskaźnik 12M forward P/E dla indeksu FTSE Banks (10 banków brytyjskich) spadł z poziomu 13,1x w styczniu 2018 do 9,4x, co implikuje pewne dyskonto wobec pięcioletniej średniej na poziomie 10,8x. W przypadku europejskich banków, które oprócz Brexitu narażone są na kryzys tureckiej liry oraz zawirowania związane z włoskim budżetem przecena była większa, a 12M forward P/E dla indeksu STOXX Europe 600 Banks spadł z 11,7x w styczniu 2018 do 8,2x obecnie, czyli prawie dwa odchylenia standardowe poniżej długoterminowej średniej na poziomie 10,7x. Uważamy, że jeżeli ryzyka związane z twardym Brexitem oraz włoskim budżetem się nie zmateriują to istnieje przestrzeń do znaczącej poprawy notowań europejskich banków, zwłaszcza w obliczu spodziewanej pod koniec roku podwyżki stóp procentowych przez EBC (konsensus wskazuje na 51% szans na pierwszą podwyżkę w październiku). Najbliższymi potencjalnymi katalizatorami ryzyka dla europejskiego sektora będą niewątpliwie głosowanie brytyjskiego parlamentu na temat umowy Brexitowej (11 grudnia) oraz wszczęcie procedury nadmiernego deficytu wobec Włoch (najwcześniej 19 grudnia).

- **Ryzyka w 2019 roku głównie związane z polityką.** Uważamy, że największe ryzyko związane z 2019 rokiem znajduje się nadal po stronie politycznej i regulacyjnej. W Polsce w 2019 roku odbędą się wybory do Parlamentu oraz do Parlamentu co sprzyjać może pro-socjalnym obietnicom, które z kolei mogą być w części finansowane przez sektor bankowy (np. po wyborach w 2015 roku został wprowadzony podatek bankowy). Niepokojem napawa też zapowiedź prac nad ustawą o wsparciu kredytobiorców hipotecznych, której wpływ na sektor opisujemy szczegółowo w raporcie z 4 października 2018 roku. Za zagrożenie można również uznać przejęcie kontroli nad spółkami skarbu Państwa przez Premiera co jednak w rękach kompetentnego zarządcy nie powinno być problemem. Rosnące ceny energii i płac nie powinny przełożyć się na niewypłacalność spółek przemysłowych chociaż wśród zagrożonych segmentów identyfikujemy przemysł drzewny, transportowy, handlu hurtowego oraz budownictwo. W Europie to, co jest największą szansą dla poprawy sentymentu do sektora, pozostaje również jej największym zagrożeniem. Brak kompromisu w sprawie budżetu włoskiego czy Brexitu może pogрузić sentyment do sektora bankowego na dłużej. Niemniej jednak obecnie uważamy, że taki scenariusz jest mało prawdopodobny.
- **W Polsce kupuj Pekao a w CEE Erste.** Jesteśmy optymistyczni odnośnie perspektyw jak i wyceny całego sektora finansowego, co zobrazowane jest brakiem negatywnych rekomendacji dla sektora. Niemniej jednak z dużych spółek preferujemy Pekao wobec PZU, a z mniejszych Alior Bank wobec Banku Handlowego. Za granicą preferujemy Erste Bank wobec Komercyjnego Banku i OTP. Zarówno Pekao jak i Alior wyróżniają obecnie na giełdzie atrakcyjne perspektywy wyników, niska wycena ze znaczącym dyskontem do spółek porównywalnych oraz wysoka płynność akcji. Z drugiej strony uważamy, że zmiana polityki dywidendowej w Pekao może przyspieszyć podaż akcji przez PFR, co z kolei może zmusić PZU do wydatku rzędu 4 mld PLN w 2019 roku, a co za tym idzie ograniczeniem dywidendy. Za granicą widzimy duży potencjał wzrostu wyceny dla Erste Banku, mocno skorelowanego z indeksami zachodnio-europejskimi, który notuje ustawiczną poprawę wyników. Na wskaźniku 2019 P/BV Erste Bank jest notowany z 29% dyskontem do OTP chociaż przyznajemy, że część dyskonta jest uzasadniona przez znacznie wyższą rentowność węgierskiego banku.
- **Zawieszamy rekomendację na Getin Noble Bank.** Uważamy, że wyniki za 3Q'18 były solidne i zwiastowałyby trwały powrót do rentowności gdyby nie zamieszanie wywołane przez aferę korupcyjną KNF. Getin Noble Bank przyznał, że w wyniku szumu medialnego doświadczył ponadnormatywnych odpływów depozytów. Uważamy, że w obecnej sytuacji prognoza wyników jest bardzo utrudniona ze względu na niemożliwość oszacowania odpływu depozytów oraz ich wpływu na wyniki banku (na wynik odsetkowy, handlowy, kapitały). Z tego powodu zawieszamy naszą rekomendację na GNB do momentu kiedy uzyskamy większą przejrzystość odnośnie bieżącej struktury bilansu.
- **Kluczowe rekomendacje:** Bank Pekao (kupuj), Alior Bank (kupuj), Erste Bank (kupuj), Kruk (kupuj)

Chemia

- Rosnące ceny surowców energetycznych (gaz, węgiel, certyfikaty CO₂, energia), obawy o perspektywy wzrostu w Azji po nałożeniu taryf na Chiny przez USA, słabsze momentum w Motoryzacji w Europie i Chinach oraz niskie stany rzeź w Niemczech negatywnie przekładały się na wycenę spółek chemicznych w Europie w 2H'18. Obecnie indeksy MSCI Chemicals dla Europy i dla Świata są notowane lekko poniżej swoich trzyletnich średnich (na wskaźnikach P/E'18 odpowiednio 15,1x oraz 14,6x; EV/EBITDA'17 9,8x oraz 8,8x).
- Naszym zdaniem ceny surowców energetycznych w 2019 roku nie powinny już mieć tak istotnie negatywnego wpływu na wyniki spółek chemicznych (efekt wysokiej bazy 2018 roku). Wyższe będą z pewnością koszty certyfikatów CO₂, węgla energetycznego i energii elektrycznej. Z drugiej strony niższe mogą być ceny gazu ziemnego.
- Ograniczenie szkodliwej dla środowiska produkcji w Chinach zmniejsza konkurencję tanich wyrobów z Azji. Naszym zdaniem w 2019 roku eksport kluczowych produktów chemicznych z Chin nadal będzie spadał. Polityka środowiskowa w Chinach ułatwia rozładowanie nawisu podaży w nawozach oraz istotnie zmniejsza potencjał eksportowy Chin w zakresie sody.
- W zakresie nawozów warto zwrócić uwagę, że w 2019 i 2020 roku globalnie poza Chinami zostaną otwarte nowe fabryki o mocach 2,2 mln ton rocznie vs. 6,7 mln ton w 2017 roku i 4,1 mln ton w 2018 roku. Dodatkowo w trzech kolejnych latach wzrost mocy produkcyjnych będzie na niższym poziomie niż rośnie popyt, co pomoże w odbudowie marży branży nawozowej.
- W sodzie obecnie na świecie na horyzoncie nie ma żadnych istotnych (powyżej 1 mln ton) projektów inwestycyjnych. Obecnie zdaniem uczestników rynku nie ma żadnych wolnych nowych złóż, które mogłyby zostać zagospodarowane w produkcję Sody. Z drugiej strony Chiny ograniczają produkcję małych fabryk sody, których emisje uderzają w środowisko.
- Naszym zdaniem w polskim sektorze chemicznym najbardziej atrakcyjny pod względem wyceny jest Ciech (spółka obecnie notowana z 25-45% dyskontem na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA na lata 2018-2020). Spółka w 2019 roku powinna korzystać z oczekiwanych podwyżek cen sody na rynku europejskim, nowych uruchamianych inwestycji (sól oczyszczona w Niemczech) oraz konsolidacji przejętych podmiotów (Proplan).
- Końcówka roku, to naszym zdaniem dobry moment na doważenie akcji Grupy Azoty. Szczególnie zważając na odbudowę marży na rynku nawozowym oraz oczekiwaną konsolidację wyników Compo Expert w 2019 roku.
- **Kluczowe rekomendacje:** Ciech (kupuj)

Paliwa

- Po wyznaczeniu nowych średnioterminowych maksimów powyżej 80 USD/Bbl, ceny ropy w ostatnich tygodniach praktycznie skapitulowały tracąc ponad 20 USD/bbl. Słaby sentyment odzwierciedlają najniższe od 3 lat pozycje spekulacyjne netto, zarówno na Brent jak i WTI.
- Powodem tek znacznego pogorszenia nastrojów jest wolniejsze wdrażanie sankcji na Iran i klincz w stosunkach dyplomatycznych Arabia Saudyjska USA. Rynek nie wierzy, że OPEC będzie w stanie odpowiedzieć na obecny przyrost globalnych zapasów cieciami produkcji. Pierwszym testem będzie grudniowe posiedzenie kartelu. Naszym zdaniem w średnim terminie fundamenty rynku ropy pozostają jednak sprzyjające, gdyż w perspektywie kolejnych miesięcy eksport ropy irańskiej będzie spadał, a rekordowo niski poziom „spare capacity” powinien zwiększać premię za ryzyko w cenach

surowca. Odbiciu cen powinny też sprzyjać nadal niskie poziomy nakładów na nowe projekty oraz kurs EUR/USD.

- Nadal optymistycznie podchodzimy do cen gazu, który jest napędzany wzrostem CO₂ i globalnym trendem zwiększania udziału nisko emisyjnych źródeł energii. Będzie to stanowić wsparcie dla notowań PGNiG, które dodatkowo powinno zaraportować poprawę w segmencie obrotu (w 2018 roku efekt liberalizacji „skonsumowany” przez zjawisko hedgingu naturalnego).
- Utrzymujemy negatywny scenariusz dla rentowności w petrochemii i rafinerii (główne argumenty to fala uruchomień nowych mocy, osłabienie dynamik konsumpcji, presja podaży z USA zarówno na paliwach jak i polietylenie, spread Brent WTI, zawężenie przewagi nafta-etan, wysokie ceny gazu). Lokalnie dodatkowym obciążeniem może być wprowadzany od stycznia podatek środowiskowy, który Orlen i Lotos zobowiązały się wziąć „na siebie” (całkowity koszt to 2 mld PLN, a udział w detalu wynosi odpowiednio 34% i 11%, podczas gdy w hurcie 55% i 32%).
- Przyszły rok powinien też przynieść finalizację fuzji Orlenu i Lotosu, oczywiście pod warunkiem, że spotka się to z aprobatą KE, co wcale nie jest takie pewne. Naszym zdaniem aktualne notowania spółek, szczególnie Lotosu, całkowicie ignorują ryzyko komplikacji na poziomie zgód antymonopolowych. Dodatkowo z punktu widzenia akcjonariuszy Orlenu praktycznie całość potencjalnych synergii skonsumowała już wycena gdańskiego koncernu, co wynika z konstrukcji transakcji (nadal brak oficjalnego wezwania PKN).
- W naszej opinii rynek przecenia obecnie wpływ krótkoterminowych efektów na wycenę spółek z sektora, w szczególności skokowego wzrostu marż na dieslu (problemy z logistyką na Renie - wzrost stawek przewozowych 7-10x YTD do nawet 200 EUR/t) czy efektu IMO (kalkulacje obciążone dużym błędem i robione ceteris paribus).
- **Kluczowe rekomendacje:** Lotos (sprzedaj), PGNiG (kupuj), PKN Orlen (sprzedaj)

Energetyka

- Ceny energii na rynku niemieckim na fali dynamicznych wzrostów CO₂ (obecnie ~20 EUR/t) i drogiego węgla wspięły się w tym roku na wieloletnie maksima i obecnie po korekcie oscylują wokół 50 EUR/MWh. Znacząco poprawiły się marże elektrowni węglowych, co jest zasługą drogiego gazu, który pozwala na przenoszenie 1:1 kosztów uprawnień i paliwa w cenie energii.
- Podobne tendencje obserwujemy w Polsce, aczkolwiek na lokalnym rynku pojawił się jeszcze jeden czynnik a mianowicie deficyt węgla na lokalnym rynku, który przesunął merit order w stronę elektrowni zasilanej drogim węglem importowanym. W efekcie ceny wzrosły bardziej i rozszerzeniu uległ spread transgraniczny na kontrakcie rocznym PL/DE (38 PLN/MWh YTS vs średnia 2017 na poziomie 26 PLN/MWh). Znacząco poprawiły się również modelowe marże dla elektrowni węglowych, szczególnie tych nowych wysokosprawnych i zintegrowanych pionowo. Znajdzie to odzwierciedlenie w poprawie wyników segmentu wytwarzania w latach 2019-20 (rozłożenie w czasie z uwagi na specyfikę kontraktacji), podobnie jak skokowy wzrost zielonych certyfikatów.
- Dodatkową pozytywną informacją dla elektrowni polskich jest rozstrzygnięcie pierwszej aukcji mocowej z ceną znacznie powyżej oczekiwań rynkowych, która gwarantuje wysokie przychody dla sektora w perspektywie 5-10 lat (5,4 mld PLN zabezpieczone w długoterminowych umowach). Grudniowe aukcje powinny tylko potwierdzić tę korzystną perspektywę.

- Rząd przedstawił projekt polityki energetycznej do roku 2040, który zakłada mocny „skręt” w stronę OZE (60% całkowitego capex). Gorszą informacją jest utrzymanie pomysłu budowy elektrowni atomowej, ale w naszej opinii nadal ten projekt pozostaje niepewny, gdyż jest słabo uzasadniony w bilansie systemu, zarówno od strony kosztowej jak i popytowo-podażowej (agresywne założenia wzrostu popytu i sztuczne wypchnięcie 7 GW z wiatru na lądzie).
- Ostatnie deklaracje Ministerstwa Energii o rządowych rekompensatach dla gospodarstw domowych ostatecznie wyeliminowały ryzyko dużych strat na obrocie w roku 2019, co jeszcze niedawno było dyskutowane na kursach spółek, szczególnie w przypadku ENG i TPE.
- W naszej opinii ostatnie odbicie WIG Energia to nie tylko korekta po mocnych spadkach, ale zmiana trendu, którą obok wspomnianych czynników makro i regulacji powinny napędzać korzystne tendencje na poziomie FCF (capex 2019-22 niższy o 16% vs. 2015-18, a EBITDA wyższa o 20%) i bilansu (DN/EBITDA spada do 1,5x w 2020). Liczymy na powrót dyskusji na temat dywidend w przyszłym roku.
- **Kluczowe rekomendacje:** ENA (kupuj), ENG (kupuj), PGE (kupuj), TPE (kupuj)

Telekomunikacja, media, IT

- W ciągu ostatniego roku europejski sektor telekomunikacyjny zachowywał się gorzej od szerokiego rynku: w ciągu 12 miesięcy indeks MSCI Europe Telco spadł o 11,0% vs. -7,8% MSCI Europe (dopiero w ostatnich tygodniach widoczna jest lepszy performance). Powodem spadków jest presja cenowa wywołana intensywniejszą konkurencją oraz obniżaniem cen usług przez operatorów tylko mobilnych, tak by zachować konkurencyjność względem telekomów zintegrowanych. Dodatkowo na wyceny telekomów wpłynęła trwająca niepewność regulacyjna oraz niewielkie możliwości do ograniczania wydatków inwestycyjnych. Obecnie telekomunikacja europejskie są handlowane na wskaźniku EV/EBITDA Blended Forward = 5,9x vs. wskaźnik 8,6 dla szerokiego rynku.
- Po podpisaniu przez T-Mobile umowy w sprawie hurtowego dostępu do sieci FTTH Orange Polska w zakresie transmisji danych oraz przejściu 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.
- 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 telekomunikację konwergentną fixed + mobile bazując na posiadanych już aktywach.
- Trwa konsolidacja polskiego rynku kablówek. Po ogłoszeniu planów przejścia Multimediów 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. Wyliczone 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.
- Oczekiwana przez ostatnie miesiące strategia Play została ogłoszona w poł. listopada'18. Wcześniej pogłoski o wejściu Play na rynek stacjonarny lub podjęcie

agresywnej walki o odzyskanie prymu w pozyskaniach nowych klientów netto okazały się nieprawdziwe. Jednak Spółka nie zaskoczyła nas nowymi kierunkami rozwoju, strategia jest dość zachowawcza i jej wpływ na obecny kształt rynku telekomunikacyjnego oceniamy jako neutralny.

- Niedawna ultradługa aukcja częstotliwości 5G we Włoszech (4,3 mld EUR za spektrum 3,6-3,8 GHz) wzbudziła ryzyka dot. poziomu CAPEXu na pasma 5G. Nie spodziewamy się szybkiej organizacji aukcji 5G w Polsce. Pasma są obecnie rozdrobione i użytkowane do 2025 r. W przypadku pasma 700 MHz przy zmianie jego dotychczasowego przeznaczenia wymagana jest koordynacja międzynarodowa. Wskazujemy te na kondycję polskiego sektora (brak wzrostu przychodów, istotne zadłużenie) oraz niedawną aukcję 800 MHz. Sądymy, że rozdysponowanie pasma w najbliższym czasie jest nieopłacalne z punktu widzenia Skarbu Państwa. Dodatkowym problemem są dość restrykcyjne normy promieniowania radiowego w Polsce.
- 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 z 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.
- Od początku 2018 r. WIG Info wzrósł o 1,9% i był >10,0 p.p. lepszy od rynku i 4,4, p.p. lepszy od MSCI IT EU. Ze względu na wzrosty wyników spółek IT, mediana P/E 12M fwd dla przedstawicieli sektora wynosi obecnie 13,6x i jest 10% poniżej historycznej średniej z 3 lat.
- Sezon wyników za 3Q'18 uwiarygodnił dobrą kondycję sektora. Spośród sześciu spółek, które zaraportowały wyniki wszystkie oprócz ALL zanotowały wzrost zysków R/R. Poprawa wyników spółek IT powinna wspierać sentyment do sektora, stąd liczymy na wzrost indeksu WIG Info w średnim terminie, jednak ze względu na dobre zachowanie się indeksu WIG Info na tle szerokiego rynku zalecamy selektywne podejście do spółek IT. Naszymi faworytami wśród spółek o mniejsze kapitalizacji są Atende i Asseco SE.
- Przy okazji strategii rezygnujemy z wydawania zalecenia inwestycyjnego oraz prognoz dla Wasko.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Agora (kupuj), Asseco SEE (przeważaj), Atende (przeważaj), Orange Polska (kupuj), Play (kupuj)

Przemysł

- Kilkumiesięczny spadek wskaźników wyprzedzających dla przemysłu w Europie (PMI) oraz słabsze momentum w sektorze motoryzacyjnym w Europie i Chinach powodują niepewność odnośnie przyszłorocznej koniunktury na sprzedawane wyroby. Polskie spółki przemysłowe mają za sobą bardzo udany 2018 rok pod względem wolumenów sprzedaży, które jednocześnie były bardzo bliskie poziomowi dostępnych mocy produkcyjnych.
- Problemem w 2019 roku dla polskiego przemysłu może być Brexit. Wielka Brytania, to obecnie trzeci największy

rynek eksportowy Polski. Dodatkowo dla rynku Automotive kraj ten jest drugim największym rynkiem sprzedażowym w Europie. Znaczące osłabienie koniunktury w Wielkiej Brytanii może przełożyć się na zmniejszenie zapotrzebowania na polskie wyroby. Największą ekspozycję na ten kraj z polskich producentów mają Stelmet (około 30%), Amica (do 10%), Ergis (4%), Grupa Kęty (4%), Impexmetal (2%).

- Największym wyzwaniem dla spółek przemysłowych w 2019 roku są naszym zdaniem rosnące ceny energii elektrycznej oraz kolejny rok oczekiwanej inflacji płac.
- Według naszego scenariusza bazowego ceny energii elektrycznej wzrosną w taryfie B o 32% r/r, a większość z podmiotów będzie musiała zakupywać energię po wysokich cenach z 2H'19 (wyjątkiem Alumetal, który kupił energię w 1H'18 oraz Pfeiderer, który co kwartał kupuje energię na 12 miesięcy do przodu). Wyższe ceny energii są dużym zaskoczeniem dla spółek, gdyż w ostatnich kilku latach ceny w taryfie B były stabilne. Wzrosty energii w 2019 roku naszym zdaniem w wynikach najbardziej odczują Cognor (wpływ na EBITDA'18 -20,6%), PKP Cargo (wpływ na EBITDA'18 -13,4%), Ergis (wpływ na EBITDA'18 -12,8%), Pfeiderer (wpływ na EBITDA'18 -10,6%), Mangata (wpływ na EBITDA'18 -8,6%), Forte (wpływ na EBITDA'18 -7,7%), Impexmetal (wpływ na EBITDA'18 -6,9%), Tarczyński (wpływ na EBITDA'18 -5,8%) oraz Stelmet (wpływ na EBITDA'18 -5,3%).
- W przypadku kosztów pracy oczekujemy średnio 5% podwyżki płac w sektorze przedsiębiorstw. Sytuację na rynku pracy w 2019 roku może pogorszyć otwarcie możliwości zatrudnienia dla obywateli Ukrainy w Niemczech, którzy dostali taką możliwość w końcu 2018 roku. Wyjazd Ukraińców do Europy Zachodniej będzie naszym zdaniem pogłębiał deficyt pracowników na rynku i w negatywnym scenariuszu może się przekładać na zwiększenie dynamiki wzrostu płac. W scenariuszu 5% wzrostu kosztów pracy w 2019 roku najbardziej odczują Stelmet (wpływ na EBITDA'18 -8,6%), PKP Cargo (-8,6%), TIM (wpływ na EBITDA'18 -8,3%), Apator (wpływ na EBITDA'18 -8,3%), Ergis (wpływ na EBITDA'18 -8,0%), Amica (wpływ na EBITDA'18 -7,9%), Mangata (wpływ na EBITDA'18 -7,0%), Forte (wpływ na EBITDA'18 -6,9%) i Tarczyński (wpływ na EBITDA'18 -5,3%).
- Negatywnym czynnikiem obserwowanym w polskich przemysłowych jest wyraźny spadek konkurencyjności rodzimych producentów względem konkurentów z Unii Europejskiej. Dynamika wzrostu płac trzeci rok z rzędu będzie wyższa niż w krajach „starej UE”, a dodatkowo w 2019 roku wszystko wskazuje, że inne kraje będą miały koszt energii elektrycznej nawet 10% tańszy niż w Polsce. Spadek konkurencyjności powoduje, że część z podmiotów zaczyna zastanawiać się czy będzie w stanie równie jak w poprzednich latach rywalizować na rynkach eksportowych z tamtejszą konkurencją. Z kolei przemysł energochłonny, który dotychczas zmagał się z importem z Rosji, Chin czy Białorusi będzie musiał również obserwować napływ towarów z UE (tam niższe ceny energii). Skrajnym ryzykiem uderzającym w eksporterów mogłyby być zmiany w wynagradzaniu pracowników delegowanych do pracy za granicą. Wynikające z tego powodu wyższe stawki transportowe do krajów UE naszym zdaniem mocno uderzyłyby w rentowność polskich eksporterów.
- W 2018 roku wiele ze spółek przemysłowych zdecydowało się na odłożenie planów inwestycyjnych ze względu na rosnące koszty budowy (Impexmetal i Boryszew), niepewność co do przyszłej koniunktury (Mangata), czy problemy w znalezieniu nowych wykwalifikowanych pracowników (Forte).
- Indeks cenowy polskich spółek przemysłowych praktycznie cały 2018 roku był pod presją, co głównie

naszym zdaniem wynikało z odpływów środków z funduszy inwestycyjnych. Przeprowadzane na rynku wezwania nie były w stanie zrekompensować negatywny wpływ odpływu środków.

- Naszym zdaniem bieżąca wycena obserwowanych średnich i większych spółek przemysłowych nie jest obecnie bardzo atrakcyjna (mediana na wskaźnikach P/E'19 10,6x oraz EV/EBITDA'19 6,7x). Niska kapitalizacja spółek giełdowych może się utrzymywać w otoczeniu braku napływu nowych środków do funduszy oraz braku pozytywnych zaskoczeń i spadających r/r wynikach.
- Sytuacja płynnościowa nie wydaje się być obecnie dużym zagrożeniem dla firm przemysłowych. Na rynku pozostaje kilka spółek, które ze względu na wysokie zadłużenie w relacji do EBITDA może budzić niepokój inwestorów (Ergis, Forte). W przypadku pogorszenia wskaźników płynnościowych w branży budowlanej część z emitentów może odnotować wzrost przeterminowanych należności i kapitału obrotowego (Cognor, Grupa Kęty, Mangata, Pozbud, czy TIM).
- Z większych spółek przemysłowych najbardziej atrakcyjne naszym zdaniem są obecnie Amica, Famur i Kernel. Z mniejszych spółek pozytywnie podchodzimy do inwestycji w akcje Pozbud.
- Unikilibyśmy akcji Apator, Grupa Kęty, Ergis oraz Tarczyński.
- Przy okazji Strategii rezygnujemy z wydawania zalecenia inwestycyjnego oraz prognoz dla Grupy Elemental.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** AC (przeważaj), Amica (przeważaj), Apator (niedoważaj), Grupa Kęty (redukuj), Ergis (niedoważaj), Famur (kupuj), Kernel (kupuj), Pozbud (przeważaj), Tarczyński (niedoważaj), TIM (przeważaj)

Wydobywanie

- Według agencji CRU globalna produkcja miedzi w 2019 roku wzrosła zaledwie o 1,2% r/r wobec około 1,8% r/r w bieżącym roku. Według analityków CRU w ubiegłym roku nie pojawiły się żadne nowe kopalnie o wydobywaniu powyżej 100 tys. ton, a jedynym projektem, który ma pojawić się w 2019 roku jest ekspansja kopalni Toquepala (Peru). Według naszego scenariusza bazowego nadwyżka na rynku miedzi w 2019 roku wyniesie 0,1 mln ton vs. 0,4 mln ton w 2018 roku. W 2020 roku według naszych prognoz deficyt na rynku może wynieść 0,1 mln ton. Poziom ten jest jednak daleki, od tego jaki obserwowaliśmy w latach 2013-2014 (deficyt 0,4-0,6 mln ton), kiedy ceny miedzi były w wyraźnym trendzie wzrostowym.
- Problemem w światowym wydobywaniu miedzi są spadające zawartości metalu w urobku przy braku znaczących nowych projektów wydobywczych. W ciągu ostatnich 10 lat miało miejsce 9 znaczących odkryć nowych złóż miedzi na poziomie 319 mld lb, podczas gdy w latach 1990-1999 na świecie odkryto 106 nowych złóż o zasobach 1100 mld lb. Warto zwrócić uwagę, że koszty eksploracji nowych złóż w tym samym czasie wzrosły siedmiokrotnie (licząc na funt odkrytego złoża miedzi).
- Szansą dla cen miedzi w 2019 roku jest pakiet stymulujący w Chinach (program one-belt przełoży się na dodatkowy popyt 1,6 mln ton miedzi) oraz wyraźne rosnący strumień udzielanych kredytów w celu stymulowania gospodarki (YTD +12% r/r). Jeżeli tempo importu netto miedzi do Chin nie spowolni w 2019 roku, to istnieje szansa, że popyt globalny na metal może rosnąć 2% r/r. Zagrożeniem dla takiego scenariusza mogłoby być spowolnienie w Chinach spowodowane negatywnym wpływem wojny handlowej. Szczególnie mogłoby to mieć miejsce, jeśli władzom nie uda się w

porę zrekompensować malejących obrotów handlowych inwestycjami infrastrukturalnymi.

- Rok 2018 kończy się niskimi stanami monitorowanych zapasów miedzi (obecnie najniższe od połowy 2016 roku) oraz niskim poziomem pozycji spekulacyjnych (10-15 tys. sztuk). Dodatkowo waluty rynków wschodzących wydają się być stosunkowo wyraźnie wyprzedane, co również ciąży nad notowaniami metali przemysłowych.
- Obecnie niepokojąco wygląda wskaźnik PMI dla przemysłu stalowego w Chinach pokazujący koniunkturę w zakresie nowych zamówień (poniżej 50 pkt w ostatnich miesiącach). Momentum na rynku stali wyraźnie słabnie ze spadającymi od kilku tygodni cenami stali oraz marżami realizowanymi przez producentów wielkopiecowych. W okresie zimowym sezonowo zapasy stali w Chinach odbijają, a w bieżącym roku uczestnicy rynku oczekują mniejszych ograniczeń środowiskowych niż w 2018 roku.
- Producenci wielkopiecowi zaczynają szukać oszczędności i wywierać presję na dostawców węgla koksowego i rudy żelaza. Po nieoczekiwanych szokach podaźowych w zakresie wydobycia węgla koksowego z 2H'18 przy powrocie wolumenów do normalności widzimy więcej punktów ryzyka, że ceny będą się korygować.
- Zapasy węgla energetycznego w Polsce pozostają na niskim historycznie poziomie (jedynie 2 mln ton przed sezonem grzewczym). Lokalne kopalnie po wstrzymaniu wydatków górniczych w latach 2015-2017 mają problemy z zapewnieniem odpowiedniego wydobycia by zaspokoić lokalny popyt. Aby sprostać krajowemu zapotrzebowaniu kupujący zmuszeni są nabywać surowiec z importu. Takie otoczenie sprzyja blisko dwucyfrowemu wzrostowi cen węgla energetycznego na rynku krajowym.
- Głównym wyzwaniem dla spółek wydobywczych w 2019 roku są dynamicznie rosnące koszty wydobycia. W przypadku Grupy KGHM oczekujemy wzrostu kosztów zakupu energii elektrycznej o 350 mln PLN oraz kosztów płac o 350 mln PLN. W 1Q'19 KGHM będzie musiał podpisać nowe porozumienie z pracownikami Sierra Gorda, jako że stary kontrakt wygasa z końcem pierwszego kwartału. W JSW oczekujemy inflacji kosztowej na poziomie 471 mln PLN z czego największy wpływ na to będą miały energia elektryczna (+172 mln PLN), koszty usług obcych (+62 mln PLN; wzrost stawek dzierżawnych, kosztów transportu) oraz koszty pracy (+200 mln PLN; oczekujemy 5% inflacji płac i utrzymania nagrody w wysokości 200 mln PLN po udanym roku).
- **Kluczowe rekomendacje:** KGHM (trzymaj), JSW (redukuj)

Deweloperzy

- W związku ze zmianą analityka odpowiedzialnego za sektor deweloperów, zawieszamy tymczasowo rekomendacje na ECH, LCC, CPG oraz pozycjonowanie na ARH, BBI, I2D, JWC, LKD, NVA, PND, RON. Będą one sukcesywnie aktualizowane w kolejnych miesiącach.
- Po 8 latach wzrostów na rynku deweloperskim, rok 2018 upłynął pod znakiem stabilizacji sprzedaży. Przy wolumenie sprzedaży o 10% niższym r/r w okresie M9'18 w 6 największych miastach, rynek nie pobije zeszłorocznych rekordów. Spadek ten jest jeszcze większy wśród deweloperów giełdowych (ok. -12% r/r) i jest związany głównie z ograniczeniem podaży nowych lokali. Efektywność sprzedaży (mierzona wolumenem do oferty) całego rynku pozostawała stabilna w ciągu roku, jednak w przypadku części spółek giełdowych (Atal, Robyg, Budimex Nieruchomości) zaobserwowaliśmy spadek. W odróżnieniu od typowego cyklu koniunkturalnego, gdzie słabnący popyt schładza podaż, ograniczenie oferty w mijającym roku połączone z silnym popytem, wspierało

dalszy wzrost cen. Sądzymy, że wysokie dynamiki wzrostu cen mieszkań w ofercie mogą przekładać się na utrzymanie trendu wzrostowego cen transakcyjnych także w 2019. Kwestią otwartą, z drugiej strony, pozostaje przestrzeń akceptowalna przez kupujących do dalszych podwyżek cen.

- Niższa sprzedaż wśród deweloperów giełdowych (o 12% w 9M'18) przełoży się na niższy wolumen przekazania w roku 2019. Spadek ten powinien – przynajmniej wśród liderów rynku – kompensować wzrosty cen lokali mieszkalnych i tym samym utrzymać wysokie zyski w segmencie deweloperskim.
- Pewnym ryzykiem mogą pozostawać koszty budowy, które jak jednak sugerują giełdowi deweloperzy w ostatnim kwartale ustabilizowały się. W świetle rosnących cen mieszkań nie spodziewamy się istotnej erozji marż w 2019. Wśród deweloperów giełdowych marża za 9M18 była na poziomie z 2016 r., jednocześnie o niecałe 3 p.p. niższa niż w najlepszym roku 2017. Lepiej zachowują się obecnie marże wśród liderów rynku i spółek wzrostowych (1AT, DOM, LKD). Uważamy, że te spółki również lepiej będą sobie radziły w nadchodzącym 2019 r. DOM i 1AT lepiej oceniamy również w świetle ryzyk związanych z likwidacją otwartych rachunków powierniczych nieposiadających dodatkowego zabezpieczenia, jako że są to spółki dobre jakościowo, z silnym bilansem oraz dobrym dostępem do kapitału.
- Preferowane przez nas spółki: 1AT i DOM, są notowane średnio przy mnożniku P/E'18-20 6,7x i 7,1x odpowiednio, oferując Dyield'19-20 ok. 13,5% i 12,8%. Jednocześnie zwracamy uwagę, że Atal jest obecnie notowany z ok. 20% dyskontem do 2-letniej mediany na P/E, a w przypadku DOM ok. 30% dyskontem do 4-letniej mediany P/E.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Dom (kupuj), Atal (kupuj)

Budownictwo

- W związku ze zmianą analityka odpowiedzialnego za sektor budownictwa zawieszamy tymczasowo rekomendacje na BDX, ELB, ERB, UNI oraz pozycjonowanie na ELT, HRS, TOR, TRK, ULM, ZUE. Będą one sukcesywnie aktualizowane w kolejnych miesiącach.
- W roku 2018 indeks WIG-Budownictwo zachowywał się zdecydowanie gorzej niż WIG i WIG-Nieruchomości. Obecna wycena P/E=10,2x jest porównywalna do poziomów widzianych ostatnio przed dołkiem poprzedniego cyklu koniunkturalnego w połowie 2011 r. Wśród spółek budowlanych najbardziej przecenione zostały ELB, ELT, UNI, TOR i TRK. Jedynie ULM pozostała odporna na negatywne czynniki w sektorze (wzrost kosztów materiałów budowlanych i podwykonawców).
- Produkcja budowlano-montażowa wzrosła w ciągu M10'2018 o 17,9% r/r wobec +12,9% w analogicznym okresie ubiegłego roku. Jednak aktywność zamawiającego na rynku infrastruktury drogowej spadła w br. W przypadku infrastruktury kolejowej aktywność publicznego zamawiającego jest lepsza, jednak tu barierą jest niedopasowanie poziomu budżetów do kosztów, prowadzące do unieważniania części przetargów. Backlog'i spółek giełdowych na koniec 3Q18 wykazały wzrost w przypadku Budimexu (+19% r/r) i Erbudu (+16% r/r) oraz spadek dla Elektrobudowy (-19% r/r) i Torpolu (-38% r/r).
- Ceny za usługi budowlane nie nadążały za wzrostem kosztów, co przełożyło się na znaczący spadek marży, zawiązanie rezerw na kontraktach długoterminowych (ERB, ELB) i rewizję prognoz. Przy średnim wzroście cen materiałów budowlanych (asfalt, beton, stal zbrojna, olej napędowy) w 3Q18 o 18% r/r oraz wynagrodzeń w sektorze budowlanym o 8,8% r/r w 9M18, ceny produkcji

budowlano-montażowej były zaledwie o 3,2% wyższe r/r w 3Q18. Długi okres upływający między złożeniem oferty a podpisaniem umowy w kontraktach drogowych nie sprzyja poprawie marży.

- W ciągu 9M18 zysk EBITDA wśród spółek budowlanych (znorm. o one-offy w BDx) obniżył się o 40% r/r, przy wzroście przychodów o 24%.
- Negatywną tendencją wśród reprezentantów sektora jest ponadto (1) spadek pozycji gotówkowej i (2) pogorszenie struktury bilansu (wzrost zadłużenia i aktywów z tytułu wyceny kontraktów, szczególnie w spółkach budownictwa kolejowego).
- Sądzymy, że otoczenie rynkowe w dalszym ciągu będzie pozostawało niekorzystne w 2019 ze względu na (1) presję po stronie wynagrodzeń i (2) wysokie ceny materiałów budowlanych i tym samym utrzyma negatywny sentyment do sektora budowlanego. Na portfelach spółek specjalizujących się w segmencie infrastrukturalnym w dalszym ciągu ciężą kontrakty zawierane przy niższych cenach materiałów i wynagrodzeń z 2016-17 z ryzykiem niedoszacowanych kosztów. W krajowym otoczeniu prawno-ekonomicznym niepewna pozostaje także możliwość dokonania rewaloryzacji takich kontraktów. Utrzymująca się presja kosztowa może dalej negatywnie wpływać na marżę w 2019, a najbardziej ucierpią spółki z wolno rotującym portfelem zamówień.

Handel

- W 2019 roku ograniczenie handlu w niedzielę będzie obejmowało trzy niedziele w miesiącu. Naszym zdaniem, zmiana ta nie powinna istotnie wpłynąć na wyniki spółek handlowych, ponieważ większość konsumentów dostosowała swoje zwyczaje zakupowe w 2018 roku. Beneficjentem rozszerzenia zakresu ograniczenia handlu będzie segment e-commerce. Biorąc pod uwagę dynamiczny rozwój tego kanału dystrybucji w spółkach odzieżowo-obuwniczych, uważamy że ograniczenie handlu powinno mieć niższy wpływ w tym sektorze vs. sektor handlu spożywczego.
- Umocnienie USDPLN w X'18 oraz potencjalne utrzymanie się obecnego kursu do końca roku przełoży się na wyższe koszty zakupu kolekcji wiosna-lato'19 r/r przez spółki odzieżowo-obuwnicze, co nie będzie sprzyjać osiągniętej marży brutto na sprzedaży w okresie 2Q-3Q'19. Biorąc pod uwagę sytuację w poszczególnych spółkach efekt ten powinien zostać istotnie ograniczony w (1) LPP (oczekiwany lepszy sales-mix oraz poprawa warunków zakupowych), (2) CCC (poprawa sales-mix oraz niska ekspozycja na zakupy w USD (30%)) oraz (3) Vistula Retail Group (znacznie wyższy efekt synergii związanych z ujednoliceniem polityki cenowej). Umocnienie USDPLN powinno mieć negatywny wpływ na MON (90% zakupów denominowanych w USD oraz oczekiwany brak poprawy efektywności sprzedaży).
- Segment odzieżowo-obuwniczy w 2019 roku będzie zmagał się z rosnącymi kosztami wynagrodzeń (podobnie jak w 2018 roku) oraz wzrostem cen energii (nowy czynnik). Naszym zdaniem negatywny efekt presji kosztowej powinien zostać zniwelowany przez poprawę sprzedaży porównywalnej w spółkach o silnej pozycji rynkowej. W 2019 roku preferowalibyśmy LPP, CCC oraz VRG.

- W sektorze handlu spożywczego w 9M'18 wszystkie analizowane spółki poprawiły marżę brutto na sprzedaży, co wskazuje na poprawę warunków zakupowych oraz stopniowe podwyższanie cen. Naszym zdaniem trend ten zostanie utrzymany w 2019 roku, a podwyżki cen mogą przyspieszyć ze względu na wyższą presję kosztową niż w 2018 roku (wzrost cen energii, która stanowi istotną pozycję kosztową dla spółek z sektora). Dalsza poprawa rentowności sprzedaży oraz oczekiwany wzrost Ifl skłania nas do przeważania sektora. W 2019 roku preferowalibyśmy Dino Polska (kontynuacja dynamicznego wzrostu) oraz Jeronimo Martins (odbicie Ifl w sieci Biedronka oraz istotne ograniczenie straty EBITDA sieci ARA). Obniżyliśmy rekomendację dla Eurocash do trzymaj ze względu na trwający kosztochłonny proces integracji oraz niepewność w związku z ewolucją wyniku w segmencie detalicznym.
- AmRest w 2019 roku będzie kontynuował integrację i usprawnianie przejętych biznesów, czego negatywny efekt na osiąganą EBITDA powinien być niższy niż w 2018 roku. Jednocześnie przejęcie Sushi Shop powinno istotnie wspierać poprawę wyników r/r w 2019 roku. Biorąc pod uwagę atrakcyjne perspektywy wzrostu spółki średnim terminie oraz powrót do dwucyfrowej dynamiki poprawy EBITDA r/r od 4Q'19, uważamy AmRest jako jedną z ciekawszych opcji inwestycyjnych na 2019 rok.
- Przy okazji Strategii rezygnujemy z wydawania zalecenia inwestycyjnego oraz prognoz dla TXM.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** AmRest (kupuj), CCC (kupuj), Dino (akumuluj), Jeronimo Martins (kupuj), LPP (kupuj), VRG (przeważaj)

Zmiany w liście spółek pokrywanych

W wyniku przeglądu pokrywanych spółek, zaprzestajemy publikacji zaleceń inwestycyjnych oraz prognoz finansowych dla spółek:

- Archicom
- BBI Development
- Budimex
- Capital Park
- Echo Investment
- Elektrobudowa
- Elektrotim
- Elemental
- Erbud
- Getin Noble Bank
- Herkules
- i2 Development
- JWC
- LC Corp
- Lokum Deweloper
- PA Nova
- Polnord
- Polwax
- Ronson
- Torpol
- Trakcja
- TXM
- Ulma
- Unibep
- Wasko
- ZUE

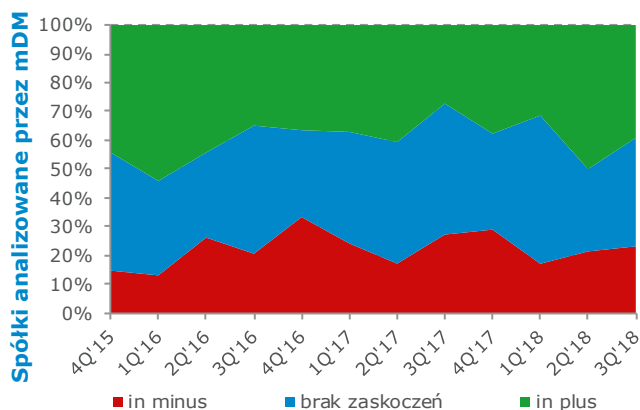
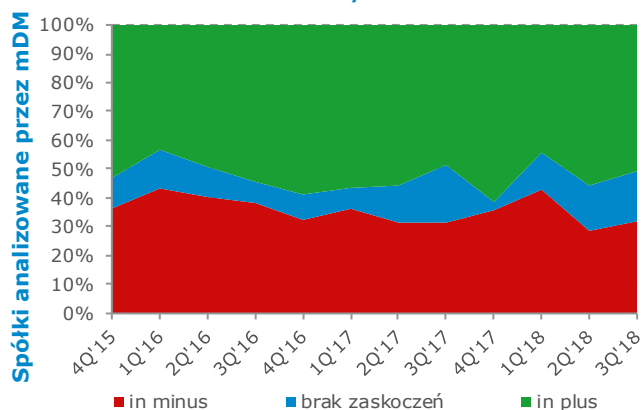
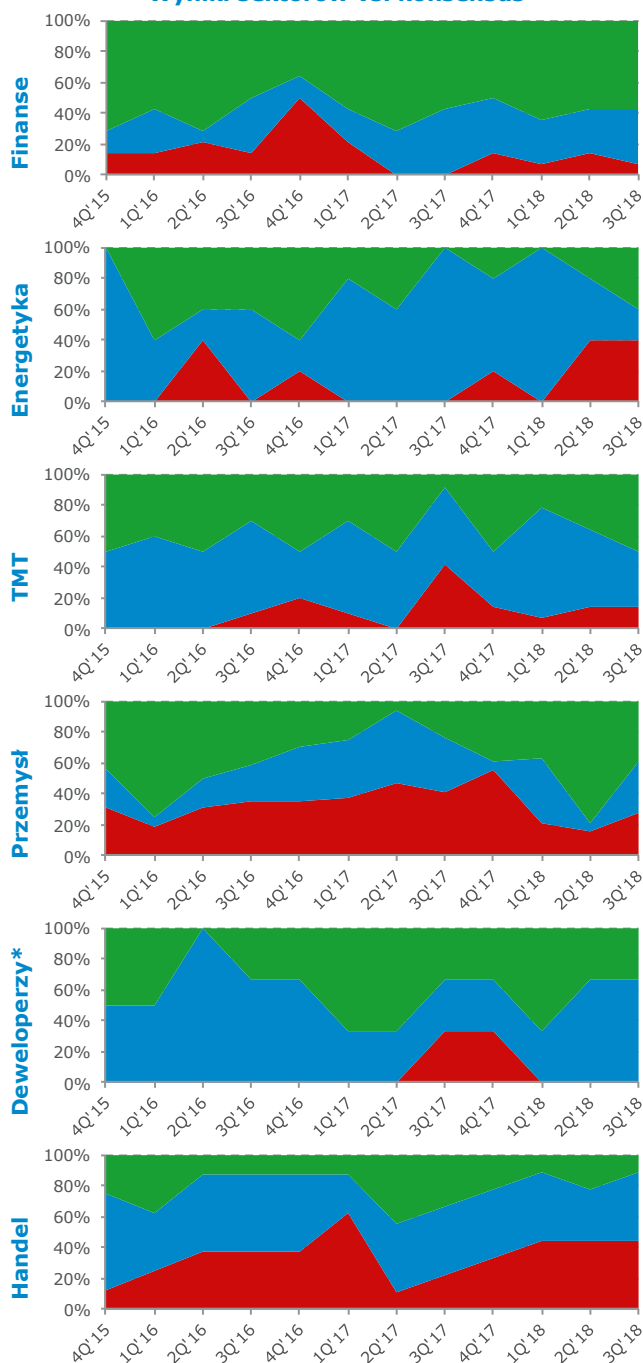
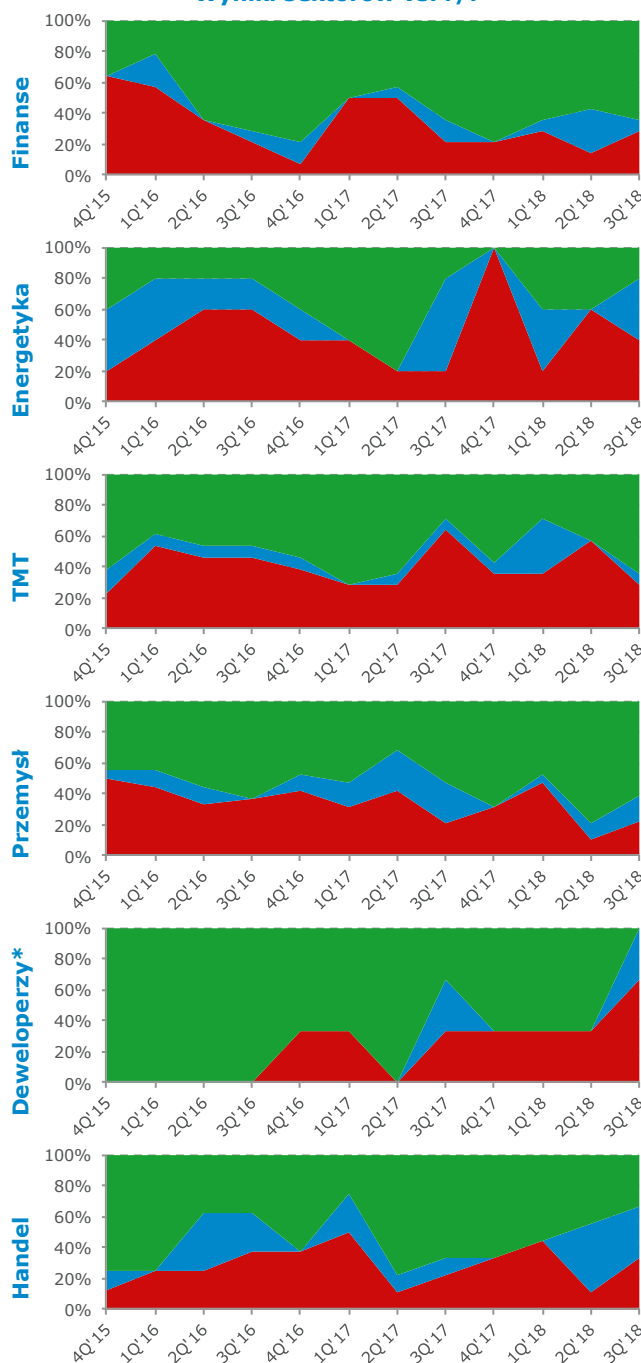
Zaskoczenia na wynikach spółek w poszczególnych kwartałach (vs. konsensus oraz vs. r/r)

vs.	2016					2017				2018				+/=
konsensus	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	
Finanse														
Alior Bank	+	+	+	+	+	-	+	+	+	=	+	=		92%
GNB	-	-	-	-	-	-	+	+	-	-	-	+		25%
Handlowy	+	=	+	-	=	-	+	+	=	+	+	-		75%
ING BSK	+	+	+	+	-	+	=	=	=	=	-	=		83%
Millennium	+	+	+	+	+	+	=	+	=	+	+	=		100%
Pekao	+	+	+	+	+	+	=	+	=	+	=	=		100%
PKO BP	+	+	+	+	-	+	+	+	=	+	=	=		92%
Santander BP	+	+	+	=	+	=	+	=	=	=	+	=		100%
Komercni	-	+	+	+	=	+	+	+	+	+	+	+		92%
Erste Bank	+	+	=	=	-	=	+	=	+	+	+	+		92%
OTP Bank	+	=	+	+	-	+	+	+	+	+	+	+		92%
PZU	=	-	-	=	+	+	+	+	=	+	+	+		83%
Kruk	+	=	-	+	-	+	+	=	-	+	+	+		75%
Skarbiec	=	=	+	+	-	=	+	+	+	+	+	+		92%
Chemia														
Ciech	-	=	+	=	+	=	=	=	+	=	+	=		92%
Grupa Azoty	+	-	-	=	-	+	-	=	-	=	-	-		42%
Paliwa														
Lotos	+	+	=	+	=	+	+	+	=	-	+	=		92%
MOL	=	=	=	=	-	+	+	-	=	=	=	+		83%
PGNiG	=	+	-	-	+	+	-	-	=	-	-	+		50%
PKN Orlen	=	=	-	=	+	=	=	-	=	=	-	=		75%
Energetyka														
CEZ	=	+	-	=	+	=	=	=	+	=	-	+		83%
Enea	=	+	+	+	+	=	+	=	=	=	-	=		92%
Energia	=	+	-	=	=	=	=	=	-	=	=	=		75%
PGE	=	=	=	+	-	=	=	=	=	=	=	-		83%
Tauron	=	=	+	=	+	+	+	=	=	=	+	+		100%
TMT														
Netia	+	=	+	=	+	=	=	+	+	=	=	=		100%
Orange PL	=	=	=	=	=	=	+	=	=	=	+	+		100%
Play	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	=	=	=	+	=		100%
Agora	=	+	=	=	+	=	+	=	+	=	+	+		100%
Cyfrowy	+	=	=	+	=	+	=	=	+	=	=	=		100%
Wirtualna	=	+	=	-	-	+	=	=	=	=	=	=		83%
Aiellon	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	-	+	=	=	-		60%
Asseco BS	=	+	+	+	=	=	=	=	+	=	=	+		100%
Asseco PL	+	=	+	+	-	=	=	-	-	+	+	+		75%
Asseco SEE	=	=	=	=	+	=	+	-	=	=	=	+		92%
Atende	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	+	=	-	+		75%
Comarch	+	=	+	+	+	=	+	-	+	+	+	+		75%
Wasko	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	+	-	-	=		50%
CD Projekt	+	+	+	+	+	+	+	-	+	=	=	=		83%
Przemysł														
Alumet	=	+	+	-	=	-	=	+	=	=	+	=		83%
Amica	+	+	=	=	=	=	=	=	-	+	+	+		75%
Apator	-	-	+	-	=	=	=	=	=	=	+	=		58%
Boryszew	-	+	+	+	-	+	-	+	=	-	-	=		50%
Cognor	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	+	+	=		100%
Erqis	=	-	-	+	+	+	+	=	=	-	-	-		42%
Famur	=	+	+	+	+	bd	=	=	+	+	+	+		91%
Forte	+	+	+	+	=	=	=	=	=	-	+	+		75%
Grupa Kęty	+	+	+	=	=	=	=	=	-	=	+	=		92%
Impexmetal	+	+	+	+	=	-	-	+	-	+	+	+		67%
JSW	-	+	=	-	=	+	+	-	-	=	+	=		58%
Kernel	+	+	-	+	-	-	-	=	+	=	-	+		50%
KGHM	-	+	-	+	+	+	=	=	+	=	+	=		75%
Kruszwica	-	-	-	+	+	+	=	=	=	+	+	+		50%
Manqata	=	+	+	-	+	=	-	-	=	+	+	+		67%
Pfleiderer	+	=	=	+	=	-	=	=	=	+	+	+		58%
Pozbud	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	+	=	+	-		75%
Stelmet	bd	bd	bd	-	=	=	=	-	+	+	+	=		50%
Tarczyński	+	+	-	-	+	=	=	+	+	+	+	=		83%
Deweloperzy														
Atal	bd	bd	bd	+	=	+	+	-	-	=	+	=		78%
Dom Dev.	=	+	=	=	=	=	+	+	=	+	+	+		100%
GTC	+	=	=	=	+	+	=	=	+	+	=	=		100%
Handel														
AmRest	=	=	=	=	+	-	+	+	+	-	-	=		75%
Bytom	+	=	=	=	-	+	=	+	-	=	-	-		67%
CCC	+	+	+	+	=	-	+	-	=	-	-	-		50%
Dino	bd	bd	bd	bd	bd	bd	+	+	+	+	=	=		100%
Eurocash	=	-	-	-	-	-	=	-	-	=	=	-		33%
Jeronimo	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=		100%
LPP	-	-	=	=	=	=	=	+	=	-	+	+		75%
Monnari	=	+	-	-	-	-	+	=	=	=	+	-		58%
VRG	=	+	-	-	=	=	=	=	=	=	=	=		50%

* [+/=] – udział kwartałów w ostatnich 3 latach, w których spółka zaraportowała wyniki zgodne lub powyżej oczekiwań rynkowych oraz w porównaniu r/r

** – kolumna ta pokazuje porównanie naszych oczekiwań wyników kwartału w porównaniu do wyników osiągniętych przez poszczególne spółki rok wcześniej

vs.	2016	2017	2018	**	+/=						
r/r	4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	3Q						
Finanse											
Alior Bank	-	-	-	=	+	-	+	+	-	-	50%
GNB	-	-	-	-	+	-	+	-	+	+	33%
Handlowy	-	-	+	+	+	-	+	+	+	+	58%
ING BSK	-	=	+	+	+	+	-	+	+	=	83%
Millennium	-	=	+	+	+	+	-	+	+	+	83%
Pekao	-	-	+	-	+	-	-	=	+	+	58%
PKO BP	-	=	+	-	+	-	=	+	+	+	75%
Santander BP	-	-	+	+	+	-	-	+	+	-	58%
Komercni	-	-	+	+	+	+	-	+	+	+	58%
Erste Bank	+	+	+	+	+	-	-	+	+	+	75%
OTP Bank	+	+	+	+	+	=	+	+	+	+	100%
PZU	+	+	-	+	+	+	+	+	+	+	75%
Kruk	+	+	-	+	+	+	+	+	=	+	75%
Skarbiec	+	-	-	+	+	+	-	+	-	-	50%
Chemia											
Ciech	+	+	+	+	+	+	-	-	+	-	67%
Grupa Azoty	+	+	+	-	-	-	+	+	+	-	42%
Paliwa											
Lotos	+	+	-	+	+	+	+	-	-	+	75%
MOL	=	-	-	-	-	+	+	-	+	+	42%
PGNiG	-	-	-	-	+	=	=	=	-	+	58%
PKN Orlen	+	=	-	-	+	+	+	+	-	-	50%
Energetyka											
CEZ	-	=	-	-	-	-	-	-	-	+	17%
Enea	+	+	+	+	+	+	+	=	-	=	83%
Energia	=	=	=	=	=	-	+	+	-	+	75%
PGE	+	-	-	-	-	+	+	=	-	+	58%
Tauron	=	-	-	-	+	+	+	=	-	-	50%
TMT											
Netia	-	-	=	-	-	-	-	-	-	-	25%
Orange PL	-	-	-	-	-	-	=	-	+	=	33%
Play	bd	bd	bd	bd	bd	+	+	+	=	-	57%
Agora	=	=	-	-	+	+	+	=	+	-	58%
Cyfrowy	+	-	-	+	+	+	+	+	=	-	58%
Wirtualna	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
Aiellon	-	+	-	+	+	+	+	+	=	+	67%
Asseco BS	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
Asseco PL	+	-	+	-	-	-	-	-	+	+	42%
Asseco SEE	+	+	+	+	=	+	+	+	+	+	100%
Atende	=	-	+	-	-	+	-	-	+	+	42%
Comarch	+	-	+	+	+	-	-	-	=	+	58%
Wasko	+	-	-	-	+	+	-	+	-	+	42%
CD Projekt	+	+	-	+	+	+	-	-	-	-	50%
Przemysł											
Alumet	+	+	+	-	-	-	-	+	+	+	58%
Amica	+	+	+	+	=	-	=	-	-	+	67%
Apator	-	-	+	-	+	+	-	+	-	=	50%
Boryszew	-	+	+	+	+	+	+	+	+	-	58%
Cognor	-	-	+	+	+	+	=	+	+	+	83%
Erqis	-	-	-	+	+	+	+	=	-	+	50%
Famur	-	=	+	+	+	+	=	+	+	+	92%
Forte	+	+	+	+	+	-	-	-	+	+	50%
Grupa Kęty	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
Impexmetal	+	+	+	+	+	+	+	=	+	-	92%
JSW	-	-	-	-	+	+	+	+	+	=	58%
Kernel	+	-	-	+	-	-	-	-	+	+	33%
KGHM	-	-	-	+	+	+	+	+	-	+	50%
Kruszwica	-	-	-	=	+	+	=	+	+	+	75%
Manąta	+	+	+	+	+	=	-	=	+	+	83%
Pfleiderer	+	+	+	+	+	+	-	+	+	+	83%
Pozbud	-	=	-	-	-	-	=	+	-	+	42%
Stelmet	bd	bd	bd	bd	bd	-	+	+	+	-	50%
Tarczyński	=	-	-	-	+	+	+	+	+	+	67%
Deweloperzy											
Atal	bd	+	+	+	+	-	+	+	+	=	91%
Dom Dev.	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	83%
GTC	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	58%
Handel											
AmRest	+	+	+	+	+	+	=	+	+	+	92%
Bytom	+	+	+	+	+	+	+	=	+	-	75%
CCC	+	+	+	+	=	+	+	+	+	-	58%
Dino	bd	bd	bd	bd	bd	bd	+	+	+	+	100%
Eurocash	+	+	+	=	-	-	-	-	+	=	58%
Jeronimo	+	+	+	=	+	+	+	+	+	=	100%
LPP	=	-	-	-	-	+	+	+	+	-	58%
Monnari	+	+	-	-	-	-	-	-	+	-	33%
VRG	-	+	-	=	+	+	+	+	+	=	83%

Zaskoczenia na wynikach wszystkich spółek analizowanych przez mDM oraz wybranych sektorów
vs. konsensus

vs. r/r

Wyniki sektorów vs. konsensus

Wyniki sektorów vs. r/r


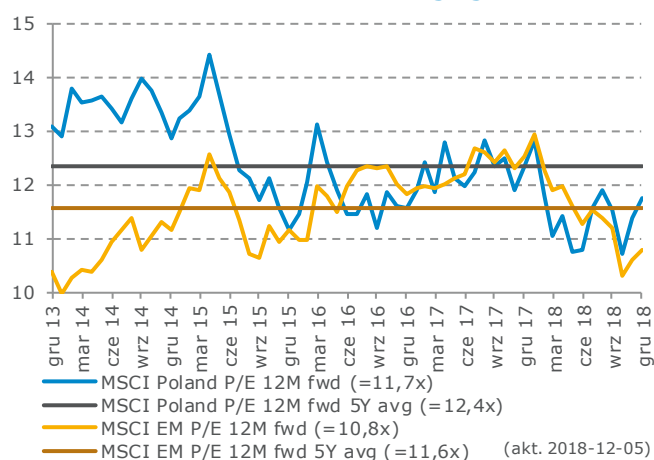
Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, Dom Maklerski mBanku; Dane za 3Q'18 uwzględniają spółki, które zaraportowały wyniki; *uwzględniając 1AT, DOM, GTC

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

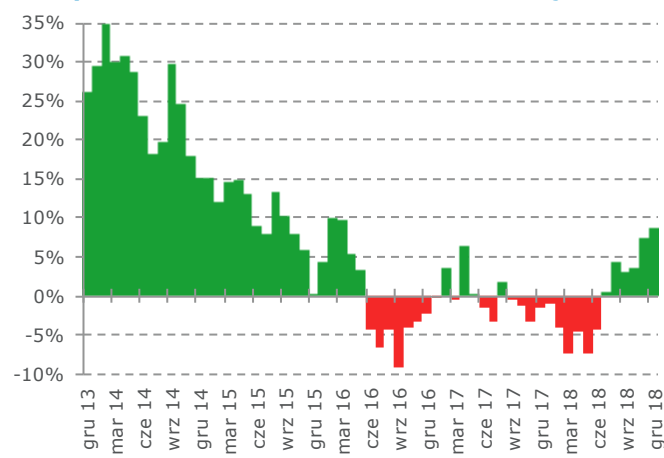
lis 17=0	WIG30		Finanse		Paliwa		Energetyka		Handel		TMT		Chemia		Surowce	
	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM
gru 17	-1%	+2%	+1%	+0%	-0%	+0%	-3%	-0%	-2%	+14%	-0%	+8%	-10%	-8%	-5%	+12%
sty 18	-1%	+12%	+1%	-1%	+0%	+2%	-4%	-5%	-0%	+5%	-1%	+63%	-19%	-18%	-3%	+182%
lut 18	+0%	+10%	+0%	-1%	+0%	+4%	-2%	-10%	-2%	-0%	-0%	+63%	-24%	-18%	+9%	+182%
mar 18	+0%	+7%	+0%	-1%	+2%	+2%	-4%	-6%	-3%	-11%	-1%	+66%	-24%	-18%	+7%	+127%
kwi 18	+0%	+7%	+0%	-1%	-1%	+2%	-4%	-6%	-3%	-11%	-1%	+66%	-25%	-18%	+10%	+128%
maj 18	-1%	+8%	-0%	-1%	+1%	+2%	-4%	-4%	-5%	-11%	-3%	+66%	-32%	-42%	+3%	+132%
cze 18	-1%	+9%	-1%	-1%	+0%	+12%	-5%	-4%	-9%	-10%	-2%	+49%	-32%	-42%	+2%	+128%
lip 18	-2%	+7%	-1%	-3%	-2%	+12%	-3%	-4%	-11%	-10%	-8%	+49%	-48%	-40%	-1%	+116%
sie 18	-4%	+11%	-1%	-3%	-1%	+34%	-4%	-9%	-11%	-10%	-12%	+50%	-45%	-56%	-9%	+112%
wrz 18	-3%	+10%	-1%	-3%	+5%	+34%	-5%	-9%	-12%	-12%	-14%	+53%	-48%	-56%	-10%	+112%
paź 18	-4%	+2%	-2%	-4%	+7%	+30%	-8%	-9%	-15%	-24%	-15%	+51%	-57%	-90%	-13%	+7%
lis 18	-4%	+5%	-2%	-3%	+10%	+48%	-14%	-27%	-19%	-29%	-16%	+20%	-62%	-93%	-15%	+66%

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

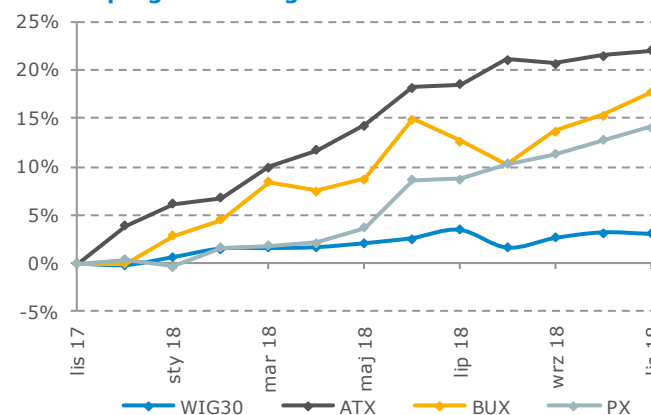
P/E 12M fwd dla MSCI Polska i Emerging Markets oraz premia/dyskonto wskaźnika dla Polski wobec krajów EM



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

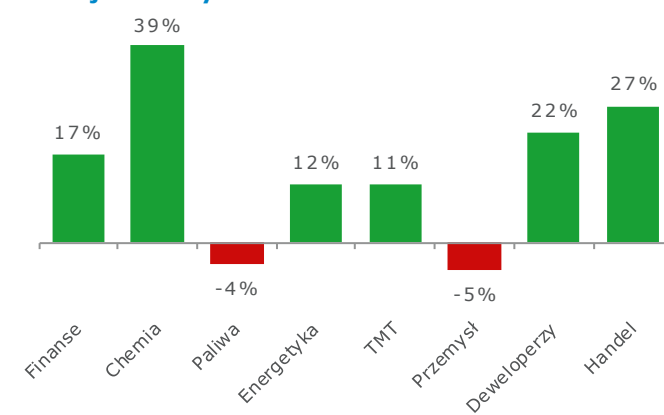


Zmiana prognozowanego EPS 12M fwd



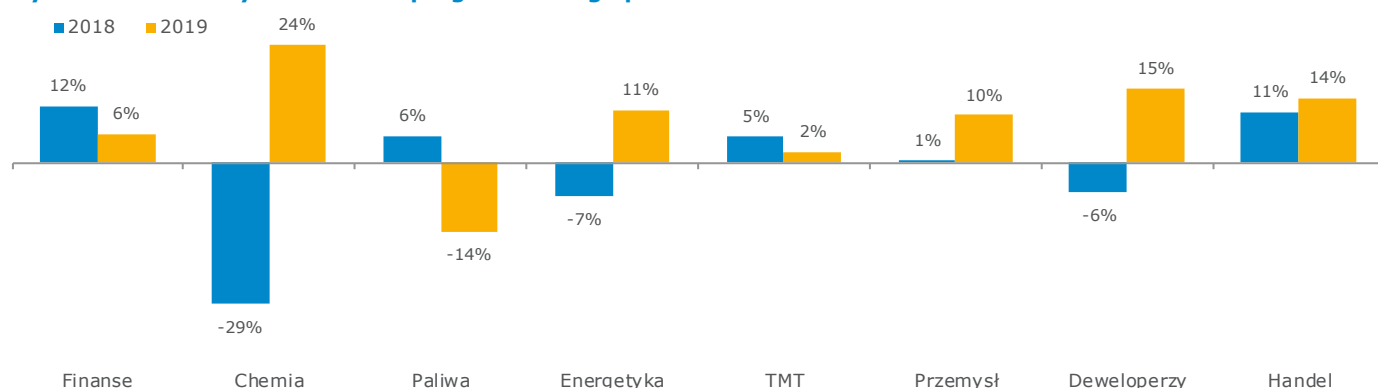
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

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	92,50	14	2	1	83,77	+10,4%	+1%	+10%	+10%				13/-
Handlowy	akumuluj	76,00	7	4	1	78,27	-2,9%	+1%	+2%	+5%				10/-
ING BSK	akumuluj	199,63	5	5	3	197,03	+1,3%	-3%	-4%	+2%				7/-
Millennium	akumuluj	10,10	4	7	3	9,38	+7,6%	-3%	-14%	+4%				10/-
Pekao	kupuj	136,29	18	1	0	136,58	-0,2%	-0%	+4%	+5%				15/-
PKO BP	akumuluj	45,00	5	10	4	42,06	+7,0%	+4%	+2%	+3%				14/-
Santander Bank Polska	akumuluj	400,00	11	5	0	394,99	+1,3%	-6%	-3%	+7%				13/-
Komercni Banka	akumuluj	1 000,0	9	5	1	1 033,9	-3,3%	+5%	+7%	+11%				10/-
Erste Bank	kupuj	46,18	19	4	1	42,36	+9,0%	+4%	+4%	+5%				16/-
OTP Bank	akumuluj	13 046	10	2	3	12 074	+8,0%	+4%	+4%	-				11/-
PZU	akumuluj	46,50	9	2	0	48,27	-3,7%	+4%	-2%	-3%				8/-
Kruk	kupuj	292,77	6	2	0	246,26	+18,9%	+3%	+6%	+9%				6/-
Chemia														
Ciech	kupuj	77,05	8	2	0	61,42	+25,4%	-9%	+20%	+25%	-1%	+11%	+14%	7/9
Grupa Azoty	trzymaj	33,00	2	5	1	32,12	+2,7%	-84%	-53%	-55%	-23%	-12%	-12%	6/6
Paliwa														
Lotos	sprzedaj	59,84	7	4	3	76,48	-21,8%	+17%	-31%	-41%	+10%	-18%	-18%	10/11
MOL	trzymaj	3 280,0	10	3	0	3 478,6	-5,7%	-2%	-27%	-25%	+5%	-8%	-7%	12/13
PGNiG	kupuj	7,72	8	3	1	7,04	+9,7%	+1%	+23%	+31%	+4%	+14%	+17%	9/8
PKN Orlen	sprzedaj	81,52	3	9	7	102,46	-20,4%	+15%	-39%	-35%	+8%	-27%	-20%	16/15
Energetyka														
hhh	trzymaj	518,72	6	6	5	584,89	-11,3%	+5%	-2%	-7%	+0%	-3%	-2%	9/11
Enea	kupuj	15,58	9	1	1	10,91	+42,8%	-12%	+27%	+15%	-1%	+15%	+10%	9/9
Energa	kupuj	13,54	5	5	0	10,56	+28,2%	+3%	-0%	-9%	-3%	-1%	-3%	9/9
PGE	kupuj	14,82	9	3	1	11,63	+27,5%	-9%	+5%	+8%	-2%	+3%	+4%	8/8
Tauron	kupuj	3,06	5	8	0	2,27	+34,9%	-9%	+23%	+26%	-1%	+7%	+10%	9/9
TMT														
Netia	trzymaj	4,70	3	3	2	4,81	-2,4%	+53%	+27%	+14%	+1%	-4%	-5%	7/8
Orange Polska	kupuj	6,40	10	3	3	5,69	+12,5%	-	+43%	+6%	-0%	-2%	-1%	8/9
Play	kupuj	21,30	8	6	0	24,29	-12,3%	+8%	-7%	-14%	+1%	-2%	-3%	11/11
Agora	kupuj	16,00	3	2	0	14,10	+13,5%	-	+92%	+288%	+9%	+1%	+3%	1/3
Cyfrowy Polsat	trzymaj	23,20	6	7	0	26,27	-11,7%	-12%	-12%	-2%	-2%	-4%	-4%	10/9
Wirtualna Polska	kupuj	61,50	7	0	0	59,38	+3,6%	+2%	+8%	+9%	+2%	+7%	+7%	5/4
Asseco Poland	trzymaj	49,60	4	5	0	50,77	-2,3%	-1%	-5%	-6%	-1%	+0%	+2%	5/5
Asseco BS	równoważ	-	1	2	0	28,90	-	+9%	+5%	+6%	+5%	+5%	+6%	2/2
Asseco SEE	przeważaj	-	3	0	0	16,80	-	+8%	+5%	+4%	+4%	+3%	+3%	3/3
CD Projekt	kupuj	170,40	9	3	1	179,28	-5,0%	-15%	-91%	+20%	-18%	-91%	-3%	8/7
Comarch	akumuluj	173,30	3	2	1	171,87	+0,8%	+14%	+12%	+6%	+5%	+5%	+2%	3/3
Przemysł														
AC	przeważaj	-	1	0	1	44,05	-	+8%	+13%	+15%	+7%	+10%	+12%	2/2
Alumetal	równoważ	-	2	3	0	56,60	-	+5%	-5%	-13%	+4%	-3%	-14%	4/4
Amica	przeważaj	-	3	1	0	126,00	-	-2%	+3%	+10%	+2%	-0%	-0%	3/4
Apator	niedoważaj	-	1	2	1	-	-	+11%	-1%	-1%	+6%	-1%	-6%	3/3
Famur	kupuj	6,41	5	0	0	6,53	-1,8%	+6%	+5%	+10%	+4%	-2%	-0%	5/5
Forte	równoważ	-	2	3	2	46,90	-	-31%	-53%	-54%	-12%	-24%	-24%	6/4
Grupa Kęty	redukuje	309,30	5	6	1	384,62	-19,6%	+1%	-12%	-11%	-1%	-9%	-9%	7/6
JSW	redukuje	59,14	6	4	4	80,39	-26,4%	-1%	-44%	-68%	-3%	-30%	-31%	10/9
Kemel	kupuj	60,85	5	2	0	68,92	-11,7%	-18%	+8%	+0%	-10%	+13%	-0%	4/3
KGHM	trzymaj	84,56	3	6	9	86,37	-2,1%	-26%	-9%	-11%	-1%	-7%	-1%	11/12
Pfleiderer Group	równoważ	-	6	1	1	40,97	-	+15%	-8%	-0%	-2%	-5%	-5%	6/6
Deweloperzy														
Atal	kupuj	42,86	4	0	0	42,49	+0,9%	+0%	-2%	+3%	+2%	-2%	+4%	4/4
Dom Development	kupuj	84,10	5	3	0	87,12	-3,5%	-3%	-3%	+9%	-2%	-3%	+4%	6/4
GTC	trzymaj	9,60	7	3	0	9,90	-3,0%	+16%	+39%	+127%	-6%	+6%	+6%	6/6
Handel														
AmRest	kupuj	46,00	9	1	1	45,62	+0,8%	+0%	+4%	-5%	-1%	-1%	+3%	8/8
CCC	kupuj	288,00	10	5	1	268,35	+7,3%	-37%	+14%	+8%	-14%	-3%	-6%	14/13
Dino	akumuluj	106,30	10	6	2	98,58	+7,8%	+2%	+2%	+1%	+1%	+0%	-1%	11/10
Eurocash	trzymaj	18,20	11	7	2	24,35	-25,2%	-12%	-39%	-25%	-1%	-13%	-10%	13/14
Jeronimo Martins	kupuj	14,50	12	11	2	14,12	+2,7%	-3%	-2%	-3%	-1%	+1%	+0%	17/18
LPP	kupuj	9 300,0	3	5	9	8 435,2	+10,3%	+2%	+16%	+21%	+4%	+5%	+6%	15/14
Monnari	niedoważaj	-	3	1	0	9,50	-	+6%	+6%	+12%	+3%	+2%	+10%	3/3
VRG	przeważaj	-	4	1	1	4,91	-	+20%	+40%	+32%	+24%	+35%	+31%	4/4

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						+17,4%	11,8	11,6		
Alior Bank	kupuj	2018-12-05	56,65	92,50	56,65	+63,3%	9,5	7,2		
Handlowy	akumuluj	2018-12-05	71,10	76,00	71,10	+6,9%	14,3	13,4		
ING BSK	akumuluj	2018-12-05	183,60	199,63	183,60	+8,7%	15,8	14,1		
Millennium	akumuluj	2018-11-14	9,49	10,10	9,50	+6,3%	15,7	15,5		
Pekao	kupuj	2018-12-05	113,25	136,29	113,25	+20,3%	13,5	11,6		
PKO BP	akumuluj	2018-12-05	41,96	45,00	41,96	+7,2%	13,8	12,9		
Santander Bank Polska	akumuluj	2018-12-05	364,80	400,00	364,80	+9,6%	16,7	14,2		
Komercni Banka	akumuluj	2018-12-05	906,50	1 000 CZK	906,50	+10,3%	11,5	11,3		
Erste Bank	kupuj	2018-12-05	34,41	46,18 EUR	34,41	+34,2%	9,6	9,4		
OTP Bank	akumuluj	2018-12-05	11 810	13 046 HUF	11 810	+10,5%	9,8	9,8		
PZU	akumuluj	2018-12-05	43,80	46,50	43,80	+6,2%	11,8	11,6		
Kruk	kupuj	2018-12-05	177,10	292,77	177,10	+65,3%	9,5	8,0		
Skarbiec Holding	kupuj	2018-12-05	23,50	31,36	23,50	+33,4%	7,3	6,9		
Chemia						+39,4%	7,9	16,2	6,0	5,8
Ciech	kupuj	2018-11-05	42,58	77,05	43,58	+76,8%	7,9	6,6	5,3	4,6
Grupa Azoty	trzymaj	2018-11-23	32,36	33,00	35,48	-7,0%	-	25,8	6,7	7,0
Paliwa						-4,0%	8,6	13,3	4,9	6,0
Lotos	sprzedaj	2018-11-15	73,50	59,84	84,72	-29,4%	8,5	15,2	5,2	7,4
MOL	trzymaj	2018-12-05	3 206	3 280 HUF	3 206	+2,3%	8,8	11,3	4,1	4,6
PGNiG	kupuj	2018-11-05	6,35	7,72	6,76	+14,2%	10,2	8,2	4,7	3,9
PKN Orlen	sprzedaj	2018-11-15	97,80	81,52	108,90	-25,1%	8,2	16,6	5,1	8,1
Energetyka						+11,4%	6,6	5,3	4,3	3,9
CEZ	trzymaj	2018-11-05	549,00	518,72 CZK	549,00	-5,5%	21,2	18,9	8,4	8,2
Enea	kupuj	2018-11-29	10,50	15,58	11,11	+40,2%	6,6	3,5	4,3	3,2
Energa	kupuj	2018-11-29	9,16	13,54	9,67	+40,0%	5,0	5,3	4,0	3,9
PGE	kupuj	2018-11-29	11,47	14,82	11,98	+23,7%	10,5	8,0	4,9	4,2
Tauron	kupuj	2018-11-29	2,21	3,06	2,41	+27,0%	4,3	3,3	3,8	3,9
Telekomunikacja, media, IT						+11,5%	21,2	16,6	7,0	5,9
Netia	trzymaj	2018-11-26	4,66	4,70	4,73	-0,6%	23,9	31,8	4,9	5,4
Orange Polska	kupuj	2018-11-26	4,91	6,40	4,80	+33,3%	-	60,2	4,7	4,3
Play	kupuj	2018-11-26	16,54	21,30	19,00	+12,1%	6,1	6,7	5,3	5,2
Agora	kupuj	2018-11-27	9,50	16,00	11,50	+39,1%	29,7	38,2	6,1	5,2
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2018-11-26	22,50	23,20	22,80	+1,8%	14,8	13,1	7,0	6,4
Wirtualna Polska	kupuj	2018-12-05	52,20	61,50	52,20	+17,8%	21,2	16,4	10,8	8,8
Asseco Poland	trzymaj	2018-12-05	48,30	49,60	48,30	+2,7%	12,9	14,6	8,6	8,3
CD Projekt	kupuj	2018-11-23	139,00	170,40	154,10	+10,6%	-	-	97,9	-
Comarch	akumuluj	2018-12-05	160,00	173,30	160,00	+8,3%	21,8	16,8	8,0	7,3
Przemysł, surowce						-5,4%	13,8	12,0	6,8	6,2
Famur	kupuj	2018-11-30	5,58	6,41	5,92	+8,3%	17,0	13,2	7,8	6,7
Grupa Kęty	redukuj	2018-12-05	343,00	309,30	343,00	-9,8%	12,5	13,9	8,8	9,3
JSW	redukuj	2018-12-05	71,20	59,14	71,20	-16,9%	4,5	10,8	1,9	3,5
Kemel	kupuj	2018-11-05	52,10	60,85	53,50	+13,7%	22,5	7,2	8,1	5,8
KGHM	trzymaj	2018-12-05	92,60	84,56	92,60	-8,7%	12,3	7,9	4,9	4,1
Stelmet	trzymaj	2018-11-05	7,50	7,72	7,70	+0,3%	15,0	25,9	5,9	6,8
Deweloperzy						+22,0%	6,9	7,2	5,9	6,4
Atal	kupuj	2018-07-04	36,40	42,86	31,50	+36,1%	6,4	6,7	5,9	6,4
Dom Development	kupuj	2018-12-05	66,00	84,10	66,00	+27,4%	7,4	7,6	6,0	6,4
GTC	trzymaj	2018-04-06	9,39	9,60	8,40	+14,3%	10,1	8,8	14,6	13,7
Handel						+27,4%	28,9	21,0	14,2	10,8
AmRest	kupuj	2018-12-05	39,60	46,00	39,60	+16,2%	48,9	34,5	16,2	12,9
CCC	kupuj	2018-12-05	204,60	288,00	204,60	+40,8%	50,5	17,3	19,5	11,2
Dino	akumuluj	2018-12-05	100,40	106,30	100,40	+5,9%	31,7	23,9	19,3	15,0
Eurocash	trzymaj	2018-12-05	18,00	18,20	18,00	+1,1%	26,1	25,7	8,2	7,2
Jeronimo Martins	kupuj	2018-12-05	10,60	14,50 EUR	10,60	+36,8%	16,7	15,1	7,3	6,7
LPP	kupuj	2018-12-05	7 730	9 300	7 730	+20,3%	23,8	18,0	12,1	10,3
Inne						+7,4%	9,4	11,5	7,1	7,7
PBKM	akumuluj	2018-12-05	62,00	66,57	62,00	+7,4%	9,4	11,5	7,1	7,7

Aktualne pozycjonowania Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Pozycjonowanie	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena bieżąca	Zmiana ceny od wydania	P/E		EV/EBITDA	
						2018	2019	2018	2019
Spółki IT						11,3	10,3	5,5	4,4
Ailleron	równoważ	2018-03-28	16,20	10,50	-35,2%	13,7	11,6	5,9	4,7
Asseco BS	równoważ	2018-03-28	28,00	24,40	-12,9%	13,0	12,4	8,9	8,3
Asseco SEE	przeważaj	2018-04-26	11,70	11,25	-3,8%	9,0	8,9	4,2	3,9
Atende	przeważaj	2018-03-28	4,25	3,80	-10,6%	9,7	8,1	5,0	4,2
Spółki przemysłowe						9,7	10,5	6,4	6,5
AC	przeważaj	2018-11-30	41,50	42,50	+2,4%	10,8	10,5	7,3	7,1
Alumetal	równoważ	2018-08-23	51,00	43,80	-14,1%	7,6	8,5	6,2	6,7
Amica	przeważaj	2018-09-13	112,80	117,00	+3,7%	8,5	8,1	5,7	5,3
Apator	niedoważaj	2018-12-05	24,20	24,20	+0,0%	13,1	14,5	7,7	8,1
Boryszew	równoważ	2018-09-05	6,25	4,72	-24,5%	8,8	7,7	6,9	6,2
Cognor	równoważ	2018-12-05	1,80	1,80	+0,0%	3,8	3,2	2,9	3,1
Ergis	niedoważaj	2018-12-05	2,80	2,80	+0,0%	6,6	10,4	5,8	6,3
Forte	równoważ	2018-10-31	40,60	22,50	-44,6%	15,2	12,8	9,7	8,9
Impexmetal	równoważ	2018-12-05	3,40	3,40	+0,0%	3,3	4,0	4,8	5,0
Kruszwica	równoważ	2018-10-16	43,90	42,00	-4,3%	11,6	15,8	6,8	8,2
Mangata	równoważ	2018-10-01	65,40	69,80	+6,7%	8,7	10,9	6,4	7,1
Pfleiderer Group	równoważ	2018-09-28	36,45	30,95	-15,1%	13,4	15,5	5,8	5,8
Pozbud	przeważaj	2018-09-04	3,57	2,55	-28,6%	9,7	2,9	7,3	3,0
Tarczyński	niedoważaj	2018-12-05	17,50	17,50	+0,0%	14,3	11,0	5,9	6,5
TIM	przeważaj	2018-12-05	7,48	7,48	+0,0%	11,6	10,6	7,1	6,9
Handel						10,6	8,3	5,6	4,3
Monnari	niedoważaj	2018-12-05	4,75	4,75	+0,0%	7,2	6,7	2,3	2,0
VRG	przeważaj	2018-12-05	3,83	3,83	+0,0%	14,0	9,9	8,9	6,6

Zmiany rekomendacji w przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Alior Bank	kupuj	kupuj	92,50 PLN	2018-12-05
AmRest	kupuj	akumuluj	46,00 PLN	2018-12-05
Apator	niedoważaj	równoważ	- -	2018-12-05
Archicom	zawieszona	przeważaj	- -	2018-12-05
Asseco Poland	trzymaj	akumuluj	49,60 PLN	2018-12-05
BBi Development	zawieszona	równoważ	- -	2018-12-05
Budimex	zawieszona	trzymaj	- -	2018-12-05
Capital Park	zawieszona	kupuj	- -	2018-12-05
CCC	kupuj	kupuj	288,00 PLN	2018-12-05
Comarch	akumuluj	akumuluj	173,30 PLN	2018-12-05
Dino	akumuluj	kupuj	106,30 PLN	2018-12-05
Dom Development	kupuj	kupuj	84,10 PLN	2018-12-05
Echo	zawieszona	kupuj	- -	2018-12-05
Elektrobudowa	zawieszona	kupuj	- -	2018-12-05
Elektrotim	zawieszona	równoważ	- -	2018-12-05
Elemental	zawieszona	równoważ	- -	2018-12-05
Erbud	zawieszona	kupuj	- -	2018-12-05
Ergis	niedoważaj	równoważ	- -	2018-12-05
Erste Bank	kupuj	kupuj	46,18 EUR	2018-12-05
Eurocash	trzymaj	kupuj	18,20 PLN	2018-12-05
Getin Noble Bank	zawieszona	trzymaj	- -	2018-12-05
Grupa Kęty	redukuj	sprzedaj	309,30 PLN	2018-12-05
Handlowy	akumuluj	kupuj	76,00 PLN	2018-12-05
Herkules	zawieszona	równoważ	- -	2018-12-05
i2 Development	zawieszona	równoważ	- -	2018-12-05
ING BSK	akumuluj	kupuj	199,63 PLN	2018-12-05
Jeronimo Martins	kupuj	kupuj	14,50 EUR	2018-12-05
JSW	redukuj	sprzedaj	59,14 PLN	2018-12-05
JWC	zawieszona	równoważ	- -	2018-12-05
KGHM	trzymaj	trzymaj	84,56 PLN	2018-12-05
Komerční Banka	akumuluj	kupuj	1000,00 CZK	2018-12-05
Kruk	kupuj	kupuj	292,77 PLN	2018-12-05
LC Corp	zawieszona	kupuj	- -	2018-12-05
Lokum Developer	zawieszona	przeważaj	- -	2018-12-05
LPP	kupuj	kupuj	9300,00 PLN	2018-12-05
MOL	trzymaj	akumuluj	3280,00 HUF	2018-12-05
Monnari	niedoważaj	równoważ	- -	2018-12-05
OTP Bank	akumuluj	kupuj	13046,00 HUF	2018-12-05
PA Nova	zawieszona	równoważ	- -	2018-12-05
PBKM	akumuluj	kupuj	66,57 PLN	2018-12-05
Pekao	kupuj	kupuj	136,29 PLN	2018-12-05
PKO BP	akumuluj	kupuj	45,00 PLN	2018-12-05
Polnord	zawieszona	niedoważaj	- -	2018-12-05
PZU	akumuluj	kupuj	46,50 PLN	2018-12-05
Ronson	zawieszona	równoważ	- -	2018-12-05
Santander Bank Polska	akumuluj	kupuj	400,00 PLN	2018-12-05
Skarbiec Holding	kupuj	kupuj	31,36 PLN	2018-12-05
Tarczyński	niedoważaj	równoważ	- -	2018-12-05
TIM	przeważaj	-	- -	2018-12-05
Torpol	zawieszona	równoważ	- -	2018-12-05
Trakcja	zawieszona	niedoważaj	- -	2018-12-05
Ulma	zawieszona	równoważ	- -	2018-12-05
Unibep	zawieszona	kupuj	- -	2018-12-05
VGR	przeważaj	przeważaj	- -	2018-12-05
Wasko	zawieszona	równoważ	- -	2018-12-05
Wirtualna Polska	kupuj	akumuluj	61,50 PLN	2018-12-05
ZUE	zawieszona	równoważ	- -	2018-12-05

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa		Data wydania
AC	przeważaj	-	-	-	2018-11-30
Bytom	przeważaj	przeważaj	-	-	2018-11-08
CD Projekt	kupuj	redukuj	170,40	PLN	2018-11-23
Cyfrowy Polsat	trzymaj	akumuluj	23,20	PLN	2018-11-26
Enea	kupuj	kupuj	15,58	PLN	2018-11-29
Energa	kupuj	kupuj	13,54	PLN	2018-11-29
Famur	kupuj	kupuj	6,41	PLN	2018-11-30
Grupa Azoty	trzymaj	kupuj	33,00	PLN	2018-11-23
Lotos	sprzedaj	sprzedaj	59,84	PLN	2018-11-15
Millennium	akumuluj	trzymaj	10,10	PLN	2018-11-14
Netia	trzymaj	trzymaj	4,70	PLN	2018-11-26
Orange Polska	kupuj	kupuj	6,40	PLN	2018-11-26
PGE	kupuj	kupuj	14,82	PLN	2018-11-29
PKN Orlen	sprzedaj	redukuj	81,52	PLN	2018-11-15
Play	kupuj	kupuj	21,30	PLN	2018-11-26
Tauron	kupuj	kupuj	3,06	PLN	2018-11-29

Statystyki rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	2	2,9%	2	5,6%
redukuj	2	2,9%	1	2,8%
niedoważaj	3	4,4%	1	2,8%
trzymaj	10	14,7%	5	13,9%
równoważ	10	14,7%	4	11,1%
akumuluj	10	14,7%	8	22,2%
kupuj	24	35,3%	14	38,9%
przeważaj	7	10,3%	1	2,8%

Finanse

Alior Bank

kupuj (podtrzymana)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj dla Alior Banku ale kosmetycznie obniżamy naszą cenę docelową do 92,50 PLN/akcję. Zmiana ceny docelowej wynika z korekty naszych prognoz o -5% na 2018 (odpisy na korporacje w 3Q'18) oraz o -1% na 2020 rok. Obecnie, nasze prognozy są zgodne z konsensusem na 2018 rok ale o 10% powyżej na lata 2019-2020. Niemniej jednak nasza prognoza ROE na rok 2020 rok w wysokości 13% jest nadal poniżej celu Zarządu na poziomie 14%. W 2019 roku oczekujemy, że walory Alior Banku będą zachowywały się znacznie lepiej od szerokiego indeksu WIG Banki. Uważamy, że bank przekroczy 1 mld PLN zysku netto, przy płaskiej marży odsetkowej (vs 4Q'18), koszcie ryzyka na poziomie 1,7% oraz C/I 43%. Uważamy, że obecnie najwięcej wątpliwości budzi koszt ryzyka, który został w 2018 roku jednorazowo podbity przez odpisy w korporacjach. Biorąc pod uwagę rosnące koszty energii oraz stabilizujące się dynamiki płac uważamy, że koszt ryzyka w segmencie korpo (bez zdarzeń jednorazowych) nie powinien ulec znaczącej poprawie na rynku co też jest odzwierciedlone w naszych prognozach na Alior. Oczekujemy, że wyraźnym sygnałem do poprawy sentymentu do spółki powinny być wyniki za 4Q'18, które według zapewnień Zarządu wykażą przyspieszenie po stronie sprzedaży kredytów, wzrost marży odsetkowej oraz około 17% kwartalny spadek salda rezerw. Za równie ważne dla sentymentu uważamy stabilizację składu Zarządu banku, którego ostatnie rotacje również nie wspierały sentymentu. Finalnie, pozytywnie odbieramy wyraźne wsparcie PZU zmanifestowane przez obecność przewodniczącego RN a zarazem CFO PZU na ostatniej telekonferencji z Zarządem. Alior Bank pozostaje nadal najbardziej niedowartościowanym bankiem w polskim sektorze bankowym.

RZIS

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	1 946	2 841	3 088	3 433	3 752
Wynik prowizyjny	331	453	427	428	461
Wynik handlowy	342	376	451	465	474
Pozostałe przychody netto	578	127	133	140	147
Wynik pozaodsetkowy	1 252	956	1 012	1 033	1 082
WNDB	3 198	3 797	4 100	4 466	4 834
Koszty operacyjne	1 619	1 930	1 845	1 898	1 956
Zysk operacyjny	1 579	1 867	2 255	2 568	2 877
Saldo rezerw	800	930	1 005	1 026	1 097
Udział w jednostkach zał	0	0	0	0	0
Wynik brutto	779	937	1 250	1 542	1 780
Podatek	73	221	271	293	338
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	131	201	211	237	257
Zysk netto	575	515	768	1 012	1 186

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2019-20)	0	0%
Korekta o PV	484	3%
Etap II (2021-35)	10 549	73%
Etap III (2036-55)	2 570	18%
Wartość rezydualna	886	6%
Wartość godziwa	14 488	100%
Liczba akcji (mln)	129	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	112,09	
Cena docelowa za 9M (PLN)	119,23	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	6 987	50%
Etap I (2018-20)	1 356	10%
Korekta o PV	998	7%
Etap II (2021-35)	3 824	27%
Etap III (2036-55)	749	5%
Wartość godziwa	13 914	100%
Liczba akcji (mln)	129	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	107,64	
Cena docelowa za 9M (PLN)	114,51	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	14 488
Zyski ekonomiczne	50%	13 914
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		109,87
Podatek bankowy		-22,91
Wartość godziwa na akcję		86,96
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		92,50

Cena bieżąca

56,65 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

92,50 PLN

+63,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	92,50 PLN	2018-12-05	
poprzednia	kupuj	96,00 PLN	2018-10-04	
Podstawowe dane			ALR	vs. WIG
Ticker	ALR	Zmiana 1M	-5,3%	-11,0%
ISIN	PLALIOR00045	Zmiana YTD	-28,7%	-22,2%
Liczba akcji (mln)	129,3	Średni obrót 1M	32,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	7 322,5	Średni obrót 6M	17,8 mln PLN	
		P/E 12M fwd	8,2	-40,3%
Free float	74,8%	P/E 5Y avg	13,8	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	1 946	3 601	3 088	3 433	3 752
WNDB	3 198	3 797	4 100	4 466	4 834
Koszty	-1 619	-1 930	-1 845	-1 898	-1 956
Saldo rezerw	-800	-930	-1 005	-1 026	-1 097
Zysk netto	575	515	768	1 012	1 186
P/E	9,9	14,2	9,5	7,2	6,2
P/BV	1,2	1,1	1,0	0,9	0,8
ROE	11,9%	8,0%	10,7%	12,6%	13,0%
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			-0,7%	-1,7%	-2,3%
Wynik prowizyjny			-3,9%	-4,6%	-4,4%
Koszty razem			+0,6%	+0,7%	+0,7%
Saldo rezerw			+1,9%	-3,5%	-2,9%
Zysk netto			-4,7%	+1,5%	-1,1%

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Kredyty netto	46 247	51 267	56 245	61 188	66 105
Pozostałe aktywa	14 913	18 227	18 705	19 470	20 442
Aktywa razem	61 160	69 494	74 950	80 659	86 547
Depozyty	51 369	57 614	60 213	64 231	68 990
Pozostałe zobowiązania	3 632	5 117	7 208	7 888	7 833
Udziały mniejszościowe	1	1	0	0	0
Kapitały własne	6 159	6 761	7 528	8 540	9 725

Wskaźniki

(%)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
NIM	4,1%	4,3%	4,4%	4,5%	4,6%
C/I	50,6%	50,8%	45,0%	42,5%	40,5%
CoR	1,9%	1,8%	1,8%	1,7%	1,6%
NPL Ratio	9,8%	10,8%	10,6%	10,4%	10,2%
Tier 1	11,3%	12,1%	12,7%	13,6%	14,9%

Handlowy akumuluj (obniżona)

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

Obniżamy naszą cenę docelową dla Banku Handlowego z 90,00 PLN na akcję do 76,00 PLN na akcję co przekłada się na rekomendację akumuluj oraz 7% potencjał wzrostu. Nasze prognozy pozostają niezmiennie na 2019 rok ale obniżone o 5,6% na 2020 głównie ze względu na coraz bardziej odległe podwyżki stóp procentowych. Największy negatywny wpływ na wycenę miał prognozowany spadek wypłaty dywidendy z 100% do 75% w kolejnych dwóch latach. Zarząd banku zapowiedział, że charakter banku w 2019 roku zmieni się ze spółki dywidendowej na wzrostową. Niemniej jednak już na koniec 3Q'18 Bank Handlowy nie spełniał wymogu kapitałowego TCR potrzebnego do wypłaty 100% zysku netto. Brak kapitału mógłby zostać uzupełniony przez dług podporządkowany, ale Zarząd nie planuje takiej emisji w najbliższej przyszłości. Podobny proces przekształcenia zachodzi w Pekao, gdzie przecena walorów była znacznie bardziej znacząca. W przypadku banku Handlowego nie oczekujemy dalszej przeceny akcji ze względu na nadal ponadprzeciętne dywidendy (DY >5%) oraz znacznie niższą płynność akcji na giełdzie. Jednocześnie podchodzimy sceptycznie do nowej strategii banku zakładającej dynamiczny wzrost w segmencie detalicznym szczególnie biorąc pod uwagę obecne dynamiki. Od 2007 roku udział Banku Handlowego w kredytach hipotecznych wzrósł z 0,1% do 0,4% a w kategorii NML spadł z 3,5% do 2,0%. Dodatkowo bank ma jedną z najmniejszych sieci placówek, co nie będzie wspierać sprzedaży. W oczekiwaniu na kolejną dywidendę podkreślamy bezpieczny profil Banku Handlowego oraz nadal uważamy, że w obliczu niższych dywidend oraz niskiego udziału w rynku Bank Handlowy lub jego detaliczna część może zostać wystawiona na sprzedaż przez głównego akcjonariusza.

Cena bieżąca	71,10 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	76,00 PLN	+6,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	akumuluj	76,00 PLN	2018-12-05
poprzednia	kupuj	90,00 PLN	2018-10-04
Podstawowe dane			
Ticker	BHW	Zmiana 1M	+0,6%
ISIN	PLBH000000012	Zmiana YTD	-8,6%
Liczba akcji (mln)	130,7	Średni obrót 1M	2,7 mln PLN
MC (mln PLN)	9 289,9	Średni obrót 6M	2,7 mln PLN
		P/E 12M fwd	13,7
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	15,7
		dyskonto	

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	1 004	1 082	1 115	1 183	1 335
WNDB	2 082	2 079	2 212	2 316	2 503
Koszty	-1 202	-1 192	-1 214	-1 250	-1 282
Saldo rezerw	-46	-103	-72	-79	-96
Zysk netto	602	536	651	692	794
P/E	15,4	17,3	14,3	13,4	11,7
P/BV	1,4	1,3	1,3	1,3	1,2
ROE	8,8%	7,8%	9,3%	9,7%	10,7%
DPS	4,68	4,60	4,10	3,74	3,97
DYield	6,6%	6,5%	5,8%	5,3%	5,6%
Zmiana prognoz				2018P	2019P
Wynik odsetkowy				0,6%	0,0%
Wynik prowizyjny				-2,0%	-2,3%
Koszty razem				-1,0%	-1,8%
Saldo rezerw				-7,7%	-8,8%
Zysk netto				-2,1%	0,2%

RZIS

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	1 004	1 082	1 115	1 183	1 335
Wynik prowizyjny	561	581	555	575	596
Wynik handlowy	497	396	500	514	526
Pozostałe przychody netto	48	21	43	44	46
Wynik pozaodsetkowy	1 107	997	1 097	1 133	1 168
WNDB	2 111	2 079	2 212	2 316	2 503
Koszty operacyjne	1 231	1 192	1 214	1 250	1 282
Zysk operacyjny	879	888	998	1 066	1 221
Saldo rezerw	46	103	72	79	96
Udział w jednostkach zał	0	0	0	0	0
Wynik brutto	834	785	926	987	1 126
Podatek	163	172	193	205	234
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	69	78	83	90	97
Zysk netto	602	536	651	692	794

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2018-19)	891	9%
Korekta o PV	334	3%
Etap II (2020-34)	7 514	73%
Etap III (2035-54)	1 148	11%
Wartość rezydualna	436	4%
Wartość godziwa	10 323	100%
Liczba akcji (mln)	131	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	79,01	
Cena docelowa za 9M (PLN)	84,05	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	8 332	80%
Etap I (2017-19)	183	2%
Korekta o PV	745	7%
Etap II (2020-34)	1 062	10%
Etap III (2035-54)	132	1%
Wartość godziwa	10 454	100%
Liczba akcji (mln)	131	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	80,01	
Cena docelowa za 9M (PLN)	85,11	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	10 323
Zyski ekonomiczne	50%	10 454
Średnia wartość godziwa		10 389
na akcję (PLN)		79,51
Podatek bankowy		-8,06
Wartość godziwa na akcję		71,44
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		76,00

ING BSK akumuluj (obniżona)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Obniżamy naszą rekomendację kupuj do akumuluj dla ING BSK po wzroście kursu akcji oraz kosmetycznej obniżce ceny docelowej do 199,63 PLN/akcję. Nasze prognozy dla ING zostały podwyższone o 1,7% na 2019 rok ale obniżone o 1,6% na 2020. Uważamy, że konsensus prognoz na przyszły rok został ustawiony dość ambitnie dla banku (7% powyżej naszych oczekiwań) i nie zostanie dostarczony. Dysonans pomiędzy naszymi prognozami a rynkiem wynikać może z naszej bardziej konserwatywnej prognozy kosztu ryzyka. Niemniej jednak nie oznacza to, że ING BSK przedstawi w 2019 roku słabe wyniki. Prognozujemy wskaźnik ROE na poziomie 12,9%, co jest jednym z najlepszych wyników nie tylko w Polsce, ale i w regionie. Wyniki w 2019 roku mogą zostać dodatkowo wsparte przez przejęcia. Według prasy ING BSK był zainteresowany przejęciem Union Investment TFI, który finalnie trafił do Generali, oraz Nationale Nederlanden TFI. Potencjalne przejęcie NN TFI uzupełni ofertę produktową banku i wesprze wynik prowizyjny. Podsumowując uważamy, że zysk netto w 2019 roku (+12% R/R) będzie napędzany przez dalszy dynamiczny wzrost kredytów (+13% R/R) przy jednoczesnej ostrożnym podejściu do sytuacji kapitałowej (ograniczona dywidenda). Nasza obecna wycena wskazuje na największą premię do sektora, która uzasadniamy przez bezpieczny profil banku (brak kredytów CHF) oraz dynamiczny rozwój połączony z dywidendą.

Cena bieżąca

183,60 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

199,63 PLN

+8,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	199,63 PLN	2018-12-05	
poprzednia	kupuj	200,00 PLN	2018-11-05	
Podstawowe dane			ING	vs. WIG
Ticker	ING	Zmiana 1M	+10,6%	+4,9%
ISIN	PLBSK0000017	Zmiana YTD	-9,3%	-2,7%
Liczba akcji (mln)	130,1	Średni obrót 1M	1,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	23 886,4	Średni obrót 6M	1,4 mln PLN	
		P/E 12M fwd	14,6	-7,3%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	15,7	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	2 953	3 453	3 751	4 152	4 654
WNDB	4 325	4 756	5 229	5 632	6 172
Koszty	-2 099	-2 123	-2 337	-2 435	-2 532
Saldo rezerw	-301	-421	-506	-533	-607
Zysk netto	1 253	1 403	1 516	1 689	1 925
P/E	19,1	17,0	15,8	14,1	12,4
P/BV	2,3	2,0	1,9	1,8	1,6
ROE	11,8%	12,6%	12,5%	12,9%	13,5%
DPS	4,30	0,00	3,20	3,50	3,90
DYield	2,3%	0,0%	1,7%	1,9%	2,1%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy			+1,1%	+1,6%	-0,3%
Wynik prowizyjny			+2,4%	+1,3%	+0,8%
Koszty razem			+1,4%	+1,4%	+1,4%
Saldo rezerw			+7,9%	+1,4%	-0,1%
Zysk netto			-0,5%	+1,7%	-1,6%

RZIS

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	2 953	3 453	3 751	4 152	4 654
Wynik prowizyjny	1 065	1 183	1 309	1 327	1 357
Wynik handlowy	287	117	152	137	144
Pozostałe przychody netto	19	3	17	17	17
Wynik pozaodsetkowy	1 371	1 303	1 478	1 481	1 518
WNDB	4 325	4 756	5 229	5 632	6 172
Koszty operacyjne	2 099	2 123	2 337	2 435	2 532
Zysk operacyjny	2 225	2 633	2 893	3 197	3 640
Saldo rezerw	301	421	506	533	607
Udział w jednostkach zał	0	0	0	0	0
Wynik brutto	1 925	2 212	2 386	2 664	3 033
Podatek	391	479	501	559	637
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	280	330	369	415	471
Zysk netto	1 253	1 403	1 516	1 689	1 925

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2018-20)	1 358	5%
Korekta o PV	1 278	4%
Etap II (2021-35)	17 326	59%
Etap III (2036-55)	7 284	25%
Wartość rezydualna	2 140	7%
Wartość godziwa	29 387	100%
Liczba akcji (mln)	130	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	225,88	
Cena docelowa za 9M (PLN)	240,28	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	11 950	40%
Etap I (2018-20)	2 343	8%
Korekta o PV	2 169	7%
Etap II (2021-35)	10 313	34%
Etap III (2036-55)	3 468	11%
Wartość godziwa	30 243	100%
Liczba akcji (mln)	130	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	232,46	
Cena docelowa za 9M (PLN)	247,28	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	29 387
Zyski ekonomiczne	50%	30 243
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		229,17
Podatek bankowy		-41,50
Wartość godziwa na akcję		187,67
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		199,63

Millennium akumuluj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 428 24 05 michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację akumuluj oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 10,10 PLN na akcję. Nasza wycena jak i prognozy uwzględniają efekty fuzji z Eurobankiem. Pomimo relatywnie wysokiej ceny oceniamy fuzję pozytywnie i uważamy, że była jedynym wyjściem dla Banku Millennium w obliczu wzrostu kapitału nadwyżkowego spowodowanego coraz ostrzejszymi wymogami regulacyjnymi. Fuzja zostanie sfinansowana ze środków własnych, ale oznacza to naszym zdaniem, że Spółka nie wypłaci dywidendy przez co najmniej kolejne 3 lata. Szacujemy, że przejęcie aktywów Societe Generale w Polsce pozwoli zwiększyć udział rynkowy o 1,6% w kredytach detalicznych oraz o 0,9% w kredytach ogółem. Fuzja będzie także niewątpliwym wsparciem dla wyników banku, chociaż jej pozytywne efekty oceniamy bardziej konserwatywnie niż Zarząd. Oceniamy wzrost EPSu w 2020 roku (pełny rok fuzji) na 15%, a w 2021 na 21% wobec oczekiwań Zarządu na poziomie, odpowiednio +23% i +26%. Rok 2019 będzie relatywnie cięższy dla Banku Millennium na tle sektora bankowego, ze względu na koszty integracji (szacujemy 200 mln PLN) i jedynie połowę roku konsolidacji. Oznaczać to będzie płaską dynamikę zysku netto wobec wzrostu rynku na poziomie +15%. Uważamy, że obecny re-rating jest uzasadniony, ale Bank Millennium powinien być nadal notowany z dyskontem do PKO BP, chociażby ze względu na gorszy potencjał dywidendowy.

Cena bieżąca	9,50 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	10,10 PLN	+6,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	10,10 PLN	2018-11-14

Podstawowe dane			MIL	vs. WIG
Ticker	MIL	Zmiana 1M	+7,3%	+1,6%
ISIN	PLBIG0000016	Zmiana YTD	+6,3%	+12,8%
Liczba akcji (mln)	1 213,1	Średni obrót 1M	12,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	11 524,6	Średni obrót 6M	7,7 mln PLN	
		P/E 12M fwd	13,8	+7,0%
Free float	50,0%	P/E 5Y avg	12,9	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	1 506	1 696	1 804	2 321	2 795
WNDB	2 628	2 650	2 754	3 360	3 924
Koszty	-1 112	-1 156	-1 337	-1 802	-1 893
Saldo rezerw	-231	-255	-229	-308	-400
Zysk netto	701	681	733	742	1 028
P/E	16,4	16,9	15,7	15,5	11,2
P/BV	1,7	1,5	1,4	1,3	1,1
ROE	10,5%	9,3%	9,1%	8,5%	10,8%
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
Wynik odsetkowy			+0,9%	+18,1%	+29,9%
Wynik prowizyjny			-2,0%	+3,6%	+6,4%
Koszty razem			+2,6%	+32,3%	+33,1%
Saldo rezerw			+0,8%	+26,7%	+48,7%
Zysk netto			-0,3%	-9,0%	+13,1%

RZIS

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	1 506	1 696	1 804	2 321	2 795
Wynik prowizyjny	581	664	663	717	770
Wynik handlowy	491	220	242	276	310
Pozostałe przychody netto	51	70	45	47	48
Wynik pozaodsetkowy	1 122	953	950	1 039	1 129
WNDB	2 628	2 650	2 754	3 360	3 924
Koszty operacyjne	1 268	1 281	1 337	1 802	1 893
Zysk operacyjny	1 360	1 369	1 417	1 558	2 031
Saldo rezerw	231	255	229	308	400
Udział w jednostkach zał	0	0	0	0	0
Wynik brutto	1 127	1 114	1 188	1 250	1 631
Podatek	252	244	256	269	351
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	174	188	199	239	252
Zysk netto	701	681	733	742	1 028

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2019-20)	0	0%
Korekta o PV	570	4%
Etap II (2021-35)	10 419	70%
Etap III (2036-55)	3 033	20%
Wartość rezydualna	846	6%
Wartość godziwa	14 868	100%
Liczba akcji (mln)	1 213	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	12,26	
Cena docelowa za 9M (PLN)	13,04	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	8 029	57%
Etap I (2018-20)	801	6%
Korekta o PV	953	7%
Etap II (2021-35)	3 074	22%
Etap III (2036-55)	1 123	8%
Wartość godziwa	13 980	100%
Liczba akcji (mln)	1 213	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	11,52	
Cena docelowa za 9M (PLN)	12,26	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	14 868
Zyski ekonomiczne	50%	13 980
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		11,89
Podatek bankowy		-2,40
Wartość godziwa na akcję		9,49
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		10,10

Pekao kupuj (podtrzymana)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj dla Banku Pekao. Uważamy, że obecna wycena rynkowa banku nie znajduje odzwierciedlenia w fundamentach. Po zmianie właściciela Pekao stara się pogodzić wzrost organiczny, restrukturyzację oraz maksymalną wypłatę dywidendy. W listopadzie 2018 roku Bank Pekao przedstawił nową politykę dywidendową, która zakłada wypłatę 90-100% zysku netto z roku 2018, 60-80% z roku 2019 oraz 50-75% z roku 2020. W naszych najnowszych prognozach uwzględniamy wypłatę na poziomie 90% w 2019 roku (75% zakładane poprzednio) oraz 70% w 2020 roku (75% zakładane poprzednio). Uważamy, że obniżenie wypłaty dywidendy już od przyszłego roku pozwoli Pekao utrzymać wzrost aktywów na poziomie +9% w kolejnych latach. Dostosowanie wypłaty dywidendy z 2019 roku spowodowało spadek DY zaledwie do 6,4% z 7,0%. Uważamy, że oprócz ryzyka politycznego inwestycja w walory Pekao cechuje relatywnie wysokie bezpieczeństwo. Spadek prognoz rynkowych w wyniku braku podwyżek jest mocno ograniczony ze względu na niską wrażliwość banku na politykę monetarną a wpływ ustawy CHF na wyniki i wycenę jest pomijalny. Nasze obecne prognozy dla banku są o 3% wyższe od konsensusu na 2019 i 2020 rok ale są nadal bardziej konserwatywne od ambitnych celów banku na 2020 rok. W 2020 roku oczekujemy ROE na poziomie 12% (uwzględniając 0.75 p.p. podwyżek stóp) wobec porównywalnej prognozy zarządu na poziomie 13%. Oznacza to, że w przypadku realizacji strategii istnieje dodatkowy potencjał wzrostu dla naszych prognoz i konsensusu. Ze względu na nadal wysoką dywidendę, ponadprzeciętną ROE, bezpieczny profil ale również biorąc pod uwagę ryzyko polityczne uważamy, że Pekao powinno być notowane przynajmniej na średnich wskaźnikach dla rynku domykając obecne dyskonto.

Cena bieżąca

113,25 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

136,29 PLN

+20,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	136,29 PLN	2018-12-05	
poprzednia	kupuj	138,70 PLN	2018-10-04	
Podstawowe dane			PEO	vs. WIG
Ticker	PEO	Zmiana 1M	+6,5%	+0,8%
ISIN	PLPEKAO00016	Zmiana YTD	-6,9%	-0,3%
Liczba akcji (mln)	262,5	Średni obrót 1M	84,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	29 724,7	Średni obrót 6M	75,8 mln PLN	
		P/E 12M fwd	12,1	-22,2%
Free float	49,9%	P/E 5Y avg	15,5	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	4 382	4 593	5 004	5 619	6 208
WNDB	7 302	7 278	7 774	8 367	9 064
Koszty	-3 494	-3 535	-3 738	-3 760	-3 896
Saldo rezerw	-501	-521	-527	-644	-695
Zysk netto	2 279	2 475	2 197	2 573	2 931
P/E	13,0	12,0	13,5	11,6	10,1
P/BV	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2
ROE	9,8%	10,7%	9,4%	10,8%	11,8%
DPS	8,70	8,68	7,90	7,53	6,86
DYield	7,7%	7,7%	7,0%	6,7%	6,1%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy			-1,6%	-3,6%	-5,2%
Wynik prowizyjny			+1,9%	+1,3%	+1,2%
Koszty razem			-4,3%	-4,8%	-4,8%
Saldo rezerw			+1,5%	-5,9%	-6,6%
Zysk netto			+5,3%	+2,3%	-0,7%

RZIS

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	4 382	4 593	5 004	5 619	6 208
Wynik prowizyjny	2 390	2 353	2 427	2 498	2 586
Wynik handlowy	508	255	275	173	184
Pozostałe przychody netto	21	77	68	77	87
Wynik pozaodsetkowy	2 920	2 685	2 770	2 748	2 857
WNDB	7 302	7 278	7 774	8 367	9 064
Koszty operacyjne	3 494	3 535	3 738	3 760	3 896
Zysk operacyjny	3 808	3 743	4 035	4 607	5 169
Saldo rezerw	501	521	527	644	695
Udział w jednostkach zał	39	453	0	0	0
Wynik brutto	3 346	3 675	3 508	3 963	4 474
Podatek	617	677	735	753	850
Zyski mniejszościowych	0	-1	0	0	0
Podatek bankowy	450	522	576	637	693
Zysk netto	2 279	2 475	2 197	2 573	2 931

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2019-20)	3 353	8%
Korekta o PV	2 015	5%
Etap II (2021-35)	27 924	65%
Etap III (2036-55)	7 750	18%
Wartość rezydualna	2 111	5%
Wartość godziwa	43 154	100%
Liczba akcji (mln)	262	
Wartość kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	164,50	
Cena docelowa za 9M (PLN)	174,99	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	24 842	58%
Etap I (2018-20)	2 672	6%
Korekta o PV	250	1%
Etap II (2021-35)	10 158	24%
Etap III (2036-55)	2 155	5%
Wartość godziwa	40 077	93%
Liczba akcji (mln)	262	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	152,69	
Cena docelowa za 9M (PLN)	162,42	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	43 154
Zyski ekonomiczne	50%	40 077
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		158,60
Podatek bankowy		-30,47
Wartość godziwa na akcję		128,12
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		136,29

PKO BP akumuluj (obniżona)

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

Ze względu na drobną korektę ceny docelowej do 45,00 PLN/ akcję oraz wzrostu kursu akcji od naszej ostatniej aktualizacji obniżamy naszą rekomendację z kupuj do akumuluj. Rok 2018 zaskoczył nas pozytywnie pod względem dywidendy oraz wolumenu kredytów detalicznych. Uważamy, że w 2019 rok bank wypłaci jeszcze wyższą dywidendę, a wynik netto po raz pierwszy przekroczy granicę 4 mld PLN. Wyniki wspierane będą przez lekki wzrost marży odsetkowej oraz spadek wskaźnika C/I. Jednocześnie konserwatywnie zakładamy koszt ryzyka na poziomie 0,71% co w przypadku utrzymania jakości z 2018 roku może być źródłem dodatkowego wzrostu naszych prognoz. Największym zagrożeniem dla wyceny PKO BP w 2019 roku może być ryzyko legislacyjne powiązane z portfelem CHF, ryzyko polityczne oraz zmiany w KNF, które mogą rzutować na politykę dywidendową sektora. Świetne wyniki PKO BP w stres testach EBA powinny przełożyć się na obniżenie bufora stres testowego KNF, co jest niezbędne do podwyższenia wypłaty przez spółkę. Niemniej jednak decyzji regulatora nadal nie ma pomimo zbliżającego się końca roku. Identyfikujemy też ryzyko związane z ustawą frankową chociaż według naszych szacunków i bazowych scenariuszy powinna ona mieć mało znaczący wpływ na wycenę banku (-0,79 PLN na akcję). Podsumowując uważamy, iż rosnąca dywidenda oraz wyniki odznaczające się wysoką jakością nie uzasadniają obecnego dyskonta do średniej sektora chociaż potencjał wzrostu jest już ograniczony do 8%.

Cena bieżąca	41,96 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	45,00 PLN	+7,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	akumuluj	45,00 PLN	2018-12-05
poprzednia	kupuj	47,00 PLN	2018-11-05
Podstawowe dane			
Ticker	PKO	Zmiana 1M	+3,9%
ISIN	PLPKO0000016	Zmiana YTD	-4,1%
Liczba akcji (mln)	1 250,0	Średni obrót 1M	107,9 mln PLN
MC (mln PLN)	52 450,0	Średni obrót 6M	91,4 mln PLN
		P/E 12M fwd	13,2
Free float	68,6%	P/E 5Y avg	13,2

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	7 755	10 919	9 302	10 076	11 122
WNDB	12 121	12 803	13 661	14 540	15 696
Koszty	-5 590	-6 024	-6 294	-6 530	-6 744
Saldo rezerw	-1 623	-1 620	-1 399	-1 643	-1 853
Zysk netto	2 874	3 104	3 799	4 053	4 578
P/E	18,2	16,9	13,8	12,9	11,5
P/BV	1,6	1,4	1,3	1,3	1,2
ROE	9,1%	9,0%	10,0%	10,0%	10,6%
DPS	0,00	0,00	0,55	1,52	1,62
DYield	0,0%	0,0%	1,3%	3,6%	3,9%
Zmiana prognoz				2018P	2019P
Wynik odsetkowy				+0,2%	-0,6%
Wynik prowizyjny				-0,3%	-1,2%
Koszty razem				+0,9%	-0,2%
Saldo rezerw				-6,1%	-5,3%
Zysk netto				+1,7%	+1,3%

RZIS

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	7 755	8 606	9 302	10 076	11 122
Wynik prowizyjny	2 693	2 969	3 001	3 094	3 177
Wynik handlowy	1 024	518	683	681	695
Pozostałe przychody netto	649	710	675	688	702
Wynik pozaodsetkowy	4 366	4 197	4 359	4 463	4 574
WNDB	12 121	12 803	13 661	14 540	15 696
Koszty operacyjne	5 920	6 024	6 294	6 530	6 744
Zysk operacyjny	6 200	6 779	7 367	8 010	8 952
Saldo rezerw	1 623	1 620	1 399	1 643	1 853
Udział w jedn. zal.	35	22	23	24	25
Wynik brutto	4 612	5 181	5 992	6 391	7 125
Podatek	-907	-1 140	-1 258	-1 342	-1 496
Zyski mniejszościowych	-2	-5	-2	-2	-2
Podatek bankowy	829	932	933	994	1 049
Zysk netto	2 874	3 104	3 799	4 053	4 578

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2019-20)	3 472	5%
Korekta o PV	145	0%
Etap II (2021-35)	44 680	69%
Etap III (2036-55)	12 616	19%
Wartość rezydualna	4 056	6%
Wartość godziwa	64 968	100%
Liczba akcji (mln)	1 250	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	51,97	
Cena docelowa za 9M (PLN)	55,29	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	38 243	60%
Etap I (2018-20)	3 998	6%
Korekta o PV	3 770	6%
Etap II (2021-35)	14 060	22%
Etap III (2036-55)	4 078	6%
Wartość godziwa	64 149	100%
Liczba akcji (mln)	1 250	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	51,32	
Cena docelowa za 9M (PLN)	54,59	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	64 968
Zyski ekonomiczne	50%	64 149
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		51,65
Podatek bankowy		-9,35
Wartość godziwa na akcję		42,30
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		45,00

Santander Bank Polska akumuluj (obniżona)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Uważamy, że rok 2019 dla akcjonariuszy Santandera powinien być udany ze względu na rekordowo wysoką dywidendę oraz pierwszy pełen rok konsolidacji DB Polska, co zostanie odzwierciedlone w dynamice zysku netto (+19% R/R). W 2018 roku bank może nadal pozytywnie zaskoczyć rozpoznaniem bad-willu, a w 2019 roku sprzedażą portfeli niepracujących co robił sporadycznie w 2018 roku. Zagrożenia w 2019 roku dla Santandera nie odbiegają znacząco od rynku i dotyczą głównie kosztu ryzyka po stronie korporacji oraz legislacji związanej z ekspozycją na CHF. Cieniem na sentymencie kładzie się ewentualna podaż akcji po stronie Deutsche Bank, który już otrzymał akcje w ramach rozliczenia za sprzedaż DB Polska. Nawis podaży wynosi obecnie 1,55 mln sztuk, które muszą być sprzedane po co najmniej 371,61 PLN/akcję tak aby DB nie poniósł kolejnej straty na transakcji. Nie wykluczamy jednak, że DB zdecyduje się na szybszą podaż ze względu na mało znaczący dla wyników grupy charakter transakcji. W naszych prognozach zakładamy wypłatę dywidendy na rekordowym poziomie 2,6 mld PLN (DPS 25,19 PLN), na którą składać się będą 1,1 mld PLN z zysku netto (50% wypłaty) za 2018 rok oraz 1,5 mld PLN z zysków niepodzielonych z lat ubiegłych. Według Zarządu dywidenda została wstępnie zatwierdzona przez KNF, ale zgoda ta może nadal ulec zmianie szczególnie biorąc pod uwagę ostatnie zmiany w Zarządzie regulatora. Nasze prognozy znajdują się obecnie 3,5% poniżej konsensusu na 2019 rok, ale 5,5% powyżej na 2020. Po korekcie prognoz o -4% na 2018 rok oraz o +2% na 2020 pozostawiamy naszą cenę docelową na niezmiennym poziomie 400 PLN/akcję. Niemniej jednak ze względu na ostatni wzrost kursu akcji obniżamy naszą rekomendację kupuj do akumuluj. Uważamy, że ze względu na wysoką płynność, poprawiające się wyniki i dywidendę walory Santander Bank Polska będą się cieszyły popytem w 2019 roku zarówno inwestorów polskich jak i zagranicznych chociaż potencjał wzrostu jest już ograniczony do 9%.

RZIS

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	4 770	5 277	5 742	6 393	7 194
Wynik prowizyjny	1 915	2 013	2 153	2 444	2 587
Wynik handlowy	780	323	307	341	344
Pozostałe przychody netto	141	151	259	264	269
Wynik pozaodsetkowy	2 836	2 487	2 719	3 049	3 201
WNDB	7 606	7 764	8 461	9 442	10 394
Koszty operacyjne	3 368	3 372	3 782	4 104	4 165
Zysk operacyjny	4 238	4 391	4 679	5 338	6 229
Saldo rezerw	785	690	975	981	1 002
Udział w jednostkach zał	55	58	54	54	54
Wynik brutto	3 509	3 759	3 758	4 411	5 281
Podatek	738	817	755	887	1 062
Zyski mniejszościowych	-217	-305	-328	-349	-370
Podatek bankowy	-387	-424	-482	-557	-603
Zysk netto	2 167	2 213	2 193	2 619	3 247

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2019-20)	3 480	8%
Korekta o PV	1 684	4%
Etap II (2021-35)	29 150	64%
Etap III (2036-55)	9 454	21%
Wartość rezydualna	1 918	4%
Wartość godziwa	45 687	100%
Liczba akcji (mln)	99	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	460,39	
Cena docelowa za 9M (PLN)	489,74	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	20 673	48%
Etap I (2018-20)	4 379	10%
Korekta o PV	3 071	7%
Etap II (2021-35)	11 775	27%
Etap III (2036-55)	2 922	7%
Wartość godziwa	42 821	100%
Liczba akcji (mln)	99	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	431,51	
Cena docelowa za 9M (PLN)	459,02	

Cena bieżąca 364,80 PLN
Cena docelowa 400,00 PLN
 potencjał zmiany +9,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	akumuluj	400,00 PLN	2018-12-05
poprzednia	kupuj	400,00 PLN	2018-11-05
Podstawowe dane			
Ticker	BZW	Zmiana 1M	+3,1%
ISIN	PLBZ000000044	Zmiana YTD	-7,9%
Liczba akcji (mln)	99,2	Średni obrót 1M	17,1 mln PLN
MC (mln PLN)	36 200,8	Średni obrót 6M	20,5 mln PLN
		P/E 12M fwd	14,0
Free float	30,0%	P/E 5Y avg	14,7
		dyskonto	

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	4 770	5 277	5 742	6 393	7 194
WNDB	7 606	7 764	8 461	9 442	10 394
Koszty	-3 368	-3 372	-3 782	-4 104	-4 165
Saldo rezerw	-785	-690	-975	-981	-1 002
Zysk netto	2 167	2 213	2 193	2 619	3 247
P/E	16,7	16,4	16,7	14,2	11,5
P/BV	1,8	1,7	1,5	1,4	1,3
ROE	11,1%	10,6%	9,4%	10,3%	12,0%
DPS	21,33	5,40	6,69	25,19	12,84
DYield	5,8%	1,5%	1,8%	6,9%	3,5%
Zmiana prognoz				2018P	2019P
Wynik odsetkowy				+0,0%	+0,8%
Wynik prowizyjny				-0,9%	-1,2%
Koszty razem				0,0%	0,0%
Saldo rezerw				+9,1%	0,0%
Zysk netto				-3,5%	+0,7%

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Kredyty netto	103 069	107 840	134 430	145 289	155 439
Pozostałe aktywa	47 031	44 835	47 596	50 367	57 430
Aktywa razem	150 100	152 674	182 025	195 657	212 868
Depozyty	112 522	111 481	135 956	151 119	166 390
Pozostałe zobowiązania	16 559	17 850	19 837	16 557	16 322
Udziały mniejszościowe	1 238	1 436	1 648	1 872	2 111
Kapitały własne	19 781	21 907	24 585	26 108	28 045

Wskaźniki

(%)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
NIM	3,4%	3,6%	3,6%	3,5%	3,6%
C/I	44,3%	43,4%	44,7%	43,5%	40,1%
CoR	0,8%	0,6%	0,8%	0,7%	0,6%
NPL Ratio	6,6%	5,8%	5,0%	5,0%	5,0%
Tier 1	14,6%	15,3%	12,9%	13,7%	13,3%

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	45 687
Zyski ekonomiczne	50%	42 821
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		44 254
Podatek bankowy		-69,92
Wartość godziwa na akcję		376,03
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		400,00

Komercni Banka akumuluj (obniżona)

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

Obniżamy naszą cenę docelową do 1 000 CZK/akcję oraz rekomendację z kupuj do akumuluj. Rewizja ceny docelowej jest spowodowana przez wolniejszy wpływ podwyżek stóp procentowych na wyniki niż tego pierwotnie oczekiwaliśmy, ale również przez rosnącą stopę wolną od ryzyka. Nasza najwyższa na rynku prognoza na 2018 rok została jeszcze podwyższona o 1% zaś na 2019 obniżona o 13% głównie ze względu na gorszą od oczekiwań dynamikę wyniku odsetkowego. Niemniej jednak nasze prognozy na lata 2019-20 pozostają 5-7% powyżej konsensusu. Uważamy, że w roku 2019 marża odsetkowa wreszcie zanotuje wzrost (+5 p.b.), który zostanie w części zniwelowany przez normalizację kosztu ryzyka do poziomu 13 p.b. (+0,27 p.p. R/R). Uważamy, że utrzymująca się wysoka rentowność Komercni Banka (>14% ROE) pozwala podtrzymać wskaźnik DYield na poziomie około 6% (przy wypłacie 52% zysku netto) w kolejnych dwóch latach. Oczekujemy, że pomimo cięcia naszych prognoz dla 2019 roku KB znowu zaprezentuje się atrakcyjniej od polskiego sektora bankowego z wyższym poziomem ROE (14% wobec 10%), DYield (6% wobec 3%) oraz brakiem ryzyka systemowego. Dlatego uważamy, że Komercni Banka powinno być notowane z 15% premią na wskaźniku P/BV oraz zgodnie na wskaźniku P/E.

Cena bieżąca	906,50 CZK	potencjał zmiany
Cena docelowa	1 000,00 CZK	+10,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	1 000,00 CZK	2018-12-05	
poprzednia	kupuj	1 111,00 CZK	2017-12-01	
Podstawowe dane		KOMB.CP	vs. WIG	
Ticker	KOMB.CP	Zmiana 1M	+4,2%	-1,6%
ISIN	CZ0008019106	Zmiana YTD	+4,4%	+11,0%
Liczba akcji (mln)	188,9	Średni obrót 1M	136,8 mln CZK	
MC (mld CZK)	171,2	Średni obrót 6M	123,1 mln CZK	
		P/E 12M fwd	12,1	-13,1%
Free float	39,6%	P/E 5Y avg	13,9	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln CZK)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	21 069	20 808	22 225	24 821	26 493
WNDB	31 751	31 060	31 808	34 401	36 339
Koszty	-14 026	-13 374	-14 495	-14 876	-15 215
Saldo rezerw	-1 817	391	897	-886	-1 758
Zysk netto	13 689	14 930	14 857	15 119	15 728
P/E	12,5	11,5	11,5	11,3	10,9
P/BV	1,7	1,8	1,7	1,6	1,5
ROE	13,4%	15,0%	14,9%	14,2%	13,9%
DPS	62,00	40,00	47,00	52,00	52,00
DYield	6,8%	4,4%	5,2%	5,7%	5,7%
Zmiana prognoz				2018P	2019P
Wynik odsetkowy				-9,6%	-11,2%
Wynik prowizyjny				-7,6%	-7,6%
Koszty razem				-1,3%	-1,2%
Saldo rezerw				-164,6%	-42,2%
Zysk netto				+0,7%	-12,8%

RZIS

(mln CZK)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy netto	21 067	20 808	22 225	24 821	26 493
Wynik prowizyjny	6 683	6 465	6 143	6 290	6 452
Wynik handlowy	3 837	3 576	3 218	3 057	3 149
Pozostałe przychody	170	211	222	233	244
WNDB	31 757	31 060	31 808	34 401	36 339
Koszty operacyjne	-14 033	-13 374	-14 495	-14 876	-15 215
Wynik operacyjny	17 724	17 686	17 313	19 525	21 124
Saldo rezerw	-1 818	391	897	-886	-1 758
Zysk operacyjny netto	15 906	18 077	18 210	18 638	19 366
Zysk jednostek zależnych	967	209	324	211	221
Wypłaty emerytalne	0	0	0	0	0
Zysk brutto	16 873	18 286	18 534	18 849	19 587
Podatek dochodowy	-2 799	-3 012	-3 336	-3 393	-3 526
Zyski mniejszościowych	386	344	341	337	334
Zysk netto	13 688	14 930	14 857	15 119	15 728

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln CZK)	wartość	udział
Etap I (2019-20)	17 868	10%
Korekta o PV	7 776	4%
Etap II (2021-35)	120 343	64%
Etap III (2036-55)	30 480	16%
Wartość rezydualna	11 447	6%
Wartość godziwa	187 914	100%

Liczba akcji (mln)	189
Koszt kapitału	7,0%
Wartość godziwa na akcję (CZK)	995
Cena docelowa za 9M (CZK)	1 047

Model zysków ekonomicznych

(mln CZK)	wartość	udział
Początkowe TNAV	84 228	49%
Etap I (2018-20)	24 265	14%
Korekta o PV	10 233	6%
Etap II (2021-35)	46 287	27%
Etap III (2036-55)	5 942	3%
Wartość godziwa	170 955	100%

Liczba akcji (mln)	189
Koszt kapitału	7,0%
Wartość godziwa na akcję (CZK)	905
Cena docelowa za 9M (CZK)	953

Podsumowanie wyceny

(mln CZK)	waga	wycena
DDM	50%	187 914
Zyski ekonomiczne	50%	170 955
Średnia wartość godziwa na akcję (CZK)		179 435
Koszt kapitału 9M		950
Cena docelowa za 9M (CZK)		1 000

Erste Bank kupuj (podtrzymana)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj, ale podwyższamy naszą cenę docelową do 46,18 EUR/akcję. Erste Bank zaraportował o 6% wyższe wyniki od konsensusu w 1Q'18, o 12% w 2Q'18 oraz o 38% w 3Q'18 co skłoniło nas do podniesienia naszych prognoz o 3% na 2018 oraz o 4% na 2019 i 2020 rok. Erste Bank ze swoją ekspozycją na rynku CEE jest bezpośrednim beneficjentem wzrostu gospodarczego w regionie, a co za tym idzie poprawiającej się jakości aktywów i rosnących stóp procentowych. Szacujemy, że koszt ryzyka w 2018 roku wyniesie -4 p.b., (rozwiązanie rezerw) a w latach 2019-20 zaledwie 8-14 p.b. Dodając do równania stabilizację marży odsetkowej uważamy, że wskaźnik TROE pozostanie na poziomie 11% w kolejnych dwóch latach. Uważamy, że w 2019 roku bank może zaskoczyć niższą dynamiką kosztów, a co za tym idzie zaraportować niższy wskaźnik C/I niż tego obecnie oczekujemy (62%) oraz marżą odsetkową na fali nadal niepewnych podwyżek stóp procentowych w strefie EURO. Jednocześnie patrzymy z optymizmem na oferowaną dywidendę, której stopę szacujemy na poziomie >4% w latach 2019-20. Negatywnie w 2019 roku może zaskoczyć koszt ryzyka oraz koszt finansowania, który może zacząć reagować na podwyżki stóp w Czechach. Oczekujemy, że prognoza Zarządu na 2019 rok ponownie będzie ustawiona na bardzo bezpiecznym poziomie co może wyhamować sentyment do spółki na początku roku. Pośród banków regionalnych preferujemy Erste do OTP, ale głównie ze względu na bardzo atrakcyjną wycenę.

Cena bieżąca

34,41 EUR

potencjał zmiany

Cena docelowa

46,18 EUR

+34,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	46,18 EUR	2018-12-05	
poprzednia	kupuj	43,00 EUR	2018-08-02	
Podstawowe dane			EBS.AV	vs. WIG
Ticker	EBS.AV	Zmiana 1M	-3,6%	-9,4%
ISIN	AT0000652011	Zmiana YTD	-1,4%	+5,2%
Liczba akcji (mln)	429,8	Średni obrót 1M	23,9 mln EUR	
MC (mln EUR)	14 789,4	Średni obrót 6M	24,4 mln EUR	
		P/E 12M fwd	9,8	-14,9%
Free float	69,5%	P/E 5Y avg	11,5	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln EUR)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	4 375	4 353	4 540	4 820	5 094
WNDB	6 484	6 475	6 690	7 057	7 411
Koszty	-4 028	-4 158	-4 266	-4 327	-4 396
Saldo rezerw	-196	-132	62	-135	-233
Zysk netto	1 265	1 316	1 541	1 573	1 690
P/E	11,7	11,2	9,6	9,4	8,8
P/BV	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9
ROE	10,8%	10,0%	10,8%	10,4%	10,6%
DPS	0,50	1,00	1,20	1,50	1,54
DYield	1,5%	2,9%	3,5%	4,4%	4,5%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy			+0,1%	+0,7%	+0,5%
Wynik prowizyjny			-0,4%	-0,6%	-0,5%
Koszty razem			+11,5%	+11,4%	+11,5%
Saldo rezerw			+3501,3%	-32,0%	-17,8%
Zysk netto			+2,6%	+4,4%	+4,2%

RZiS

(mln EUR)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy netto	4 375	4 353	4 540	4 820	5 094
Wynik prowizyjny	1 783	1 852	1 934	1 983	2 036
Wynik handlowy	326	270	216	254	281
WNDB	6 484	6 475	6 690	7 057	7 411
Poz. wynik operacyjny	79	-1	2	-32	-37
Podatek bankowy	-389	-106	-113	-119	-126
Koszty operacyjne	-4 028	-4 158	-4 266	-4 327	-4 396
Zysk operacyjny	2 146	2 210	2 313	2 579	2 852
Saldo rezerw	-196	-132	62	-135	-233
Zysk operacyjny netto	1 950	2 078	2 375	2 444	2 618
Zyski nadzwyczajne	0	0	0	0	0
Zysk brutto	1 950	2 078	2 375	2 444	2 618
Podatek dochodowy	-414	-410	-447	-480	-517
Zyski mniejszościowych	-272	-352	-386	-391	-412
Zysk netto	1 265	1 316	1 541	1 573	1 690

Bilans

(mln EUR)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Kredyty netto	135 267	139 532	153 273	165 544	176 206
Pozostałe aktywa	72 960	81 127	79 817	83 223	86 866
Aktywa razem	208 227	220 659	233 090	248 766	263 071
Depozyty	138 013	150 969	162 075	171 776	180 501
Pozostałe zobowiązania	53 612	51 402	51 494	56 320	60 627
Udziały mniejszościowe	4 142	4 416	4 802	5 192	5 604
Kapitały własne	12 460	13 872	14 719	15 477	16 340

Wskaźniki

(%)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
NIM	2,2%	2,0%	2,1%	2,1%	2,1%
C/I	60,9%	64,2%	63,7%	61,8%	59,8%
CoR	0,1%	0,1%	0,0%	0,1%	0,1%
NPL Ratio	4,9%	4,0%	4,8%	4,8%	4,8%
Tier 1	13,4%	14,0%	13,7%	13,4%	13,4%

Wycena sumą części (SOTP)

(mln EUR)	Wartość godziwa	FVPS (EUR)	Zysk netto			P/E			BV		P/BV
			2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P	2018	2018	
Austria	7 225	16,81	605	560	591	11,9	12,9	12,2	4 283	1,7	
Savings Banks	370	0,86	62	61	66	6,0	6,0	5,6	2 763	0,1	
Erste Oesterreich	4 185	9,74	289	301	321	14,5	13,9	13,0	1 520	2,8	
Austria pozostała	2 671	6,21	255	198	204	10,5	13,5	13,1	1 873	1,4	
CEE ogółem	17 282	40,21	1 251	1 300	1 360	13,8	13,3	12,7	6 555	2,6	
Republika Czeska	8 370	19,47	590	585	602	14,2	14,3	13,9	2 489	3,4	
Rumunia	3 196	7,44	220	256	267	14,5	12,5	12,0	1 334	2,4	
Słowacja	3 183	7,41	193	219	246	16,5	14,5	12,9	950	3,4	
Węgry	1 509	3,51	138	123	128	10,9	12,2	11,8	823	1,8	
Chorwacja	764	1,78	100	103	101	7,6	7,4	7,6	758	1,0	
Serbia	261	0,61	9	13	16	29,1	19,6	16,3	202	1,3	
Pozostałe	-5 597	-13,02	-314	-287	-262	17,8	19,5	21,3	1 224	-4,6	
Grupa Erste ogółem	18 910	44,00									

Podsumowanie wyceny

(mln EUR)	waga	wycena
Koszt kapitału 12M		6,6%
DDM	50%	21 475
Zyski ekonomiczne	50%	16 345
Średnia wartość godziwa		18 910
na akcję (EUR)		44,00
Koszt kapitału 9M		5,0%
Cena docelowa za 9M (EUR)		46,18

OTP Bank akumuluj (obniżona)

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

Pomimo podwyższenia naszej ceny docelowej do 13 046 HUF/akcję obniżamy naszą rekomendację kupuj do akumuluj ze względu na znaczący wzrost kursu akcji w ostatnim miesiącu. Lepsze od oczekiwań wyniki banku na przestrzeni ostatnich 9 miesięcy skłoniły nas do podniesienia naszych prognoz o 22% na 2018 rok oraz o 12% na 2019. Nasza prognoza na 2018 rok na poziomie 337 mld HUF (bez zdarzeń jednorazowych) jest wyższa od oczekiwań Zarządu o około 4%. Jednocześnie nasze prognozy na lata 2018-20 są o 5% wyższe od konsensusu (ze zdarzeniami jednorazowymi). Uważamy, że konsensus prognoz po silnym wzroście w 2018 roku będzie dalej kontynuował swoją wspinaczkę w 2019 roku. W naszych prognozach ujęliśmy nowe akwizycje OTP w Bułgarii oraz w Albanii. Uważamy, że OTP Bank będzie kontynuował politykę przejęć co oceniamy pozytywnie. Naszym zdaniem zapewni ona pozytywną dynamikę wyników w roku 2020+ pomimo normalizacji kosztu ryzyka. Największym zagrożeniem w polityce akwizycji jest nagłe spowolnienie gospodarcze, które może skutkować znacznie dłuższą restrukturyzacją przejmowanych biznesów. Do zagrożeń zaliczamy także znaczącą ekspozycję OTP na Rosję i Ukrainę, szczególnie biorąc pod uwagę rosnące napięcia geopolityczne. W 2019 roku oczekujemy płaskiej dynamiki zysku netto. Z jednej strony wyniki wspierane będą przez rosnące wolumeny kredytów (+16% R/R) oraz stabilizację marży odsetkowej, a z drugiej strony oczekujemy normalizacji kosztu ryzyka, który był najniższy od co najmniej 12 lat. Wszystko to przełoży się na bardzo wysokie ROE które szacujemy na 16% w 2019 roku czyli poziom, który będzie nieosiągalny dla żadnego innego analizowanego przez nas banku.

RZiS

(mld HUF)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	522	547	603	675	700
Wynik prowizyjny	176	209	225	243	250
Pozostały	40	53	67	74	77
WNDB	738	809	895	992	1 028
Koszty działalności operacj	400	442	490	520	528
Wynik operacyjny	338	367	404	472	500
Saldo rezerw	93	46	24	93	100
Zysk brutto	245	321	381	379	400
Podatek dochodowy	44	37	44	46	47
Zysk netto dywizji	201	284	337	334	353
Odpis WNI	12	-6	0	0	0
Podatek bankowy	-14	-15	-15	-17	-17
Inne	6	15	0	0	1
Zyski mniejszościowych	-3	0	0	5	4
Zysk netto	202	281	322	322	341

Wycena sumą części (SOTP)

(mld HUF)	Wartość godziwa	FVPS (HUF)	Zysk netto			P/E	BV	P/BV
			2018	2019	2020	2019	2020	2018
Węgrzy + pozostałe	1 979	7 411	196,8	167,2	178,2	10,1	11,8	2,6
CEE ogółem	1 431	5 350	140,2	165,7	174,1	10,2	8,6	1,5
DSK	618	2 314	49,2	70,5	75,8	12,6	8,8	2,3
OBS	25	93	0,6	0,6	0,4	45,0	40,3	0,7
OTP Banka Hrvatska	285	1 067	27,5	26,5	27,0	10,4	10,7	1,0
OTP Banka Romania	127	477	7,0	10,3	10,5	18,3	12,4	2,3
OTP Russia	191	707	27,2	31,4	32,7	7,2	6,2	1,2
CJSC OTP Bank	79	296	24,7	19,7	17,6	3,2	4,0	1,3
OTP Banka Serbia	80	298	1,0	4,2	7,3	87,8	21,0	1,0
CKB	26	97	3,2	2,5	2,9	8,1	10,2	1,0
Suma dywizji	3 410	12 761	337,1	333,0	352,3	10,1	10,2	2,0
Podatek bankowy	-171	-642						
Grupa OTP ogółem	3 239	12 119						

Cena bieżąca	11 810,00 HUF	potencjał zmiany
Cena docelowa	13 046,00 HUF	+10,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	13 046,00 HUF	2018-12-05	
poprzednia	kupuj	12 090,00 HUF	2018-06-06	
Podstawowe dane			OTP.HB	vs. WIG
Ticker	OTP.HB	Zmiana 1M	+14,7%	+8,9%
ISIN	HU00000061726	Zmiana YTD	+12,5%	+19,1%
Liczba akcji (mln)	267,0	Średni obrót 1M	9,9 mld HUF	
MC (mld HUF)	3 153,7	Średni obrót 6M	5,7 mld HUF	
		P/E 12M fwd	10,5	+2,3%
Free float	100,0%	P/E 5Y avg	10,3	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mld HUF)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	522	547	603	675	700
WNDB	738	809	895	992	1 028
Koszty	-400	-442	-490	-520	-528
Saldo rezerw	-93	-46	-24	-93	-100
Zysk netto	202	281	322	322	341
P/E	15,6	11,2	9,8	9,8	9,2
P/BV	2,2	1,9	1,7	1,4	1,3
ROE	15,3%	18,4%	18,3%	15,7%	15,7%
DPS	173,01	199,22	229,63	276,72	296,56
DYield	1,5%	1,7%	1,9%	2,3%	2,5%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	
Wynik odsetkowy			-0,3%	+7,3%	
Wynik prowizyjny			+2,3%	+5,7%	
Koszty razem			+5,8%	+11,6%	
Saldo rezerw			-68,6%	+18,6%	
Zysk netto			+22,4%	+12,2%	

Bilans

(mld HUF)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Kredyty netto	5 736	6 988	8 011	9 276	9 685
Pozostałe aktywa	5 571	6 203	6 626	7 182	7 273
Aktywa razem	11 308	13 190	14 637	16 458	16 958
Depozyty	8 541	10 219	11 172	12 757	13 330
Pozostałe zobowiązania	1 346	1 328	1 581	1 459	1 107
Udziały mniejszościowe	3	3	4	4	5
Kapitały własne	1 417	1 640	1 880	2 237	2 516

Wskaźniki

(%)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
NIM	4,7%	4,5%	4,3%	4,3%	4,2%
C/I	54,2%	54,6%	54,8%	52,4%	51,3%
CoR	1,4%	0,6%	0,3%	1,0%	1,0%
NPL Ratio	15,2%	9,2%	5,8%	6,1%	7,0%
Tier 1	13,5%	12,7%	15,9%	16,3%	17,7%

Podsumowanie wyceny

(mld HUF)	waga	wycena
Koszt kapitału 12M		10,2%
DDM	50%	3 229
Zyski ekonomiczne	50%	3 617
Średnia wartość godziwa na akcję (HUF)		12 761
Podatek bankowy		-642
Zyski mniejszościowych		-58
Wartość godziwa na akcję (HUF)		12 119
Koszt kapitału 9M		7,6%
Cena docelowa za 9M (HUF)		13 046

PZU akumuluj (obniżona)

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

Rekomendujemy akumulowanie walorów PZU z ceną docelową na poziomie 46,50 PLN/akcję. Obniżamy nasze prognozy na lata 2019-20 o 5%-7% głównie ze względu na lekką negatywną korektę prognozy na składkę przypisaną brutto oraz odszkodowania. Uważamy, że w latach 2019-20 składka przypisana brutto wzrośnie o odpowiednio 2,3% i 2,5% zaś odszkodowania średniorocznie o 2%. Uważamy, że bardzo niski poziom wskaźnika COR w 2018 roku będzie ciężki do powtórzenia w kolejnych latach szczególnie biorąc pod uwagę rosnącą wartość szkody motoryzacyjnej oraz brak znaczących zdarzeń katastrofalnych w 2018 roku. Wyniki z 2018 i 2019 roku powinny przełożyć się na wskaźnik DY na poziomie >6,5% co jest nadal jedną z najwyższych dywidend w polskim sektorze finansowym. Zagrożeniem dla dywidendy może być ewentualna transakcja nabycia 12,8% udziału w Pekao od Polskiego Funduszu Rozwoju (PFR). Transakcja staje się coraz bardziej prawdopodobna szczególnie biorąc pod uwagę spadającą dywidendę w Pekao od 2019 roku. Uważamy, że cena za pakiet może wynieść około 4,1 mld PLN (123 PLN za akcję Pekao, czyli cena nabycia akcji od UCI) ewentualnie pomniejszona o dywidendy otrzymane od spółki. Taka wycena pakietu PFR jest uzasadniona według nas przez fakt, że akcje zostały nabyte za kredyt. Z drugiej strony pozytywnie w wynikach za 2019 rok może zaskoczyć składka przypisana brutto związana ze współpracą z Pekao. Ze względu na wyższą dynamikę zysku, porównywalną dywidendę oraz bardziej atrakcyjną wycenę preferujemy inwestycje w akcje Pekao niż PZU.

Cena bieżąca	43,80 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	46,50 PLN	+6,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	46,50 PLN	2018-12-05	
poprzednia	kupuj	47,50 PLN	2018-11-05	
Podstawowe dane			PZU	vs. WIG
Ticker	PZU	Zmiana 1M	+7,9%	+2,1%
ISIN	PLPZU0000011	Zmiana YTD	+10,4%	+17,0%
Liczba akcji (mln)	863,5	Średni obrót 1M	73,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	37 822,3	Średni obrót 6M	70,5 mln PLN	
		P/E 12M fwd	11,6	-6,5%
Free float	64,8%	P/E 5Y avg	12,4	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Skł. przyp. brutto	20 219	22 847	23 158	23 700	24 282
Odszkodowania	-12 732	-14 942	-14 701	-14 998	-15 304
Wynik inw.	1 300	1 895	1 111	1 450	1 541
Koszty razem	-4 246	-4 511	-4 670	-4 953	-5 092
Zysk netto	1 954	2 910	3 197	3 247	3 407
P/E	19,5	13,0	11,8	11,6	11,0
P/BV	2,9	2,6	2,4	2,3	2,2
ROE	15,1%	21,1%	21,1%	20,2%	20,0%
DPS	2,08	1,40	2,70	2,78	2,84
DYield	4,7%	3,2%	6,2%	6,3%	6,5%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
Składka przypisana brutto			-0,7%	-0,9%	-1,1%
Odszkodowania			-1,1%	+0,6%	+1,1%
Wynik inwestycyjny			-17,1%	+4,2%	+10,2%
Koszty razem			-0,4%	+1,1%	+1,2%
Zysk netto			+2,6%	-5,4%	-7,3%

RZIS

(mln PLN)	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Składka przypisana brutto	20 219	22 847	23 158	23 700	24 282
Składka zarobiona netto	18 625	21 354	22 220	22 601	23 140
Odszkodowania i świadcze	-12 732	-14 941	-14 701	-14 998	-15 304
Wynik inwestycyjny	1 300	2 217	1 111	1 450	1 541
Koszty akwizycji	-2 613	-2 901	-3 081	-3 317	-3 414
Koszty administracyjne	-1 633	-1 624	-1 589	-1 636	-1 677
Pozostałe przychody/koszt	-604	-787	-1 116	-1 285	-1 471
Wynik na działalności bank	648	2 487	3 971	4 631	5 305
Wynik operacyjny	2 991	5 805	6 815	7 446	8 119
Koszty finansowe	0	0	0	0	0
Jednostki zależne	16	16	16	-3	0
Zysk brutto	3 007	5 821	6 831	7 443	8 119
Podatek dochodowy	-614	-1 293	-1 631	-1 782	-1 942
Zysk mniejszości	439	1 323	2 002	2 414	2 770
Zysk netto	1 954	3 205	3 197	3 247	3 407

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2017-19)	5 944	21%
Korekta o PV	1 984	7%
Etap II (2020-34)	15 581	54%
Etap III (2035-54)	4 266	15%
Wartość rezydualna	876	3%
Wartość godziwa	28 651	100%
Liczba akcji (mln)	864	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	33,18	
Cena docelowa za 9M (PLN)	35,29	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	10 783	43%
Etap I (2017-19)	3 262	13%
Korekta o PV	1 162	5%
Etap II (2020-34)	8 031	32%
Etap III (2035-54)	1 997	8%
Wartość godziwa	25 236	100%
Liczba akcji (mln)	864	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	29,22	
Cena docelowa za 9M (PLN)	31,09	

Wycena PZU (bez banków)

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	28 651
Zyski ekonomiczne	50%	25 236
Średnia wartość godziwa		26 944

Wycena sumą części (SOTP)

(mln PLN)	łącznie	na akcję
PZU (bez banków)	26 944	31,20
Bank Pekao	7 524	8,71
Alior Bank	3 284	3,80
Suma części	37 751	43,72
Cena docelowa za 9M (PLN)	46,50	

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. 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. 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. Jednocześnie uważamy, że Kruk powinien mieć dobry 2019 rok pod względem wyników. Wzrost wyniku netto szacujemy na +18%, głównie napędzanego przez znaczące zakupy portfeli, które spółka zrobiła w roku 2018. W krótkim terminie uważamy, że pozytywny wpływ na sentyment do Kruka może mieć osiągnięcie porozumienia budżetowego we Włoszech (z UE), skąd pochodzi coraz bardziej istotna część biznesu windykatorka. Uważamy, że w momencie poprawy sentymentu Kruk powinien zyskiwać bardziej niż zachodnioeuropejscy konkurenci ze względu na historyczną premię oraz wyższą dynamikę wyników.

Cena bieżąca	177,10 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	292,77 PLN	+65,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	292,77 PLN	2018-12-05
poprzednia	kupuj	292,77 PLN	2018-09-17
Podstawowe dane		KRU	vs. WIG
Ticker	KRU	Zmiana 1M	-4,4% -10,2%
ISIN	PLKRRK0000010	Zmiana YTD	-31,0% -24,4%
Liczba akcji (mln)	18,9	Średni obrót 1M	6,1 mln PLN
MC (mln PLN)	3 342,2	Średni obrót 6M	11,3 mln PLN
		P/E 12M fwd	8,8 -36,4%
Free float	87,0%	P/E 5Y avg	13,8 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	13,1	11,2	9,5	8,0	7,3
P/BV	2,7	2,3	1,9	1,7	1,5
ROE	24,6%	21,9%	22,1%	22,4%	21,6%
DPS	7,66	6,21	5,00	8,43	11,09
DYield	4,3%	3,5%	2,8%	4,8%	6,3%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
Nabyte pakiety wierzytelności		0,0%	0,0%	0,0%	
Usługi windykatorky		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 wierzytel.	454	559	690	783	905
Usługi windykatorky	9	15	14	17	19
Pozostałe produkty	13	15	15	18	21
Marża pośrednia	477	589	719	818	945
Koszty ogólne	117	148	168	186	214
Wynik na pozostałej działalności	3	-2	-2	-3	-3
EBITDA	363	439	549	630	728
Amortyzacja	14	19	21	24	26
EBIT	349	421	528	606	701
Przychody/koszty finansov	-63	-86	-135	-141	-193
Zysk brutto	286	335	393	465	508
Podatek dochodowy	38	40	39	46	51
Zysk netto	249	295	353	418	457
Nakłady na nowe portfele	1 286	976	1 245	1 422	1 518
Spląty	-992	-1 369	-1 705	-1 920	-2 176

Wycena DDM oraz EVA

(mln PLN)	DDM	EVA
Początkowe TNAV		1 460
Etap I (2018-27)	1 602	2 230
Etap II (2028-47)	2 646	1 208
PV TV	993	
Wartość godziwa na 01/2018	5 241	4 898
Korekta o wartość pieniądza w czasie	79	263
Obecna wartość firmy	5 320	5 161
Liczba akcji (mln)	18,9	18,9
Koszt kapitału	7,6%	7,6%
Wartość godziwa na akcję (PLN)	281,88	273,47
Cena docelowa za 9M (PLN)	302,17	293,16

Podsumowanie DCF

	(mln PLN)
Suma FCF	82
Wartość rezydualna (TV)	12 101
Wzrost FCF po prognozie	3,0%
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	6 370
Wartość firmy (EV)	6 452
Dług netto	1 724
Udziałowcy mniejszościowi	0
Wartość firmy na 01/2018	4 728
Korekta o wartość pieniądza w czasie	254
Obecna wartość godziwa	4 982
Ilość akcji (mln)	18,9
Wartość firmy na akcję (PLN)	263,98

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	33%	5 320
Zyski ekonomiczne	33%	5 161
DCF	33%	4 982

Wycena na akcję

(PLN)	waga	wycena
DDM	33%	281,88
Zyski ekonomiczne	33%	273,47
DCF	33%	263,98
Średnia wartość godziwa		273,11
Koszt kapitału 9M		6,2%
Cena docelowa za 9M (PLN)		292,77

Skarbiec Holding kupuj (podtrzymana)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj z ceną docelową na poziomie 31,36 PLN na akcję. 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 otrzymywać opłatę za ich zarządzanie. Na koniec września Trigon TFI posiadał 1,2 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 14-19%.

Cena bieżąca

23,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

31,36 PLN

+33,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	31,36 PLN	2018-12-05	
poprzednia	kupuj	31,02 PLN	2018-11-05	
Podstawowe dane			SKH	vs. WIG
Ticker	SKH	Zmiana 1M	+8,3%	+2,5%
ISIN	PLSKRBH00014	Zmiana YTD	-15,2%	-8,6%
Liczba akcji (mln)	6,8	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	160,3	Średni obrót 6M	0,4 mln PLN	
		P/E 12M fwd	7,1	-8,3%
Free float	25,4%	P/E 5Y avg	7,8	dyskonto

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	4,9	8,2	7,3	6,9	7,0
P/BV	1,6	1,8	1,8	1,8	1,8
ROE	34,1%	20,6%	24,4%	25,3%	25,0%
DPS	3,08	4,57	3,00	3,30	3,36
DYield	13,1%	19,5%	12,8%	14,0%	14,3%
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	69,6	80,9	81,8	87,3	91,8
Wynagrodzenie zmienne	31,4	15,2	16,2	14,3	14,3
Pozostałe	8,3	5,4	5,6	6,1	6,6
Przychody	109,2	101,5	103,7	107,7	112,7
Koszty dystrybucji	-34,4	-41,5	-42,6	-44,5	-48,6
Koszty świadczeń pracowr	-16,3	-19,8	-17,5	-17,5	-17,9
Pozostałe koszty działalno:	-18,5	-16,8	-17,5	-18,3	-19,2
Koszty operacyjne	-69,2	-78,1	-77,6	-80,3	-85,6
Pozostałe	0,3	0,9	1,0	1,1	1,1
Zysk brutto	40,3	24,3	27,1	28,5	28,2
Podatek dochodowy	-7,8	-4,7	-5,1	-5,4	-5,4
Zysk netto	32,5	19,6	21,9	23,1	22,8
Aktywa detaliczne	3 919	4 414	4 845	5 383	6 058
Aktywa dedykowane	14 623	2 375	2 494	2 618	2 749
AUM ogółem	18 542	6 789	7 339	8 002	8 807

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Środki pieniężne	34,6	50,1	37,2	39,1	41,6
Pozostałe aktywa	82,7	67,4	89,1	93,4	99,5
Aktywa razem	117,2	117,5	126,3	132,5	141,2
Obligacje i kredyty	0,3	0,1	17,4	21,9	29,6
Pozostałe zobowiązania	16,1	15,0	18,1	19,2	20,4
Udziały mniejszościowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitały własne	100,8	102,4	90,8	91,3	91,2

Analiza porównawcza

	P/E			Kapitalizacja/AUM		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	7,2	7,1	6,2	0,0	0,0	0,0
Maksimum	17,4	15,9	14,1	0,0	0,0	0,0
Mediana	11,1	11,4	10,5	0,0	0,0	0,0
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
PV Dywidend (Etap I)	133	61%
PV Dywidend (Etap II)	81	37%
PV wartości rezydualnej	4	2%
Wartość godziwa na 07/2018	219	100%
Korekta o wartość pieniądza w czasie	-2	
Wartość godziwa	217	
Rozwodnienie (program menadż.)	-8	
Obecna wartość godziwa	209	
Liczba akcji (mln)	6,8	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	30,64	
Cena docelowa za 9M (PLN)	33,17	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowy TNAV	89	41%
Etap I (2018-2025)	87	40%
Etap II - 20-lat	40	18%
Wartość godziwa na 07/2018	215	100%
Korekta o wartość pieniądza w czasie	8	
Wartość godziwa	223	
Rozwodnienie (program menadż.)	-8	
Obecna wartość godziwa	215	
Liczba akcji (mln)	6,8	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	31,44	
Cena docelowa za 9M (PLN)	34,04	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	33%	209
Zyski ekonomiczne	33%	215
Porównawcza	33%	175

Wycena na akcję

(PLN)	waga	wycena
DDM	33%	30,64
Zyski ekonomiczne	33%	31,44
Porównawcza	33%	25,70
Koszt kapitału 9M		8,3%
Cena docelowa za 9M (PLN)		31,36

Chemia Ciech kupuj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Wypowiedzi z ostatniej konferencji sektora sody w Chinach sugerują, że obecnie na horyzoncie nie ma żadnych istotnych nowych mocy produkcyjnych na świecie. Globalny popyt na sodę kalcynowaną ma do 2023 roku rosnąć w średniorocznym tempie 1,7%, natomiast podaż 1,4%. Dodatkowo pozytywnie na bilans sody na świecie wpływają dalsze zamknięcia chińskich fabryk sody w związku z prowadzoną polityką środowiskową. W 2017 roku chiński eksport wyniósł 1,5 mln ton i był o 23% r/r niższy (w 2018 -11% YTD). Przy obserwowanym w bieżącym roku wzroście surowców energetycznych (który dotyka zarówno producentów sody naturalnej jak i tej wytwarzanej metodą Solvay'a) realnie naszym zdaniem możliwe są nawet 5% r/r wzrosty cen sody w 2019 roku (obecnie rynek oczekuje około 2% r/r). Pozytywnie na poziom popytu w środkowej Europie wpływa rozbudowa dwóch znaczących hut szkła (Guardian i Euroglas). Dodatkowo w bieżącym roku część z klientów, którzy zakontraktowali dostawy sody z Turcji nie otrzymało na czas zakontraktowanych wolumenów z uwagi na niskie stanu wód w rzekach. Może to naszym zdaniem zachęcić większą ilość odbiorców do większej kontraktacji sody w 2019 roku od lokalnych producentów. Według nas wyższe ceny sody oraz rozpoczęcie działalności nowej inwestycji sody oczyszczonej w Niemczech przełożą się na poprawę EBITDA segmentu sody w 2019 roku o 70 mln PLN. Z kolei akwizycja Proplan pozwoli na zwiększenie wyniku EBITDA w segmencie organiki o 25 mln PLN. Nie zmieniamy naszej ceny docelowej dla Grupy Ciech (77,05 PLN/akcja) oraz nie zmieniamy naszej rekomendacji kupuj.

Cena bieżąca

43,58 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

77,05 PLN

+76,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	77,05 PLN	2018-11-05

Podstawowe dane		CIE PW	vs. WIG
Ticker	CIE PW	Zmiana 1M	+2,3% -3,4%
ISIN	PLCIECH000018	Zmiana YTD	-12,8% -6,3%
Liczba akcji (mln)	52,7	Średni obrót 1M	5,4 mln PLN
MC (mln PLN)	2 296,7	Średni obrót 6M	5,6 mln PLN
EV (mln PLN)	3 643,8	EV/EBITDA 12M fwd	5,2 -16,6%
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	3 591	3 836	4 050
EBITDA skor.	874	808	687	779	856
marża EBITDA	25,3%	22,6%	19,1%	20,3%	21,1%
EBIT skor.	650	564	413	489	555
Zysk netto skor.	585	373	289	347	399
P/E skor.	3,9	6,2	7,9	6,6	5,7
P/BV	1,3	1,0	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA skor.	3,9	3,9	5,3	4,6	4,1
DPS	2,85	0,00	7,50	3,02	4,28
DYield	6,5%	0,0%	17,2%	6,9%	9,8%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Soda (USD/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Soda Ciech (PLN/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Soda vol (tys. ton)		0,0%	0,0%	0,0%	
Węgiel do celów energetycznych (PLN/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Węgiel 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	558	628	692
EBITDA organika	78	97	90	116	125
EBITDA krzemiany	35	37	44	40	44
EBITDA pozostałe	-33	-5	-4	-4	-4
EBITDA/t soda	348	306	245	262	288
Przepływy oper.	837	629	605	680	742
Amortyzacja	223	244	274	291	301
Kapitał obrotowy	97	-66	0	-4	-3
Przepływy inw.	-446	-389	-650	-414	-377
CAPEX	458	402	650	414	377
Przepływy fin.	-180	-164	-440	-206	-271
Dywidenda/buyback	-150	0	-395	-159	-225
FCF	387	234	-42	267	366
FCF/EBITDA	44%	28%	-6%	34%	43%
CFO/EBITDA	95%	75%	88%	87%	87%

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Aktywa	4 502	4 644	4 600	4 846	5 070
Aktywa trwałe	3 210	3 205	3 644	3 768	3 846
Kapitał własny	1 767	2 188	2 141	2 329	2 503
Udział mniejszości	-3	-3	-3	-3	-3
Dług netto	1 116	865	1 350	1 290	1 196
Dług netto/EBITDA (x)	1,3	1,0	2,0	1,7	1,4
Dług netto/kap. wł. (x)	0,6	0,4	0,6	0,6	0,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	5,8	5,9	4,9	4,4	4,4	3,9
Maksimum	26,3	25,8	20,9	15,0	13,4	11,6
Mediana	11,7	10,2	9,2	7,1	6,0	6,0
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Soda (USD/t)	265	276	276	276	276	276	276	276	276	276	276
Soda Ciech (PLN/t)	814,5	843,3	866,8	866,8	866,8	866,8	866,8	866,8	866,8	866,8	866,8
Soda vol (tys. ton)	2 280	2 400	2 400	2 400	2 400	2 400	2 400	2 400	2 400	2 400	2 400
Przychody	3 591	3 836	4 050	4 135	4 226	4 258	4 283	4 300	4 317	4 335	4 353
EBITDA	687	779	856	876	889	891	893	888	883	879	874
marża EBITDA	19,1%	20,3%	21,1%	21,2%	21,1%	20,9%	20,9%	20,7%	20,5%	20,3%	20,1%
EBIT	413	489	555	561	583	591	582	573	564	556	
Podatek	79	95	109	110	116	118	118	116	114	113	111
CAPEX	-650	-414	-377	-315	-287	-294	-300	-305	-309	-313	-318
Kapitał obrotowy	0	-4	-3	-1	-1	0	0	0	0	0	0
FCF	-42	267	366	450	485	479	474	467	460	452	446
PV FCF	-41	243	310	354	355	324	296	269	243	218	
WACC	7,0%	7,1%	7,1%	7,2%	7,4%	7,5%	7,6%	7,7%	7,9%	8,0%	8,2%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	2 571
Dług netto	1 260
Inne korekty	-3
Wycena DCF na akcję (PLN)	90,66

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	54,45
DCF	50%	90,66
Cena wynikowa		72,55
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		77,05

Grupa Azoty trzymaj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Według Yara w 2019 i 2020 roku globalnie poza Chinami zostaną otwarte nowe fabryki nawozów o mocach 2,2 mln ton rocznie vs. 6,7 mln ton w 2017 roku i 4,1 mln ton w 2018 roku. Dodatkowo w trzech kolejnych latach wzrost mocy produkcyjnych będzie na niższym poziomie niż rośnie popyt, co pomoże w odbudowie marży branży nawozowej. Naszym zdaniem obserwowane w 4Q'18 odbudowanie marży na produkcji nawozów saletrzanych oraz przejście Compo Expert pozwoli na odbicie wyników finansowych w 2019 roku (z 0,7 mld EBITDA do 1,0 mld w 2019 roku). Naszym zdaniem po akwizycji Compo Expert zadłużenie netto do EBITDA na koniec 2019 roku zwiększy się do około 3,0x. To z kolei może negatywnie wpłynąć na entuzjazm instytucji finansowych do współuczestnictwa w finansowaniu projektu PDH (5,0 mld PLN Capex). Widzimy szanse, że Grupa Azoty będzie musiała zrewidować największy swój projekt inwestycyjny, bądź poszukać dodatkowego partnera w celu jego finansowania (PFR, BGK, inna spółka Skarbu Państwa). To z kolei naszym zdaniem mogłoby zostać pozytywnie odebrane przez rynek finansowy. Nie zmieniamy naszej wyceny Grupy Azoty (33,00 PLN/akcja) oraz nie zmieniamy naszej rekomendacji trzymaj.

Cena bieżąca

35,48 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

33,00 PLN

-7,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	33,00 PLN	2018-11-23

Podstawowe dane			ATT PW	vs. WIG
Ticker	ATT PW	Zmiana 1M	+47,8%	+42,1%
ISIN	PLZATRM00012	Zmiana YTD	-48,1%	-41,5%
Liczba akcji (mln)	99,2	Średni obrót 1M	16,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 519,5	Średni obrót 6M	5,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	4 926,7	EV/EBITDA 12M fwd	5,3	-20,0%
Free float	29,0%	EV/EBITDA 5Y avg	6,6	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	8 956	9 617	9 885	11 612	11 935
EBITDA skor.	1 034	1 262	771	996	1 098
marża EBITDA	11,5%	13,1%	7,8%	8,6%	9,2%
EBIT skor.	523	672	103	244	312
Zysk netto skor.	385	550	60	136	153
P/E skor.	9,1	6,4	58,4	25,8	23,0
P/BV	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA skor.	4,2	3,5	6,4	7,0	7,4
DPS	0,84	0,79	1,20	0,07	0,28
DYield	2,4%	2,2%	3,4%	0,2%	0,8%
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	80	318	389
EBITDA tworzywa	-33	221	189	179	176
EBITDA chemia	271	348	280	291	263
EBITDA Compo	0	0	0	136	142
EBITDA pozostałe	135	134	190	74	128
Przepływy oper.	1 136	1 107	735	937	1 070
Amortyzacja	511	590	667	752	786
Kapitał obrotowy	137	13	-6	-38	-7
Przepływy inw.	-1 303	-709	-820	-2 858	-2 017
CAPEX	1 236	1 063	1 020	2 912	2 017
Przepływy fin.	76	39	-163	1 466	710
Dywidenda/buyback	-83	-78	-119	-7	-27
FCF	-214	53	-291	-1 982	-952
FCF/EBITDA	-21%	4%	-39%	-199%	-87%
CFO/EBITDA	114%	93%	99%	94%	97%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Mocznik (PLN/t)	1 500	1 554	1 561	1 572	1 564	1 568	1 568	1 568	1 568	1 568	1 568
Saletra (PLN/t)	1 239	1 285	1 284	1 294	1 287	1 291	1 291	1 291	1 291	1 291	1 291
Gaz ziem. (PLN/m3)	1 115	1 092	1 120	1 120	1 120	1 120	1 120	1 120	1 120	1 120	1 120
Przychody	9 885	11 612	11 935	12 146	13 221	13 871	14 108	14 310	14 463	14 624	14 728
EBITDA	739	996	1 098	1 207	1 470	1 551	1 583	1 564	1 557	1 557	1 548
marża EBITDA	7,5%	8,6%	9,2%	9,9%	11,1%	11,2%	11,2%	10,9%	10,8%	10,6%	10,5%
EBIT	72	244	312	449	472	550	588	582	599	591	583
Podatek	4	29	26	48	21	38	49	52	57	57	56
CAPEX	-1 020	-2 912	-2 017	-1 618	-1 173	-599	-651	-697	-883	-958	-966
Kapitał obrotowy	-6	-38	-7	-5	-23	-14	-5	-4	-3	-4	-2
FCF	-291	-1 982	-952	-463	253	900	878	811	613	539	524
PV FCF	-289	-1 850	-839	-386	196	654	596	513	362	297	
WACC	7,7%	6,6%	6,3%	6,1%	6,5%	6,5%	6,6%	6,7%	6,7%	6,8%	6,8%
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%

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Aktywa	11 052	11 738	11 704	13 741	14 814
Aktywa trwałe	7 651	8 070	8 432	10 596	11 835
Kapitał własny	6 534	6 856	6 771	6 901	7 027
Udział mniejszości	595	588	585	589	591
Dług netto	273	367	822	2 890	4 008
Dług netto/EBITDA (x)	0,3	0,3	1,1	2,9	3,7
Dług netto/kap. wł. (x)	0,0	0,1	0,1	0,4	0,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	9,0	8,8	7,6	6,0	5,7	5,3
Maksimum	34,5	16,4	13,6	11,1	8,7	7,8
Mediana	18,6	10,6	8,8	8,9	7,1	6,6
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	5 264
Dług netto	486
Inne korekty	-588
Wycena DCF na akcję (PLN)	42,25

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	19,92
DCF	50%	42,25
Cena wynikowa		31,08
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		33,00

Paliwa

Lotos

sprzedaj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.klischcz@mbank.pl

Po słabszym 1Q, Lotos ostatecznie zaskoczył nas i plus wynikami w segmencie rafineryjnym i dlatego w ostatnim raporcie podnieśliśmy naszą prognozę EBITDA LIFO'18 o 15%. Nie zmienia to jednak naszego scenariusza pogorszenia marż modelowych w 2019, co dodatkowo będzie wzmocnione przez zawyżoną bazę odniesienia na dieslu z 2H'18 (niski stan rzek w Europie skomplikował logistykę na kluczowych szlakach rzecznych i podniósł koszty frachtów co przełożyło się na wzrost cracków i około 300 mln PLN dodatkowej marży dla Spółki). W naszej ocenie rynek podchodzi też zbyt optymistycznie do potencjalnego wpływu IMO na przyszłe wyniki. Produktowe kontrakty terminowe wskazują, że netto skala zwiększenia EBITDA może być mniejsza (większe uderzenie w HSFO), a poza tym rynek powinien dość szybko się dostosować (skrubery, LNG) i wsparcie dla marż może być krótkotrwałe, szczególnie że lata 2020-22 to okres wzmocnionych uruchomień nowych mocy przerobowych. Zwracamy również uwagę, że rynek zdążył już w wycenie zdyskontować praktycznie 100% potencjalnych synergii z fuzji z Orlenem, a proces wciąż jest w początkowej fazie zgod antymonopolowych, które wcale nie muszą okazać się tylko formalnością (trzeba liczyć się z tym że zgoda będzie warunkowa), szczególnie że już pojawiły się zarzuty konkurencji o zaburzenie równowagi na rynku. Na horyzoncie są również takie ryzyka jak nowy podatek środowiskowy wchodzący w życie od stycznia (LTS zadeklarował, że weźmie go na siebie, co mogłoby kosztować co najmniej 200 mln PLN), ewentualne dalsze opóźnienia na EFRA (zaawansowanie prawie 97%, a uruchomienie zaplanowane dopiero za ponad pół roku) czy kluczowych inwestycjach w E&P. Podtrzymujemy rekomendację sprzedaj.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA LIFO skor.	2 596	3 050	3 024	2 545	3 075
upstream	692	863	927	1 019	1 252
rafineria	1 761	2 058	1 923	1 357	1 648
detal	140	139	173	169	175
EV/EBITDA LIFO skor.	7,8	5,9	5,9	7,4	6,1
Efekt LIFO	-77	171	622	36	75
Inne zd. jednorazowe	404	-148	-164	-2	-2
Saldo finansowe	-275	219	-116	-100	-271
Przerób ropy mln ton	10,4	9,6	10,7	10,4	10,2
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	5,9	7,7	6,8	4,9	6,0
detal EBITDA/tonę	129	131	140	135	137
upstream \$ EBITDA/boe	18,0	26,9	33,7	36,5	37,8
Wydobycie w mboe/d	26,7	23,3	20,9	20,9	24,5
gaz	15,6	13,4	11,7	10,8	11,2
ropa	11,1	9,9	9,2	10,1	13,3

Model DCF (bez segmentu wydobywczego)

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Brent (USD/Bbl)	73,2	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0
Marża+dyferencjał	7,0	5,5	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	28 221	29 113	29 147	29 389	29 119	29 119	29 119	29 119	29 119	29 175	29 175
EBITDA	2 573	1 561	1 896	1 955	1 950	1 945	1 940	1 935	1 929	1 916	1 916
marża EBITDA	9,1%	5,4%	6,5%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%
EBIT	2 092	1 021	1 263	1 265	1 296	1 255	1 222	1 195	1 168	1 132	1 183
Podatek	398	194	240	240	246	238	232	227	222	215	225
CAPEX	-638	-908	-730	-733	-733	-733	-733	-733	-733	-733	-733
Kapitał obrotowy	-1 078	-754	-34	18	-2	31	23	47	11	5	5
FCF	459	-294	892	999	969	1 004	997	1 022	985	973	963
PV FCF	453	-271	762	792	713	684	629	596	532	487	
WACC	7,7%	7,4%	7,6%	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

84,72 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

59,84 PLN

-29,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	sprzedaj	59,84 PLN	2018-11-15

Podstawowe dane	LTS PW	vs. WIG
Ticker	LTS PW	Zmiana 1M +20,3% +14,6%
ISIN	PLLOTOS00025	Zmiana YTD +49,4% +56,0%
Liczba akcji (mln)	184,9	Średni obrót 1M 25,7 mln PLN
MC (mln PLN)	15 662,5	Średni obrót 6M 20,0 mln PLN
EV (mln PLN)	18 002,6	EV/EBITDA 12M fwd 5,6 -5,4%
Free float	46,8%	EV/EBITDA 5Y avg 5,9 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	20 931,1	24 185,6	29 723,9	30 710,5	31 076,1
EBITDA	2 922,6	3 072,8	3 482,0	2 579,2	3 147,7
marża EBITDA	14,0%	12,7%	11,7%	8,4%	10,1%
EBIT	1 854,7	2 228,5	2 772,7	1 786,6	2 216,7
Zysk netto	1 015,2	1 671,8	1 835,0	1 030,0	1 170,5
P/E	15,4	9,4	8,5	15,2	13,4
P/BV	1,8	1,5	1,3	1,2	1,2
EV/EBITDA	7,0	5,9	5,2	7,4	6,0
DPS	0,00	1,00	1,00	2,98	1,67
DYield	0,0%	1,2%	1,2%	3,5%	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	1 788	1 169	2 338
CFO/EBITDA LIFO skor.	102%	103%	59%	46%	76%
Capex	1 244	1 439	1 072	1 763	1 310
Kapitał obrotowy	3 867	4 035	4 976	5 730	5 764
Kapitał własny	8 611	10 712	12 113	12 674	13 422
Dług netto	4 808	2 505	2 340	3 502	3 168
Dług netto/EBITDA (x)	1,6	0,8	0,7	1,4	1,0

Analiza porównawcza

	18P	P/E	20P	18P	EV/EBITDA	20P
Minimum	3,2	3,0	3,0	1,9	1,8	1,7
Maksimum	17,3	15,7	14,8	11,0	10,0	9,6
Mediana	8,8	9,2	8,0	4,3	4,4	3,9
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	12 251
Dług netto	2 690
Petrobaltic	1 767
Wycena DCF na akcję (PLN)	61,28

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	51,30
DCF	50%	61,28
Cena wynikowa		56,29
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		59,84

MOL trzymaj (obniżona)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Od wydania naszej rekomendacji akumuluj w czerwcu kurs akcji MOL-a wzrósł o prawie 20% dystansując szerokie indeksy regionalne i dlatego w tym momencie obniżamy już zalecenie inwestycyjne do trzymaj. Nadal jednak naszym zdaniem warto przeważać węgierski koncern na tle polskich konkurentów, w stosunku do których wyceniany jest ze znacznym dyskontem. Zwracamy uwagę na zbalansowany profil biznesowy (praktycznie 50:50 upstream-downstream), który powinien być szczególnie doceniany w oczekiwanym przez nas trudniejszym cyklicznie okresie dla marż rafineryjnych i petrochemicznych. Mocny bilans (0,5x DN/EBITDA) zapewnia nie tylko stabilny wzrost dywidend, ale również tworzy szanse na ciekawe akwizycje w obszarze wydobywczym. Prognozowany FCF na poziomie 2,0-2,5 mld USD w okresie 2019-23 zapewni nie tylko wzrost DPS z tegorocznych 85 HUF do 130-140 HUF, ale również wystarczy na wypłatę dywidend specjalnych (do rozdysponowania w okresie około 270 HUF/akcję). Spółka podtrzymała też zamiar corocznego przeglądu potencjalnych możliwości wykorzystania posiadanych 80 mln akcji własnych. Pozytywnie na sentyment powinna wpływać też rewizja planów wolumenowych w E&P (średni cel wydobycia w okresie 2019-21 podniesiony do 105-110 mboe/d z 95-105 mboe/d) i zapowiedziane przeklasyfikowania rezerw (przeklasyfikowanie zasobów perspektywicznych na 3 złożach norweskich o potencjale 300 mboe). Potencjalnym katalizatorem, który skłoniłby nas do podniesienia wyceny MOL-a może być ewentualna sprzedaż INA po wyroku arbitrażu oczekiwanym na przełomie roku (szacujemy, że mogłoby to w realnym scenariuszu wygenerować nawet 13-14% wartości dla akcjonariuszy).

Cena bieżąca

3 206 HUF

potencjał zmiany

Cena docelowa

3 280 HUF

+2,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	3 280 HUF	2018-12-05	
poprzednia	akumuluj	3 280 HUF	2018-11-15	
Podstawowe dane			MOL HB	vs. WIG
Ticker	MOL HB	Zmiana 1M	+6,7%	+0,9%
ISIN	HU0000153937	Zmiana YTD	+9,8%	+16,4%
Skor. I. akcji (mln)	738,1	Średni obrót 1M	2 651,4 mln HUF	
MC (mln HUF)	2 366 439,8	Średni obrót 6M	2 000,8 mln HUF	
EV (mln HUF)	3 070 608,6	EV/EBITDA 12M fwd	4,2	-2,4%
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	5 322,7	5 356,1	5 386,0
EBITDA	623,4	672,7	744,5	665,6	698,3
marża EBITDA	17,5%	16,3%	14,0%	12,4%	13,0%
EBIT	307,9	354,4	391,1	294,3	316,0
Zysk netto	263,5	307,0	270,3	209,4	235,4
P/E	9,0	7,7	8,8	11,3	10,1
P/BV	1,6	1,4	1,2	1,2	1,1
EV/EBITDA	5,3	4,6	4,1	4,6	4,4
DPS	70,88	78,13	127,50	102,07	107,17
DYield	2,2%	2,4%	4,0%	3,2%	3,3%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
CCS EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Marża petchem (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Brent (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mld HUF)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA LIFO skor.	605	673	703	654	698
upstream	190	235	341	360	354
rafineria	178	198	160	120	145
detal	86	97	114	116	119
petchem	144	127	95	61	83
gaz	54	61	52	57	58
koszty ogólne	-48	-45	-59	-60	-61
EV/EBITDA LIFO skor.	5,4	4,6	4,4	4,7	4,3
Effekt LIFO	25	7	41	11	0
Inne zd. jednorazowe	-7	-7	0	0	0
Saldo finansowe	-35	11	-21	-8	-8
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	4,5	5,1	4,3	3,2	3,9
upstream \$ EBITDA/boe	17,7	23,9	34,8	37,0	36,9
Przerób ropy mln ton	19,2	19,3	19,3	19,3	19,3
Wydobycie mboe/d	112,6	107,4	109,7	109,3	107,7

Bilans i CF

(md HUF)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	519	560	496	599	636
CFO/EBITDA LIFO skor.	86%	83%	71%	92%	91%
Capex	289	286	307	505	467
Kapitał obrotowy	156	248	415	418	420
Kapitał własny	1 492	1 741	1 907	2 023	2 162
Dług netto	606	435	371	379	315
Dług netto/EBITDA (x)	1,0	0,6	0,5	0,6	0,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	3,2	3,0	3,0	1,9	1,8	1,7
Maksimum	17,3	15,7	14,8	11,0	10,0	9,6
Mediana	8,9	8,6	8,0	4,7	4,6	4,1
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF (bez segmentu wydobywczego)

(mld HUF)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	27+
Brent (USD/Bbl)	73	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75
Marża+dyferencjał	6,8	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	4 990	5 014	5 050	5 046	5 057	5 058	5 059	5 060	5 061	5 061	5 061
EBITDA	404	305	344	372	409	412	416	419	423	427	427
marża EBITDA	8,1%	6,1%	6,8%	7,4%	8,1%	8,1%	8,2%	8,3%	8,4%	8,4%	8,4%
EBIT	238	125	153	161	185	185	186	184	182	189	232
Podatek	60	33	40	41	48	47	47	46	45	47	44
CAPEX	-216	-384	-347	-260	-221	-195	-195	-195	-195	-195	-195
Kapitał obrotowy	-93	-3	-2	1	0	1	2	2	2	1	1
FCF	35	-114	-45	73	139	171	176	180	185	186	189
PV FCF	35	-104	-38	56	98	110	104	98	92	85	0
WACC	8,6%	8,6%	8,8%	9,1%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Risk-free rate	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%

Podsumowanie DCF

(mld HUF)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdykontowana wartość FCF	1 620
Dług netto i korekty	229
Segment wydobywczy	755
Wycena DCF na akcję (HUF)	3 074

Wycena

(HUF)	waga	cena
Porównawcza	50%	3 054
DCF	50%	3 074
Cena wynikowa		3 064
Koszt kapitału 9M		7,0%
Cena docelowa za 9M		3 280



PGNiG kupuj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Przecena ropy i korekta cen gazu oraz słabsze od oczekiwań wyniki kwartalne wywarły negatywną presję na notowaniach PGNiG w ostatnich tygodniach. Z drugiej strony mieliśmy też pozytywne katalizatory jak decyzja o wypłacie dywidendy zaliczkowej, akwizycja aktywów na szelfie norweskim czy korzystne zmiany w opodatkowaniu (przyspieszenie naliczania opłat eksploatacyjnych, ale jednoczesna likwidacja podatku od węglowodorów). Jeśli chodzi o słabsze wyniki obrotu w 3Q to traktujemy je jako efekt wolniejszego dostosowywania cenników dla mniejszych klientów komercyjnych w otoczeniu skokowych wzrostów cen i nie wpływają one na nasze prognozy na rok 2019. Zwracamy też uwagę, że rynek błędnie interpretuje tegoroczne straty w segmencie obrotu, zapominając o specyfice hedgingu naturalnego, który w tym roku neutralizuje zyski z segmentu wydobywczego i „przykrywa” poprawę marży klientowskiej związanej z rozszerzeniem premii lądowej. Przy stabilizacji cen ropy i gazu to zjawisko już nie wystąpi w przyszłym roku i dlatego oczekujemy znacznej rewizji rynkowego konsensusu. W przypadku obszaru E&P liczymy na odbicie cen Brent z obecnych poziomów, aczkolwiek należy pamiętać że notowania gazu, który stanowi 76% wolumenu wydobycia, wciąż plasują się powyżej naszych średnioterminowych założeń (+5%). Nasze prognozy EBITDA na lata 2019-20 sugerują rewizję konsensusu o około 15%. Nadal na horyzoncie pozostaje też prawdopodobna wygrana arbitrażu z Gazpromem, którego wyniki powinniśmy poznać w perspektywie kwartału (0,6-0,7 mld USD płatności retrospektywnej). Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Cena bieżąca

6,76 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

7,72 PLN

+14,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	7,72 PLN	2018-11-05

Podstawowe dane			PGN PW	vs. WIG
Ticker	PGN PW	Zmiana 1M	+6,5%	+0,7%
ISIN	PLPGNIG00014	Zmiana YTD	+10,1%	+16,7%
Liczba akcji (mln)	5 778,3	Średni obrót 1M	25,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	39 061,4	Średni obrót 6M	23,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	38 383,9	EV/EBITDA 12M fwd	4,7	-8,5%
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	41 917,0	46 283,2	45 664,6
EBITDA	5 974,0	6 579,0	8 100,7	9 186,4	9 443,8
marża EBITDA	18,0%	18,3%	19,3%	19,8%	20,7%
EBIT	3 360,0	3 910,0	5 397,4	6 489,2	6 701,3
Zysk netto	2 351,0	2 923,0	3 818,0	4 758,0	4 958,2
P/E	16,6	13,4	10,2	8,2	7,9
P/BV	1,2	1,2	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA	6,6	6,0	4,7	3,9	3,5
DPS	0,18	0,20	0,07	0,13	0,25
DYield	2,7%	3,0%	1,0%	1,9%	3,7%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Brent (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Gaz EU (EUR/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
USD/PLN			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA skor.	6 862	7 356	8 101	9 186	9 444
EBITDA	5 974	6 579	8 101	9 186	9 444
wydobycie	2 206	3 865	5 558	5 362	5 448
obróć	614	-435	-370	810	869
distribucja	2 559	2 493	2 378	2 291	2 299
energetyka	759	843	727	919	1 029
pozostałe	-164	-187	-192	-196	-201
Saldo finansowe	-150	12	-63	-18	47
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	-4,4	2,3	3,1

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Brent (USD/Bbl)	73,2	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0
Gaz EU (EUR/MWh)	22,2	23,1	23,7	23,7	23,7	23,7	23,7	23,7	23,7	23,7	23,7
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	41 917	46 283	45 665	46 381	45 866	42 552	42 106	40 582	39 592	40 356	40 356
EBITDA	8 101	9 186	9 444	9 349	8 880	8 687	8 684	8 459	8 365	8 464	8 464
marża EBITDA	19,3%	19,8%	20,7%	20,2%	19,4%	20,4%	20,6%	20,8%	21,1%	21,0%	21,0%
EBIT	5 397	6 489	6 701	6 542	6 037	5 794	5 690	5 436	5 269	5 231	4 386
Podatek	1 529	1 717	1 781	1 741	1 588	1 499	1 472	1 348	1 272	1 265	1 086
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	-1 285	-684	97	-112	81	519	70	239	155	-120	-120
FCF	1 004	2 989	3 931	3 641	3 401	3 714	3 268	3 334	3 215	3 001	3 180
PV FCF	962	2 629	3 174	2 699	2 315	2 320	1 874	1 755	1 554	1 331	
WACC	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	5 922	4 816	5 856	7 294	7 760
CFO/EBITDA	99%	73%	72%	79%	82%
Capex	2 968	3 162	4 283	3 797	3 829
Kapitał obrotowy	3 619	5 280	6 565	7 249	7 152
Kapitał własny	32 013	33 626	37 039	41 056	44 587
Dług netto	523	428	-679	-3 413	-5 955
Dług netto/EBITDA (x)	0,1	0,1	-0,1	-0,4	-0,6

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	42 469
Dług netto	428
Inne korekty	835
Wycena DCF na akcję (PLN)	7,42

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	9,12
DYield-porównawcza	17%	2,91
DCF	50%	7,42
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		7,72

PKN Orlen sprzedaj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

W naszym scenariuszu dalszego pogorszenia modelowych marż w petrochemii i rafinerii, PKN jest notowany na EV/EBITDA LIFO'19 na poziomie ~8,0x ze znaczną premią do najbliższych konkurentów. Spółka jest najbardziej narażona na coraz bardziej zarysowujące się negatywne trendy w obszarze downstream, co dobrze ilustruje seria 4 kwartałów z rzędu spadkowych wyników r/r (średnio -22%). Poza krótkotrwałym odreagowaniem marż rafineryjnych (diesel, tańsza ropa) i petrochemicznych (załamanie na naftie i problemy z logistyką produkcji poliolefin w związku z niskim stanem Renu), najbliższe kwartały upłyną w naszej opinii pod znakiem spadku benchmarków. Aktywa o niższej kompleksowości (Możejki, Unipetrol) mogą w takich warunkach dodatkowo uciepnieć na wolumenach, szczególnie że dotychczas były utylizowane prawie na 100%. W przyszłym roku pod presją może być detal z uwagi na ryzyko związane z opłatą środowiskową (~0,7 mld PLN na EBITDA w przypadku wzięcia jej na siebie). Negatywnie też oceniamy decyzje o przeprowadzeniu dużych akwizycji (Unipetrol, LTS) praktycznie na szczycie cyklu. Dodatkowo w przypadku Lotosu z uwagi na konstrukcję transakcji, akcjonariusze Orlenu „oddają” większość synergii w wysokiej cenie zakupu. Teoretyczne koszty tego przejęcia (przy założeniu docelowej 100% konsolidacji) wzrosły na przestrzeni 9 miesięcy o 4,1 mld PLN, czyli o 9,5 PLN/akcję (aktualna 6-miesięczna średnia implikowałaby wzrost tych kosztów o 1,9 mld PLN, czyli 4,5 PLN/akcję Orlenu). Jeśli chodzi o nową strategię, którą poznamy pod koniec roku, to raczej traktujemy ją jako potencjalne ryzyko z uwagi na niskie konsensusowe założenia capex na najbliższe lata. Podtrzymujemy rekomendację sprzedaj.

Cena bieżąca

108,90 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

81,52 PLN

-25,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	sprzedaj	81,52 PLN	2018-11-15

Podstawowe dane			PKN PW	vs. WIG
Ticker	PKN PW	Zmiana 1M	+16,5%	+10,7%
ISIN	PLPKN0000018	Zmiana YTD	+5,7%	+12,3%
Liczba akcji (mln)	427,7	Średni obrót 1M	100,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	46 577,5	Średni obrót 6M	81,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	50 582,2	EV/EBITDA 12M fwd	5,7	+0,3%
Free float	67,6%	EV/EBITDA 5Y avg	5,7	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	79 553,0	95 364,0	108 235,4	111 862,8	114 549,3
EBITDA	9 642,0	11 078,0	9 864,6	6 282,2	7 458,3
marża EBITDA	12,1%	11,6%	9,1%	5,6%	6,5%
EBIT	7 532,0	8 657,0	7 210,3	3 388,8	4 345,9
Zysk netto	5 261,0	6 655,0	5 707,8	2 811,5	3 237,4
P/E	8,9	7,0	8,2	16,6	14,4
P/BV	1,7	1,4	1,3	1,2	1,2
EV/EBITDA	5,4	4,5	5,1	8,1	6,7
DPS	2,13	3,00	3,00	3,00	3,00
DYield	2,0%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA LIFO			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Marża petchem (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
USD/PLN			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA LIFO skor.	7 668	9 581	7 697	6 235	7 361
rafineria	4 549	4 689	3 421	2 054	2 634
petchem	1 776	3 034	2 140	2 107	2 561
detal	1 832	2 049	2 398	2 181	2 230
upstream	255	293	327	374	383
energetyka	0	129	147	291	342
koszty ogólne	-744	-613	-736	-772	-789
EV/EBITDA LIFO skor.	6,8	5,3	6,6	8,2	6,8
Effekt LIFO	86	788	1 632	47	98
Inne zd. jednorazowe	1 888	709	536	0	0
Saldo finansowe	-645	60	-127	82	-349
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	5,3	4,9	4,0	2,5	3,1
detal EBITDA/tonę	224	232	254	227	229
Przerób ropy mln ton	29,6	34,8	32,7	31,3	31,3
Prod. petch. (tys. ton)	3 071	3 551	3 616	3 781	3 781

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Marża+dyferencjał	6,5	5,0	5,5	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Marża petchem	458	347	381	341	341	341	341	341	341	341	341,3
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	108 235	111 863	114 549	115 139	115 596	116 093	116 597	117 108	117 626	118 154	118 154
EBITDA	9 865	6 282	7 458	7 710	7 676	7 750	7 766	7 769	7 774	7 714	7 714
marża EBITDA	9,1%	5,6%	6,5%	6,7%	6,6%	6,7%	6,7%	6,6%	6,6%	6,5%	6,5%
EBIT	7 210	3 389	4 346	4 637	4 538	4 565	4 515	4 428	4 325	4 299	4 264
Podatek	1 370	644	826	881	862	867	858	841	822	817	810
CAPEX	-8 700	-4 250	-3 650	-3 450	-3 450	-3 450	-3 450	-3 450	-3 450	-3 450	-3 450
Kapitał obrotowy	-1 653	-573	-508	-149	-73	-79	-80	-81	-82	-84	-84
FCF	-1 858	815	2 474	3 229	3 291	3 354	3 378	3 396	3 420	3 363	3 214
PV FCF	-1 835	747	2 102	2 539	2 390	2 247	2 096	1 951	1 819	1 656	
WACC	7,8%	7,8%	7,9%	8,1%	8,2%	8,4%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	9 331	8 050	6 866	5 050	6 190
CFO/EBITDA LIFO skor.	122%	84%	89%	81%	84%
Capex	5 033	4 039	4 500	4 250	3 650
Kapitał obrotowy	6 144	7 489	9 142	9 715	10 223
Kapitał własny	26 763	32 197	36 622	38 150	40 104
Dług netto	3 363	761	4 005	4 406	3 498
Dług netto/EBITDA (x)	0,3	0,1	0,4	0,7	0,5

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	38 271
Dług netto	2 044
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	84,70

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	68,66
DCF	50%	84,70
Cena wynikowa		76,68
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		81,52

Energetyka

CEZ

trzymaj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

CEZ ze względu na strukturę swojego portfela wytwórczego (45% atom, 41% zintegrowany w większości pionowo węgiel brunatny, 8% OZE) jest bardzo dobrze pozycjonowany w kontekście aktualnych trendów makro (mocny wzrost cen CO₂ i węgla oraz gazu). Ze względu na politykę zabezpieczeń koncernu, ten modelowy wzrost rentowności znajduje jednak pełne odzwierciedlenie dopiero po roku 2020. Skala wzrostu EBITDA ze względu na dzwignię operacyjną jest znacząca i tylko w 2021 roku sięga ponad 6 mld CZK (przy cenie 47 EUR/MWh). W takim scenariuszu bardzo prawdopodobny wydaje się powrót DPS powyżej 30 CZK, co implikowałoby DYield na poziomie ~6%. Zwracamy też uwagę na ostatnie raczej uspokajające deklaracje przedstawicieli czeskiego rządu, dotyczące możliwego opóźnienia decyzji w sprawie budowy nowych bloków jądrowych wraz z wydłużeniem okresu funkcjonowania elektrowni Dukovany. Przypominamy, że każdy 1 GW mocy jądrowych bez wsparcia mógłby obniżyć wartość koncernu o 10-13% (nadal nie ma 100% pewności, że do tego nie dojdzie biorąc pod uwagę stanowisko premiera czeskiego rządu). Jednocześnie zwracamy uwagę, że mimo wspomnianych obiecujących perspektyw dla wyników po roku 2020, bieżące wskaźniki wyceny mogą skutecznie blokować wzrosty kursu z obecnych poziomów. Premia na EV/EBITDA do indeksu Stoxx Utilities wynosi obecnie 10% wobec średniej z 3 lat na poziomie 2%, a premia w oferowanej stopie dywidendy do stopy wolnej od ryzyka to „tylko” 2,8% wobec ~5% notowanych w okresie 2015-18. W tym kontekście utrzymujemy neutralną rekomendację.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln CZK)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA skor.	58 596	52 196	52 114	55 505	60 029
EBITDA	58 206	55 155	52 114	55 505	60 029
wytwarzanie	25 403	24 050	21 134	24 168	27 405
wydobycie	4 413	4 056	4 112	4 255	4 306
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	2 439	2 874
Saldo finansowe	-6 786	-2 867	-6 086	-6 490	-7 563
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)	43,7	48,2	47,0	47,3	45,0	45,3	45,7	46,0	46,3	46,7	46,7
EUR/CZK	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5
CO ₂ (EUR/t)	15,3	17,0	17,3	17,7	18,1	18,4	18,8	19,2	19,6	20,0	20,0
Przychody	205 509	217 301	237 533	245 140	252 520	247 632	249 663	251 726	253 822	255 951	255 951
EBITDA	55 793	59 276	63 894	66 979	70 267	67 289	67 970	68 633	69 273	69 888	69 888
marża EBITDA	27,1%	27,3%	26,9%	27,3%	27,8%	27,2%	27,2%	27,3%	27,3%	27,3%	27,3%
EBIT	23 424	25 967	30 746	33 018	36 723	33 157	33 705	34 045	34 198	34 194	37 229
Podatek	4 451	4 934	5 842	6 272	6 975	6 297	6 400	6 464	6 492	6 490	7 074
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	40	-1 383	-2 373	-892	-865	573	-238	-242	-246	-250	-250
FCF	16 419	18 296	21 217	26 514	29 165	28 350	28 198	28 911	29 678	30 490	29 906
PV FCF	15 891	16 743	18 356	21 686	22 544	20 715	19 474	18 870	18 304	17 764	
WACC	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,9%	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

549,00 CZK

potencjał zmiany

Cena docelowa

518,72 CZK

-5,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	518,72 CZK	2018-11-05

Podstawowe dane	CEZ CP	vs. WIG
Ticker	CEZ CP	Zmiana 1M 0,0% -5,7%
ISIN	CZ0005112300	Zmiana YTD +18,4% +25,0%
Liczba akcji (mln)	538,0	Średni obrót 1M 113,6 mln CZK
MC (mld CZK)	295,4	Średni obrót 6M 153,0 mln CZK
EV (mld CZK)	445,6	EV/EBITDA 12M fwd 8,0 +11,6%
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	205 508,7	217 300,6	237 533,2
EBITDA	62 418,0	57 712,0	52 959,3	54 657,0	60 284,4
marża EBITDA	30,6%	28,6%	25,8%	25,2%	25,4%
EBIT	26 114,0	25 620,0	23 424,3	25 967,3	30 746,3
Zysk netto	14 281,0	18 765,0	13 900,7	15 615,2	18 586,2
P/E	20,7	15,7	21,2	18,9	15,9
P/BV	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
EV/EBITDA	7,1	7,6	8,4	8,2	7,4
DPS	40,00	33,00	33,00	25,84	29,03
DYield	7,3%	6,0%	6,0%	4,7%	5,3%
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	50 221	51 871	54 788
CFO/EBITDA	84%	83%	96%	93%	91%
Capex	35 553	30 688	34 963	34 663	34 463
Kapitał obrotowy	40 832	24 140	24 100	25 483	27 855
Kapitał własny	256 812	250 018	246 165	247 880	250 851
Dług netto	140 886	139 546	145 953	146 976	147 693
Dług netto/EBITDA (x)	2,4	2,5	2,8	2,6	2,5

Analiza porównawcza

	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	3,4	2,9	2,2	3,5	3,3	3,3
Maksimum	23,0	18,7	17,8	9,1	9,1	9,0
Mediana	13,0	12,5	9,4	6,3	6,0	5,8
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln CZK)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	553 335
Dług netto	157 300
Inne korekty	-57 471
Wycena DCF na akcję (CZK)	629,31

Wycena

(CZK)	waga	cena
Porównawcza	33%	238,22
DYield-porównawcza	17%	583,60
DCF	50%	629,31
Koszt kapitału 9M		5,6%
Cena docelowa za 9M		518,72

Enea kupuj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Enea stanowi najlepszą ekspozycję na sprzyjające odczyty w sektorze (rosnące CDS-y, wysokie ceny na aukcji mocowej i skala kontraktów wieloletnich, deficyt węgla z lokalnych kopalni) i naszym zdaniem wyniki EBITDA w latach 2019-20 powinny przebić oczekiwania rynkowe nawet o ~16%. Sentyment popsuły słabsze od pierwotnych oczekiwań wyniki tego roku, ale zwracamy uwagę, że większość negatywnych katalizatorów (problemy z wydobywaniem w LWB, koszty transportu węgla i drogi import, niska dyspozycyjność bloku 11 w Koźienicach wymuszająca bilansowanie przy rekordowo wysokich spotach, zamieszanie z obligiem giełdowym i straty na obrocie) nie powtórzy się w przyszłym roku. W przyszłym roku modelowa marża dla „starej” elektrowni węglowej rośnie o 22 PLN/MWh, a dla nowych wysoko sprawnych bloków o 36 PLN/MWh, co w przypadku Enei jest jeszcze wzmocnienie 75% integracją pionową w dostawach paliwa. Dodatkowo listopadowe dane remit wskazują na ustabilizowanie pracy bloku 11, co wzmocni efekt zakończenia remontu na bloku 500 MW. Zdecydowanie lepiej od pierwotnych założeń prezentuje się rachunek przepływów pieniężnych (wysoki CFO dzięki zakupom terminowym CO₂ i niższy capex), co przy zadłużeniu netto na poziomie 1,7x EBITDA na koniec września, dobrze rokuje na kolejne lata w zakresie zdolności dywidendowej (ostateczna decyzja będzie należała do Rządu), nawet po uwzględnieniu wydatków na projekt Ostrołęka C. W dłuższym terminie warto zwrócić na zabezpieczenie w 5-15 letnich kontraktach mocowych ponad 3,6 GW mocy po bardzo wysokiej cenie (0,9 mld PLN). Aktualnie koncern jest notowany przy EV/EBITDA'19-20 ~3,0x, co plasuje się 20% poniżej najbliższych konkurentów. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Cena bieżąca

11,11 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

15,58 PLN

+40,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	15,58 PLN	2018-11-29

Podstawowe dane			ENA PW	vs. WIG
Ticker	ENA PW	Zmiana 1M	+37,3%	+31,6%
ISIN	PLENEA000013	Zmiana YTD	-3,4%	+3,2%
Liczba akcji (mln)	441,4	Średni obrót 1M	9,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 904,4	Średni obrót 6M	5,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	11 170,8	EV/EBITDA 12M fwd	3,7	-25,9%
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	12 426,8	14 587,4	15 063,6
EBITDA	2 327,8	2 683,6	2 622,7	3 588,8	3 658,6
marża EBITDA	20,7%	23,5%	21,1%	24,6%	24,3%
EBIT	1 119,3	1 487,7	1 193,4	2 082,5	2 135,0
Zysk netto	784,4	1 070,2	738,2	1 417,1	1 448,7
P/E	6,3	4,6	6,6	3,5	3,4
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA	4,3	4,2	4,3	3,2	3,2
DPS	0,00	0,28	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	2,5%	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%
Węgla (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	2 589	3 589	3 659
EBITDA	2 328	2 684	2 623	3 589	3 659
wytwarzanie	517	735	894	1 584	1 638
wydobycie	609	709	525	728	671
distribucja	1 111	1 073	1 149	1 175	1 206
obróć	154	178	50	142	186
pozostałe	-67	-13	6	-41	-42
Saldo finansowe	-51	-21	-215	-194	-232
Produkcja energii TWh	13,6	21,8	26,7	29,3	28,8
w tym OZE	0,5	2,3	1,9	2,0	2,0
Wolumen obrotu TWh	16,7	17,9	19,9	20,3	20,7
dynamika r/r	3,0%	7,3%	11,2%	1,9%	1,9%
marża obrotu PLN/MWh	9,2	9,9	2,5	7,0	9,0
WRA w mld PLN	7,3	7,5	8,0	8,3	8,6
zwrot na WRA (EBIT)	8,7%	7,7%	7,8%	7,5%	7,5%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Energia (PLN/MWh)	167,0	241,1	250,3	233,9	224,9	208,5	209,9	211,4	213,0	214,5	214,5
Węgiel (PLN/t)	239,1	269,8	262,5	262,5	240,6	240,6	240,6	240,6	240,6	240,6	240,6
CO ₂ (EUR/t)	15,3	17,0	17,3	17,7	18,1	18,4	18,8	19,2	19,6	20,0	20,0
Przychody	12 427	14 587	15 064	14 458	14 147	13 669	13 991	14 197	14 411	14 633	14 633
EBITDA	2 623	3 589	3 659	4 006	3 781	3 373	3 487	3 516	3 388	3 426	3 426
marża EBITDA	21,1%	24,6%	24,3%	27,7%	26,7%	24,7%	24,9%	24,8%	23,5%	23,4%	23,4%
EBIT	1 193	2 082	2 135	2 450	2 223	1 752	1 794	1 785	1 613	1 606	1 183
Podatek	227	396	406	465	422	333	341	339	307	305	225
CAPEX	-2 329	-2 512	-2 848	-2 886	-2 690	-2 233	-2 140	-2 173	-2 208	-2 243	-2 243
Kapitał obrotowy	49	-842	-49	62	32	49	-33	-21	-22	-23	-23
FCF	116	-161	356	716	701	856	974	983	851	855	935
PV FCF	115	-150	309	578	528	601	637	599	483	451	0
WACC	6,9%	7,0%	7,2%	7,3%	7,2%	7,2%	7,3%	7,4%	7,5%	7,5%	7,7%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	2 424	2 580	2 776	2 388	3 248
CFO/EBITDA	104%	96%	106%	67%	89%
Capex	2 688	2 058	2 329	2 512	2 848
Kapitał obrotowy	1 132	698	649	1 492	1 540
Kapitał własny	12 176	13 078	13 807	15 214	16 653
Dług netto	4 379	5 523	5 300	5 629	5 470
Dług netto/EBITDA (x)	1,9	2,1	2,0	1,6	1,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	4,0	3,1	2,6	3,7	3,8	3,3
Maksimum	22,9	19,3	18,4	12,8	11,6	9,4
Mediana	14,2	13,3	12,2	7,7	7,1	6,6
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zyskontowana wartość FCF	12 857
Dług netto	5 523
Inne korekty	-921
Wycena DCF na akcję (PLN)	14,53

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	36,83
DYield-porównawcza	0%	0,00
DCF	100%	14,53
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		15,58

Energa kupuj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Energa to obok Tauronu i ZEPAK najgorszy reprezentant WIGEnergia w ujęciu YTD. Jeszcze do niedawna można było to tłumaczyć obawami o ogromne straty na regulowanym obrocie (nawet -0,4 mld PLN), ale wszystko wskazuje na to, że URE zatwierdzi taryfy w oparciu o koszty uzasadnione, a rekompensaty sfinansuje rząd z przychodów ze sprzedaży CO₂. Oznacza to, że przyszłoroczna EBITDA segmentu powinna ulec wyraźnej poprawie z uwagi na brak strat na bilansowaniu. W takim scenariuszu koncern z dominującą ekspozycją na dystrybucję i OZE (90% w EBITDA) oraz bezpiecznym profilem bilansu nawet przy uwzględnieniu wydatków na Ostrołękę C (DN/EBITDA 2,7x w szczycie nakładów) powinien być w naszej opinii wyceniany powyżej swojej wartości WRA, a tymczasem rynkowa EV implikuje 35% dyskonta. Jednocześnie zwracamy uwagę, że przy obecnym sprzyjającym makro i korzystnych rozstrzygnięciach aukcji mocowej (Energa zaskoczyła też pod względem zakontraktowanych wolumenów) prognozy dla projektu Ostrołęki są najlepsze od czasu jego inicjacji. Oczywiście trudno rozstrzygać na podstawie spotowych odczytów o rentowności takiej inwestycji, ale powinno to co najmniej obniżyć dyskonta przykładane z tego tytułu w waluacji. Nie można też zignorować faktu, że wraz z wyższymi cenami zielonych certyfikatów (150 PLN/MWh) i podpisanymi ugodami (160 MW z 530 MW) cały czas maleją potencjalne roszczenia z tytułu unieważnienia umów wieloletnich z farmami wiatrowymi. Obecnie można szacować je na około 0,4 mld PLN wobec początkowej kwoty 2,1 mld PLN. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Cena bieżąca

9,67 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

13,54 PLN

+40,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	13,54 PLN	2018-11-29

Podstawowe dane			ENG PW	vs. WIG
Ticker	ENG PW	Zmiana 1M	+23,2%	+17,4%
ISIN	PLENERG00022	Zmiana YTD	-24,0%	-17,5%
Liczba akcji (mln)	414,1	Średni obrót 1M	6,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 004,0	Średni obrót 6M	5,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	8 220,7	EV/EBITDA 12M fwd	3,9	-18,7%
Free float	48,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,8	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	10 181,0	10 534,0	10 370,9	12 292,8	12 717,8
EBITDA	2 027,0	2 160,0	2 068,2	2 205,8	2 200,8
marża EBITDA	19,9%	20,5%	19,9%	17,9%	17,3%
EBIT	487,0	1 210,0	1 225,9	1 184,2	1 175,1
Zysk netto	151,0	773,0	800,7	753,3	699,9
P/E	26,5	5,2	5,0	5,3	5,7
P/BV	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA	4,3	3,8	4,0	3,9	4,2
DPS	0,49	0,19	0,00	0,00	0,00
DYield	5,1%	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Energia (PLN/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
CO ₂ (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA skor.	2 040	2 091	2 068	2 206	2 201
EBITDA	2 027	2 160	2 068	2 206	2 201
wytwarzanie konw./CHP	195	229	132	155	94
OZE	119	169	229	280	295
dystrybucja	1 720	1 723	1 740	1 701	1 740
obróć	40	85	38	141	145
pozostałe	-48	-46	-70	-71	-73
Saldo finansowe	-282	-208	-235	-252	-309
Produkcja energii TWh	3,9	4,3	3,8	3,8	3,8
w tym OZE	0,5	0,7	0,6	0,6	0,6
Wolumen obrotu TWh	19,6	20,4	19,8	20,1	20,4
dynamika r/r	17,1%	4,0%	-3,0%	1,5%	1,5%
marża obrotu PLN/MWh	4,2	2,0	1,9	7,0	7,1
WRA w mld PLN	11,5	11,7	12,2	12,6	12,9
zwrot na WRA (EBIT)	8,5%	8,2%	8,1%	7,0%	7,1%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Energia (PLN/MWh)	167,0	241,1	250,3	233,9	224,9	208,5	209,9	211,4	213,0	214,5	214,5
Węgiel (PLN/t)	239,1	269,8	262,5	262,5	240,6	240,6	240,6	240,6	240,6	240,6	240,6
CO ₂ (EUR/t)	15,3	17,0	17,3	17,7	18,1	18,4	18,8	19,2	19,6	20,0	20,0
Przychody	10 371	12 293	12 718	12 501	12 409	12 170	12 303	12 439	12 576	12 713	12 713
EBITDA	2 068	2 206	2 201	2 331	2 310	2 453	2 633	2 692	2 716	2 774	2 774
marża EBITDA	19,9%	17,9%	17,3%	18,6%	18,6%	20,2%	21,4%	21,6%	21,6%	21,8%	21,8%
EBIT	1 226	1 184	1 175	1 261	1 278	1 354	1 461	1 483	1 466	1 516	1 516
Podatek	233	225	223	240	243	257	278	282	279	288	288
CAPEX	-1 693	-1 971	-2 327	-2 332	-2 157	-1 726	-1 559	-1 568	-1 575	-1 578	-1 578
Kapitał obrotowy	-47	-269	-59	30	13	33	-19	-19	-19	-19	-19
FCF	96	-259	-408	-210	-77	503	778	823	843	888	888
PV FCF	95	-240	-352	-169	-57	351	505	497	472	461	461
WACC	7,4%	7,4%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,5%	7,6%	7,7%	8,0%	8,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	1 782	2 182	1 833	1 760	1 977
CFO/EBITDA	88%	101%	89%	80%	90%
Capex	1 580	1 280	1 693	1 971	2 327
Kapitał obrotowy	1 608	1 403	1 450	1 718	1 778
Kapitał własny	8 777	9 409	10 210	10 963	11 663
Dług netto	4 664	4 064	4 171	4 636	5 296
Dług netto/EBITDA (x)	2,3	1,9	2,0	2,1	2,4

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	4,0	3,1	2,6	3,7	3,2	3,1
Maksimum	22,9	19,3	18,4	12,8	11,6	9,4
Mediana	14,2	13,3	12,2	7,7	7,1	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	9 374
Dług netto	4 064
Inne korekty	-56
Wycena DCF na akcję (PLN)	12,69

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	24,83
DYield-porównawcza	0%	0,00
DCF	100%	12,69
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		13,54

PGE kupuj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Kurs PGE jako pierwszy zaczął odreagowywać z historycznych minimów, choć to odbicie przychodziło dość opornie, na co wskazywaliśmy w naszym komentarzu specjalnym z połowy września. Ostatecznie jednak od tamtej publikacji wycena wzrosła o ponad 30% odzwierciedlając, przynajmniej w części, rekordowe odczyty marż CDS czy pozytywne zaskoczenie na aukcji mocowej. Zwracamy uwagę, że sprzyjające makro będzie w pełni odzwierciedlone dopiero w wynikach 2020 (wzrost spreadu na węglu brunatnym o 50 PLN/MWh i na kamiennym w blokach 45% o 60 PLN/MWh), ale już w przyszłym roku Spółka powinna zaskoczyć pozytywnie, mimo bardzo ostrożnych prognoz Zarządu i uwzględnienia niższych wolumenów z Elektrowni Bełchatów oraz znacznego ubytku wsparcia kogeneracji. Katalizatorami obok znacznie wyższych CDS-ów powinno być uruchomienie nowych bloków w Opolu, normalizacja warunków pogodowych, wyższe zyski z OZE oraz wycena 10 mln ton darmowych uprawnień CO₂ po wyższych cenach. Liczymy też, że w najbliższych grudniowych aukcjach mocy PGE uzupełni swój portfel o dodatkowe umowy 5-letnie, co zabezpieczy przepływy na najbliższą dekadę. Naszym zdaniem perspektywa FCF na najbliższe lata w pełni uzasadnia powrót do polityki dywidendowej w przyszłym roku (w latach 2019-22 wskaźnik FCF/EV średnio wyniesie prawie 12% przy bieżącym wskaźniku DN/EBITDA 1,4x), szczególnie że nie jesteśmy przekonani co do wyjścia projektu atomowego poza fazę planowania (nie zmienia tego ostatni komunikat o odkupie przez PGE pozostałych 30% w spółce celowej), a opublikowany projekt polityki energetycznej kraju wyklucza większe inwestycje w nowe odkrywki węglowe. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Cena bieżąca

11,98 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

14,82 PLN

+23,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	14,82 PLN	2018-11-29

Podstawowe dane			PGE PW	vs. WIG
Ticker	PGE PW	Zmiana 1M	+12,7%	+7,0%
ISIN	PLPGER000010	Zmiana YTD	-0,6%	+6,0%
Liczba akcji (mln)	1 869,8	Średni obrót 1M	32,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	22 400,0	Średni obrót 6M	20,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	32 960,2	EV/EBITDA 12M fwd	4,5	-7,5%
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	25 632,8	39 399,5	43 211,1
EBITDA	7 376,0	7 650,0	6 748,7	7 693,8	8 599,3
marża EBITDA	26,3%	33,1%	26,3%	19,5%	19,9%
EBIT	3 512,0	3 620,0	3 009,8	3 933,7	4 565,3
Zysk netto	2 568,0	2 660,0	2 126,6	2 810,8	3 330,7
P/E	8,7	8,4	10,5	8,0	6,7
P/BV	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	3,7	4,1	4,9	4,2	3,6
DPS	0,25	0,00	0,00	0,00	0,38
DYield	2,1%	0,0%	0,0%	0,0%	3,1%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Energia (PLN/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
CO ₂ (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	6 849	7 694	8 599
EBITDA	7 376	7 650	6 749	7 694	8 599
wytwarzanie	4 182	4 099	3 088	3 948	4 824
OZE	365	364	521	623	644
dystribucja	2 230	2 333	2 457	2 468	2 475
obróć	500	811	610	611	613
pozostałe	99	43	73	43	43
Saldo finansowe	-238	-330	-277	-403	-391
Produkcja energii TWh	53,7	56,8	66,0	66,6	79,2
w tym OZE	2,4	2,4	2,2	2,3	2,3
Wolumen obrotu TWh	43,0	40,4	42,9	43,5	44,2
dynamika r/r	10,2%	-5,9%	6,0%	1,5%	1,5%
marża obrotu PLN/MWh	11,6	20,1	14,2	14,1	13,9
WRA w mld PLN	15,1	15,6	16,3	16,7	17,0
zwrot na WRA (EBIT)	7,3%	7,5%	8,0%	7,8%	7,7%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Energia (PLN/MWh)	167,0	241,1	250,3	233,9	224,9	208,5	209,9	211,4	213,0	214,5	214,5
Węgiel (PLN/t)	239,1	269,8	262,5	262,5	240,6	240,6	240,6	240,6	240,6	240,6	240,6
CO ₂ (EUR/t)	15,3	17,0	17,3	17,7	18,1	18,4	18,8	19,2	19,6	20,0	20,0
Przychody	25 633	39 399	43 211	41 428	40 332	38 309	38 629	38 981	39 333	39 705	39 705
EBITDA	6 749	7 694	8 599	10 080	9 371	7 773	7 608	7 547	7 444	7 496	7 496
marża EBITDA	26,3%	19,5%	19,9%	24,3%	23,2%	20,3%	19,7%	19,4%	18,9%	18,9%	18,9%
EBIT	3 010	3 934	4 565	5 959	5 179	3 463	3 153	2 926	2 636	2 684	3 058
Podatek	572	747	867	1 132	984	658	599	556	501	510	581
CAPEX	-6 103	-6 354	-5 153	-4 204	-4 301	-4 204	-4 260	-4 318	-4 378	-4 439	-4 439
Kapitał obrotowy	-1 098	546	-381	178	110	202	-32	-35	-35	-37	-37
FCF	-1 024	1 138	2 198	4 922	4 196	3 113	2 716	2 638	2 529	2 510	2 439
PV FCF	-1 017	1 047	1 867	3 849	3 024	2 069	1 664	1 490	1 317	1 205	
WACC	7,9%	8,1%	8,2%	8,6%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	6 391	7 934	4 592	7 569	7 425
CFO/EBITDA	87%	104%	68%	98%	86%
Capex	7 935	6 071	6 103	6 354	5 153
Kapitał obrotowy	3 325	3 388	4 486	3 940	4 321
Kapitał własny	42 679	45 188	47 242	49 979	52 534
Dług netto	5 045	7 487	9 348	8 609	7 504
Dług netto/EBITDA (x)	0,7	1,0	1,4	1,1	0,9

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	4,0	3,1	2,6	3,7	3,2	3,1
Maksimum	22,9	19,3	18,4	12,8	11,6	9,4
Mediana	14,2	13,3	12,2	7,7	7,1	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	34 635
Dług netto	7 487
Inne korekty	-1 165
Wycena DCF na akcję (PLN)	13,90

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	21,60
DYield-porównawcza	0%	3,01
DCF	100%	13,90
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		14,82

Tauron kupuj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

W ujęciu YTD akcje Tauronu znacząco odstają od indeksu branżowego, co w dużym stopniu wynika z sierpniowych spadków (10p.p. odchylenia od WIGEnergia) związanych z zapowiedzią zamrożenia taryfy G. Spółka ma jedną z największych ekspozycji na odbiorców domowych w obrocie i dodatkowo krótką pozycję w portfelu sprzedażowym, co w skrajnym scenariuszu implikowałoby nawet -0,8 mld PLN ubytku EBITDA. Ostatecznie jednak okazało się, że to Rząd sfinansuje rekompensaty, co powinno prowadzić do domknięcia wspomnianej luki na kursie TPE do najbliższej konkurencji. Zwracamy też uwagę na pozytywne zaskoczenia na poziomie CF w tym roku i perspektywę strukturalnej poprawy przepływów w kolejnych latach. Średni FCF w latach 2020-21 szacujemy na ~1,1 mld PLN, tak więc bilansowo Spółka odzyska zdolność dywidendową już w roku 2020 (przy aktualnej kapitalizacji do zapewnienia Dyield na poziomie 5% „wystarczy” tylko 0,2 mld PLN, co podniosłoby DN/EBITDA zaledwie o 0,05). Dodatkowo Tauron jest beneficjentem aktualnych trendów na modelowych marżach w wytwarzaniu i korzystnych rozstrzygnięć na aukcji mocy (Tauron zakontraktował w aukcji mocowej 2,9 GW i zapewnił sobie przychody na poziomie 0,7 mld PLN, z czego 85% w umowach 5-15 letnich). Zwracamy też uwagę, że brak zgłoszenia do aukcji znacznej części starych jednostek potwierdza naszą dotychczasową tezę o planowanej restrukturyzacji portfela wytwórczego Grupy (mniej perspektywiczne bloki będą do czasu zamknięcia stanowić back-up dla kontraktów mocowych na rynku). Szansą na pozytywne odchylenie od naszych prognoz jest też potencjalny wzrost wydobywania w kopalniach w 2019. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Cena bieżąca

2,41 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

3,06 PLN

+27,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	3,06 PLN	2018-11-29

Podstawowe dane			TPE PW	vs. WIG
Ticker	TPE PW	Zmiana 1M	+34,6%	+28,9%
ISIN	PLTAURN00011	Zmiana YTD	-21,0%	-14,4%
Liczba akcji (mln)	1 752,5	Średni obrót 1M	13,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 223,6	Średni obrót 6M	9,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	13 747,6	EV/EBITDA 12M fwd	4,5	-7,1%
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	18 682,9	23 567,2	25 207,3
EBITDA	3 336,8	3 545,3	3 604,5	3 695,4	4 202,9
marża EBITDA	18,9%	20,4%	19,3%	15,7%	16,7%
EBIT	801,5	1 806,3	1 513,3	1 904,0	2 248,9
Zysk netto	367,5	1 380,7	972,5	1 264,9	1 512,4
P/E	11,5	3,1	4,3	3,3	2,8
P/BV	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	3,9	3,7	3,8	3,9	3,4
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	3 296	3 695	4 203
EBITDA	3 337	3 545	3 604	3 695	4 203
wytwarzanie	545	464	743	732	1 069
wydobywanie	-82	-83	-160	-45	68
dyskrybucja	2 395	2 283	2 451	2 534	2 607
obróć	490	841	575	486	475
pozostałe	-9	40	-4	-12	-16
Saldo finansowe	-293	-49	-277	-296	-327
Produkcja energii TWh	16,8	18,4	16,1	15,6	18,7
w tym OZE	1,3	1,3	1,1	1,2	1,3
Wolumen obrotu TWh	32,0	34,9	35,5	36,0	36,5
dynamika r/r	-10,9%	9,1%	1,5%	1,5%	1,5%
marża obrotu PLN/MWh	17,3	18,3	16,2	13,5	13,0
WRA w mld PLN	15,4	16,3	16,9	17,6	17,9
zwrot na WRA (EBIT)	8,9%	7,4%	8,0%	7,8%	8,0%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Energia (PLN/MWh)	167,0	241,1	250,3	233,9	224,9	208,5	209,9	211,4	213,0	214,5	214,5
Węgiel (PLN/t)	239,1	269,8	262,5	262,5	240,6	240,6	240,6	240,6	240,6	240,6	240,6
CO2 (EUR/t)	15,3	17,0	17,3	17,7	18,1	18,4	18,8	19,2	19,6	20,0	20,0
Przychody	18 683	23 567	25 207	24 728	24 574	23 987	24 350	24 733	25 128	25 534	25 534
EBITDA	3 374	3 695	4 203	4 550	4 429	4 161	4 233	4 337	4 349	4 461	4 461
marża EBITDA	18,1%	15,7%	16,7%	18,4%	18,0%	17,3%	17,4%	17,5%	17,3%	17,5%	17,5%
EBIT	1 283	1 904	2 249	2 533	2 416	2 089	2 094	2 122	2 049	2 067	1 455
Podatek	244	362	427	481	459	397	398	403	389	393	276
CAPEX	-3 577	-3 652	-3 116	-2 542	-2 654	-2 723	-2 793	-2 864	-2 935	-3 005	-3 005
Kapitał obrotowy	-35	-136	-46	13	4	16	-10	-11	-11	-11	-11
FCF	-482	-454	614	1 540	1 320	1 058	1 033	1 060	1 014	1 051	1 167
PV FCF	-479	-425	539	1 264	1 009	751	680	646	571	546	0
WACC	6,3%	6,3%	6,6%	7,0%	7,4%	7,6%	7,9%	8,1%	8,3%	8,4%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	3 064	3 559	3 306	3 217	3 748
CFO/EBITDA	92%	100%	92%	87%	89%
Capex	3 647	3 562	3 577	3 652	3 116
Kapitał obrotowy	517	489	524	660	705
Kapitał własny	16 649	18 036	19 009	20 274	21 786
Dług netto	8 595	8 944	9 494	10 225	9 921
Dług netto/EBITDA (x)	2,6	2,5	2,6	2,8	2,4

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	4,7	3,3	3,2	3,9	3,2	3,1
Maksimum	22,9	19,3	18,4	12,8	11,6	9,4
Mediana	14,2	13,3	12,2	7,7	7,1	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	14 475
Dług netto	8 944
Inne korekty	-507
Wycena DCF na akcję (PLN)	2,87

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	9,33
DYield-porównawcza	0%	0,00
DCF	100%	2,87
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		3,06

Telekomunikacja, media, IT

Spółka	MCap	EV	Dług netto	DN/ EBITDA	Przychody			EBITDA			EBIT			Zysk netto		
					2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Ailleron	130	111	5,9	0,3	115	124	132	18,6	21,3	23,5	10,8	12,9	14,6	9,4	11,1	12,2
Asseco BS	815	836	23,5	0,3	258	273	284	93,5	100,9	107,9	74,8	81,2	87,5	62,6	65,9	70,9
Asseco PL	4 009	9 700	359,8	0,4	9 195	9 337	9 580	1 124,8	1 144,5	1 199,0	740,8	768,3	826,5	311,8	274,3	282,4
Asseco SEE	584	506	-71,5	-0,7	637	678	711	120,8	129,5	136,8	75,3	79,8	83,5	65,1	65,7	68,1
Atende	138	136	12,0	0,5	297	330	344	27,3	32,7	34,0	19,5	24,9	26,3	14,3	17,0	17,8
Comarch	1 301	1 339	18,6	0,2	1 343	1 399	1 493	168,0	177,0	189,8	102,8	108,5	119,2	59,6	77,4	88,3

Spółka	Pozycjonowanie		Cena docelowa	Cena bieżąca	Zmiana m/m	P/E			EV/EBITDA			EV/Sales			PEG Ratio		
	aktualne	zmiana				2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Ailleron	N	-	-	10,50	-3,7%	13,7	11,6	10,6	5,9	4,7	3,6	1,0	0,8	0,6	1,3	1,1	1,0
Asseco BS	N	-	-	24,40	+1,7%	13,0	12,4	11,5	8,9	8,3	7,7	3,2	3,1	2,9	1,1	1,0	0,9
Asseco PL	N	▼	49,60	48,30	+3,9%	12,9	14,6	14,2	8,6	8,3	7,8	1,1	1,0	1,0	-0,6	-0,7	-0,6
Asseco SEE	OW	-	-	11,25	-0,4%	9,0	8,9	8,6	4,2	3,9	3,6	0,8	0,7	0,7	1,2	1,2	1,1
Atende	OW	-	-	3,80	+16,6%	9,7	8,1	7,7	5,0	4,2	4,1	0,5	0,4	0,4	0,8	0,7	0,7
Comarch	OW	-	173,30	160,00	-5,0%	21,8	16,8	14,7	8,0	7,3	6,9	1,0	0,9	0,9	0,8	0,6	0,5
Mediana						12,9	12,0	11,1	7,0	6,0	5,5	1,0	0,9	0,8	0,9	0,8	0,8

Źródło: Dom Maklerski mBanku; OW (overweight) – przeważenie, N (neutral) – równoważenie, UW (underweight) – niedoważenie

Ailleron

Ailleron proponuje bardzo ciekawe rozwiązanie LiveBank (wirtualny oddział banku), które zostało docenione przez szereg banków globalnie (w tym przez Citibank, który wprowadził rozwiązanie dla 16 krajów). Obecnie spółka realizuje wdrożenia LiveBanku i próbuje zwiększyć skalę u obecnych klientów. Jednak dynamika wyników jest dość niska. Po 9M'18 zysk netto wyniósł tylko 3,1 mln PLN vs. 3,6 mln PLN rok wcześniej. Spółka ponosi wysokie koszty w segmencie Fintech, co się przekłada się na gorsze wyniki. Stąd obniżamy prognozy dla zysku netto w 2018 r. z 10,4 mln PLN na 9,4 mln PLN. Spółka jest notowana na P/E'18 = 13,7x, powyżej mediany dla polskich spółek IT. Stąd, podtrzymujemy neutralne podejście do Ailleronu.

Asseco Business Solutions

Notowania ABS w ciągu ostatniego roku obniżyły się o 2% w ciągu ostatniego roku, były lepsze od szerokiego indeksu o blisko 3%. Spółka zanotowała dużą poprawę wyników r/r (+22,5% na linii zysku netto) w 2018 r. w związku z konsolidacją Macrologic. W 2019 r. spodziewamy się dynamiki wyników rzędu +8%. Spółka jest wyceniana na P/E'19 = 12,4x, z >6% premią do mediany przedstawicieli polskiego IT. Z drugiej strony, zwracamy uwagę na dość wysoką dywidendę w ABS (DivYield'19 = 5,6%). Obecnie mamy neutralne nastawienie do spółki.

Asseco South Eastern Europe

Asseco SE pozostaje naszym faworytem wśród spółek IT o mniejszej kapitalizacji. Rynek wydaje się ignorować dużą poprawę jaką Spółka zanotowała w 3Q'18. Problemy, które wystąpiły wskutek rozwiązania umowy z Nova Kreditna Banka Maribor w 1Q'18 i wywołały słabość segmentu bankowego (-27% R/R w 1H'18 na linii EBITDA segmentu) zostały nadrobione przez świetny wynik w 3Q'18 (+36% R/R). Wraz z poprawą w pozostałych segmentach przełożyło się to w 3Q'18 na wzrost wyników o 29% R/R (na linii EBITDA). Obecny poziom kursu Asseco SEE implikuje wskaźnik EV/EBITDA'19 = 3,9x i P/E'19 = 8,9x, co oznacza aż 17% i 24% dyskonta do polskich spółek IT. Wskaźniki wyceny w

transakcji zakupu rumuńskiego Provus przez Innova Capital do niemieckiego Wirecard implikują wartość segmentu płatności na poziomie 708-744 mln PLN, czyli więcej niż obecna kapitalizacja całego podmiotu. Spółka ma także bardzo dobrą sytuację kredytową (dług netto/EBITDA na koniec 2018 r. szacujemy na -0,7x), a ewentualna transakcja przejęcia pakietu 65% udziałów w Necomplus od Asseco Poland może jedynie zmniejszyć stan gotówki netto do zera. Wskazujemy też, że patrząc na niską wycenę i wielkość generowanego strumienia gotówki, spółka stanowi dobry cel do przejęcia, zwłaszcza dla Asseco Poland, które deklarowało chęć kolejnych akwizycji. Prawdopodobną opcją jest też skup akcji własnych, zwłaszcza że Zarząd wielokrotnie podkreślał niedoszacowanie wartości akcji Asseco SEE na GPW.

Atende

Podtrzymujemy pozytywne podejście do Atende. W 2018 r. zaskoczeniem są słabsze wyniki spółek zależnych. Kluczowa spółka córka Atende Software, produkująca system redGalaxy, notuje niższe R/R wyniki, co wpływa na wyniki grupy. Dodatkowo, Atende Medica nie zanotowało spodziewanego odbicia. W obu przypadkach, liczymy na poprawę w 2019 r. Stąd obniżamy naszą prognozę zysku netto do 14,0mln PLN (vs. 15,6 mln PLN poprzednio), przy dość niewielkiej zmianie dla roku 2019 r. (17,0 mln PLN vs. 17,3 mln PLN poprzednio). Wskazujemy, że nawet przy niższej prognozie wyników na 2018 r. spółka notuje wzrost wyników o >13% R/R i odznacza się wysokim DivYield'19 = 7,4%. Atende ma ekspozycję na trudny obecnie sektor publiczny. Jednak Spółka współpracuje głównie z jednostkami samorządowymi i szpitalami, realizuje wiele kontaktów o dość małej skali. Stąd jej ryzyko biznesowe jest mniejsze niż w przypadku spółek realizujących głównie kilka bardzo dużych kontraktów.

Wasko

W wyniku przeglądu pokrywanych spółek, zaprzestajemy publikacji zaleceń inwestycyjnych oraz prognoz finansowych dla spółki Wasko.

Netia trzymaj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Trendy wynikowe Netii w ciągu 9M'18 uległy poprawie: wynik EBITDA spadł o 5,0% R/R vs. -10,2% rok wcześniej (szacujemy spadek o 4,3% w całym roku), a Spółka generuje relatywnie wysoki CFO (357,3 mln PLN) w 4Q'17-3Q'18. Z drugiej strony całość wygenerowanego strumienia gotówki będzie w najbliższych latach przeznaczana na kontynuację planu modernizacji sieci (Spółka chce mieć w zasięgu nowoczesnej sieci 2,6 mln gospodarstw domowych do 2020 r.). Stąd FCFE szacujemy na poziomie -61 mln PLN/ -65 mln PLN. W dodatku nie spodziewamy się wypłaty dywidendy z Netii w najbliższych latach (Cyfrowy Polsat po przejęciu pakietu kontrolnego w Netii, zadeklarował już brak chęci wypłaty dywidendy). Co więcej, plany polskich telekomów (pokrycie siecią światłowodową >5 mln gospodarstw domowych do 2020 r. w Orange Polska, wprowadzenie oferty konwergentnej fixed + mobile w 2Q'19 przez T-Mobile) mogą przełożyć się na zwiększenie tempa inwestycji w sieci i podnieść stan zadłużenia Spółki (0,6 x EBITDA na koniec 3Q'18). Ze względu na powyższe walory Netii notowanej na poziomie EV/EBITDA'18/-19 = 4,9x/5,4x uznajemy za mało atrakcyjne, porównując je zwłaszcza do Orange Polska (EV/EBITDA'18/19 = 4,7x/4,3x, co implikuje odpowiednio 5%/25% premię). Z drugiej strony głównym argumentem za inwestycją w Netię jest potencjalne wezwanie na resztę pakietu przez Cyfrowy Polsat. Na chwilę obecną trudno jednoznacznie ocenić intencje przejmującego. Wydaje się, że Cyfrowy może być skłonny do przeprowadzenia wezwania przed paź'19, biorąc pod uwagę plany oferty konwergentnej T-Mobile od 2Q'19, czas potrzebny na integrację dwóch spółek oraz chęć szybszej realizacji synergii z zakupu Netii.

Cena bieżąca

4,73 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

4,70 PLN

-0,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	4,70 PLN	2018-11-26

Podstawowe dane			NET PW	vs. WIG
Ticker	NET PW	Zmiana 1M	+0,9%	-4,9%
ISIN	PLNETIA00014	Zmiana YTD	-12,1%	-5,5%
Liczba akcji (mln)	337,0	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 594,2	Średni obrót 6M	0,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 810,9	EV/EBITDA 12M fwd	5,3	+10,0%
Free float	33,0%	EV/EBITDA 5Y avg	4,8	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 522	1 442	1 374	1 348	1 348
EBITDA	426	383	367	345	356
marża EBITDA	28,0%	26,6%	26,7%	25,6%	26,4%
EBIT	25	72	85	74	90
Zysk netto	33	35	67	50	61
P/E	48,8	44,9	23,9	31,8	26,3
P/BV	0,8	0,9	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	4,2	4,9	4,9	5,4	5,4
DPS	0,39	0,20	0,00	0,00	0,00
DYield	8,3%	4,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Klienci linie głosowe (tys.)	1 140	1 014	938	880	844
ARPU głos wł. infras. (PLN)	28,4	26,5	25,2	24,7	24,5
ARPU głos WLR + LLU (PLN)	39,9	39,0	38,5	38,1	38,1
klienci broadband (tys.)	697	640	605	592	615
ARPU broadband (PLN)	56,3	56,0	55,0	55,8	57,0
Przychody	1 522	1 442	1 374	1 348	1 348
bezpośrednie usługi głos.	471	405	351	317	295
transmisja danych	659	616	581	573	586
rozł. międzyop. i hurt.	209	234	237	244	249
inne	183	188	205	213	217
Koszty sprzedaży	294	275	268	270	274
Koszty ogół. zarządu	149	148	128	129	130
EBIT	25	72	85	74	90
marża	1,7%	5,0%	6,2%	5,5%	6,7%
Zysk netto	32,6	35,5	66,7	50,2	60,5

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	343	1 348	1 348	1 372	1 400	1 429	1 459	1 489	1 521	1 555	1 555
EBITDA	90	345	356	371	378	385	392	400	408	417	417
marża EBITDA	26,2%	25,6%	26,4%	27,0%	27,0%	26,9%	26,9%	26,9%	26,8%	26,8%	26,8%
Amortyzacja	70	271	266	265	265	265	262	252	242	225	225
EBIT	20	74	90	106	113	120	130	148	166	192	192
Podatek	4	14	17	20	21	23	25	28	32	37	37
NOPLAT	16	60	73	86	91	97	105	120	135	156	156
CAPEX	-78	-390	-390	-221	-211	-207	-211	-216	-220	-225	-225
Kapitał obrotowy	0	8	-1	0	0	0	-1	-2	-2	-3	-3
FCF	9	-51	-52	130	145	155	156	154	154	153	153
PV FCF	9	-47	-45	103	107	107	100	92	86	79	
WACC	7,9%	7,8%	7,6%	7,6%	7,5%	7,5%	7,4%	7,4%	7,3%	7,2%	7,2%
Dług netto / EV	12,1%	15,0%	17,9%	18,9%	19,3%	20,7%	21,9%	23,3%	24,5%	25,8%	25,8%
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%

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	442	346	366	342	341
CFO/EBITDA	104%	90%	100%	99%	96%
Capex	-209	-268	-278	-390	-390
Aktywa ogółem	2 450	2 401	2 468	2 517	2 657
Kapitał własny	1 896	1 778	1 869	1 919	1 980
Dług netto	204	285	217	278	342
Dług netto/EBITDA (x)	0,5	0,7	0,6	0,8	1,0

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	36,7	98,2	29,9	11,8	9,5	9,4
Maksimum	5,6	5,3	4,4	4,0	3,6	3,3
Mediana	13,9	12,7	12,1	5,1	5,1	4,8
waga	25%	45%	30%	25%	45%	30%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 688
Dług netto	225
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	4,34

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	4,49
DCF	50%	4,34
cena wynikowa		4,42
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		4,70

Orange Polska kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Orange Polska osiągnie zapowiadaną przez Zarząd stabilizację wyniku R/R w 2018. Spółka realizuje strategię ogłoszoną we wrześniu'17: poziom kosztów pośrednich jest niższy o >5% R/R (w tym nastąpiła redukcja etatów o >1,3 tys., tj. o blisko 8% w ciągu roku), marża po kosztach pośrednich utrzymuje się na stabilnym poziomie, rośnie baza klientów konwergentnych fixed + mobile (1 178 tys. obecnie, tj. +233 tys., w ciągu roku), Spółka ustabilizowała poziom cen za usługi konwergentne (ARPO + 0,2% R/R w 3Q'18), widoczny jest spadek wskaźnika churn. W dodatku rośnie sprzedaż usług na nowoczesnej infrastrukturze (53% w 3Q'18 vs. 42% w 3Q'17), w tym usług na FTTx (110 tys. w 9M'18 vs .88 tys. rok wcześniej), a Zarząd deklaruje nowe działania optymalizacyjne od 2019r. Zestaw takich danych przekonuje nas do powodzenia przyjętego planu naprawczego i do powrotu do wzrostu EBITDA od 2019 r. De facto, Orange Polska jako jedyna Spółka w sektorze będzie wykazywać istotny wzrost EBITDA w najbliższych latach i pomimo wielkich inwestycji (CAPEX = 18,3% przychodów w 2019 r.) wykazuje dość wysoki FCFE (odpowiednio 7,7% i 10,4% FCFE w 2019/2020). Po okresie dużych inwestycji do 2020 r. na „miedz XXI wieku” czyli technologię FTTx, spodziewamy się spadku nakładów na światłowód od 2021 r. i powrotu do dywidendy (od 2020 r.). Dzisiejszy poziom wyceny, najniższy wśród polskich telekomów, tj. 4,3x na EV/EBITDA'19 jest naszym zdaniem niski i tworzy okazję inwestycyjną.

Cena bieżąca

4,80 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

6,40 PLN

+33,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	6,40 PLN	2018-11-26

Podstawowe dane		OPL PW	vs. WIG
Ticker	OPL PW	Zmiana 1M	+9,1% +3,3%
ISIN	PLTLKPL00017	Zmiana YTD	-17,1% -10,5%
Liczba akcji (mln)	1 312,0	Średni obrót 1M	7,1 mln PLN
MC (mln PLN)	6 297,6	Średni obrót 6M	8,0 mln PLN
EV (mln PLN)	13 053,6	EV/EBITDA 12M fwd	4,4 -5,5%
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	10 993	11 096	11 214
EBITDA skor.	3 163	3 011	2 779	2 891	3 062
marża EBITDA	27,4%	26,5%	25,3%	26,1%	27,3%
EBIT	-1 354	229	266	423	632
Zysk netto	-1 746	-75	-108	105	286
P/E	-	-	-	60,2	22,0
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	4,2	4,5	4,7	4,3	4,0
DPS	0,25	0,00	0,00	0,00	0,25
DYield	5,2%	0,0%	0,0%	0,0%	5,2%
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
dost. szerokopasm. (tys.)	2 206	2 438	2 585	2 860	3 167
klienci usl. głosowe (tys.)	3 932	3 684	3 388	3 014	2 602
Przychody	11 538	11 381	10 993	11 096	11 214
telefonnia komórkowa	6 324	6 141	2 465	2 302	2 175
telefonnia stacjonarna	4 720	4 571	1 083	925	783
pozostałe	494	669	7 445	7 869	8 256
Koszty	8 445	8 655	8 329	8 300	8 226
koszty pracownicze	1 636	1 690	1 561	1 436	1 381
usługi obce	6 432	6 416	6 397	6 508	6 500
poz. przychody i koszty	377	341	185	176	170
rozwiązanie stos. pracy	0	208	186	180	175
sprzedaż aktywów	70	81	115	95	75
EBITDA	3 163	2 807	2 779	2 891	3 062
marża	27,4%	24,7%	25,3%	26,1%	27,3%
Zysk netto	-1 746	-60	-108	105	286

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	10 993	11 096	11 214	11 308	11 408	11 517	11 599	11 666	11 708	11 720	11 720
EBITDA	2 779	2 891	3 062	3 126	3 185	3 244	3 279	3 312	3 333	3 337	3 337
marża EBITDA	25,3%	26,1%	27,3%	27,6%	27,9%	28,2%	28,3%	28,4%	28,5%	28,5%	28,5%
Amortyzacja	2 515	2 468	2 431	2 403	2 384	2 374	2 373	2 381	1 860	1 882	1 882
EBIT	266	423	632	723	801	869	906	931	1 473	1 455	1 455
Podatek	51	80	120	137	152	165	172	177	280	276	276
NOPLAT	216	343	512	586	648	704	734	754	1 193	1 179	1 179
CAPEX	-1 902	-1 933	-1 850	-1 683	-3 189	-1 759	-1 786	-1 824	-1 860	-1 882	-1 882
Kapitał obrotowy	-823	-156	-213	-153	-116	-115	-89	-91	-96	-101	-101
FCF	6	721	879	1 153	-272	1 205	1 232	1 220	1 097	1 078	1 078
PV FCF	5	668	766	944	-209	872	837	777	655	603	
WACC	6,1%	6,2%	6,3%	6,4%	6,3%	6,4%	6,6%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%
Dług netto / EV	51,2%	49,3%	48,0%	45,2%	48,9%	46,0%	42,5%	40,4%	40,7%	41,1%	41,1%
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%

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	11,8	9,5	9,4	9,7%	7,1%	8,1%
Maksimum	4,0	3,6	3,3	-16,9%	-10,1%	-8,2%
Mediana	5,1	5,1	4,8	2,6%	3,0%	3,4%
waga	33%	33%	33%	0%	0%	100%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	14 987
Dług netto	6 436
Inne korekty	2
Wycena DCF na akcję (PLN)	6,52

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	5,50
DCF	50%	6,52
Cena wynikowa		6,01
Koszt kapitału 9M		6,6%
Cena docelowa za 9M		6,40

Play kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Poziom notowań Play spadł o blisko 43% w ciągu ostatniego roku i był słabszy o blisko 38 p.p. vs. WIG. Oczekiwane przez nas negatywne czynniki: słabe wyniki za 1H'18, obniżenie dywidendy, zapowiedź dużych inwestycji w sieć mobilną zostały już ogłoszone. Ciąg negatywnych zdarzeń zakończyło ogłoszenie przejścia Play z indeksu MSCI Global Standard do MSCI Small Cap. Obecnie Play jest notowany na atrakcyjnym poziomie EV/EBITDA'18 = 5,3x, tj. z nieznacznym dyskontem do grupy porównywalnej. Po istotnym spadku oczekiwań (konsensus Bloomberg na przychody'19 i EBITDA'19 niższe o 13,1%/13,4% w ciągu roku), uważamy że prognozy rynku dla Play wyglądają rozsądnie i nie różnią się istotnie od naszych oczekiwań. Spółka przedstawiła strategię do 2022 r., która powinna być interpretowana pozytywnie. Pomimo, że nie zaprezentowano przekonywującej recepty na wzrost przychodów, Play zapowiedział dyscyplinę kosztową oraz brak większych nakładów na infrastrukturę stacjonarną, co implikuje wysoki FCFE (zakładamy FCFE'18/19 = 15,4%/13,6%) oraz dywidendę (DivYield'19 = 6,8%). Tym samym Play jest jedyną Spółką w sektorze, która w istotny sposób dzieli się zyskiem z akcjonariuszami. Wskazujemy też na poprawę trendów wynikowych od 3Q'18. Największym ryzykiem dla Play jest brak nogi stacjonarnej, zwłaszcza w kontekście oferty „fixed + mobile” od 2Q'19 zapowiedzianej przez T-Mobile. Ryzyka nie należy jednak naszym zdaniem przesadnie dyskontować. Opcją dla Play jest podpisanie, w ślad za T-Mobile, umowy na leasing sieci FTTH z Orange Polska. Nie dublując sieci, Play zapewni sobie w ten sposób możliwość oferty konwergentnej na kluczowym dla siebie rynku dużych i średnich miast.

Cena bieżąca

19,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

21,30 PLN

+12,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	21,30 PLN	2018-11-26

Podstawowe dane		PLY PW	vs. WIG
Ticker	PLY PW	Zmiana 1M	+16,7% +11,0%
ISIN	LU1642887738	Zmiana YTD	-39,2% -32,6%
Liczba akcji (mln)	253,7	Średni obrót 1M	29,2 mln PLN
MC (mln PLN)	4 820,3	Średni obrót 6M	16,2 mln PLN
EV (mln PLN)	11 496,8	EV/EBITDA 12M fwd	5,1 -13,1%
Free float	49,4%	EV/EBITDA 5Y avg	5,9 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	6 118	6 670	6 778	6 911	7 019
EBITDA	1 924	1 904	2 160	2 161	2 210
marża EBITDA	31,5%	28,5%	31,9%	31,3%	31,5%
EBIT	1 290	1 107	1 379	1 276	1 266
Zysk netto	712	387	790	719	729
P/E	6,8	12,4	6,1	6,7	6,6
P/BV	3,6	-	-	15,1	6,7
EV/EBITDA	5,2	6,1	5,3	5,2	5,0
DPS	0,00	0,00	2,56	1,29	1,29
DYield	0,0%	0,0%	13,5%	6,8%	6,8%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
Przychody		0,0%	0,0%	0,0%	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
EBIT		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
CAPEX		0,0%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Aktywni klienci (tys.)	12 011	12 394	12 904	13 043	13 142
ARPU (PLN)	31,4	32,0	32,4	32,4	32,7
Przychody	6 118	6 670	6 778	6 911	7 019
przychody z usług	4 493	4 878	5 083	5 225	5 328
obróć sprzętem	1 625	1 792	1 695	1 686	1 691
Koszty	4 193	4 766	4 618	4 750	4 809
interkonekt	1 496	1 729	1 953	1 985	1 959
koszty kontraktów	399	429	426	447	459
sprzęt	1 366	1 410	1 386	1 416	1 438
koszty osobowe	228	526	270	278	286
usługi obce	567	606	484	531	574
pozostałe	138	65	98	93	94
EBITDA skoryg.	2 035	2 298	2 174	2 191	2 240
marża	33,3%	34,4%	32,1%	31,7%	31,9%
Zysk netto	712	387	790	719	729

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	6 778	6 911	7 019	7 113	7 184	7 241	7 289	7 330	7 366	7 398	7 398
EBITDA	2 160	2 161	2 210	2 250	2 266	2 285	2 273	2 261	2 247	2 237	2 237
marża EBITDA	32,4%	31,9%	32,0%	32,1%	31,9%	31,8%	31,4%	31,0%	30,7%	30,4%	30,4%
Amortyzacja	781	885	944	981	987	1 083	1 094	1 082	1 042	1 019	1 019
EBIT	1 379	1 276	1 266	1 269	1 279	1 202	1 179	1 179	1 205	1 218	1 218
Podatek	262	242	241	241	243	228	224	224	229	231	231
NOPLAT	1 117	1 034	1 026	1 028	1 036	973	955	955	976	986	986
CAPEX	-776	-887	-852	-800	-1 719	-1 190	-1 022	-733	-737	-740	-740
Kapitał obr. + inne	-191	-238	-286	-310	-310	-312	-314	-316	-316	-318	-318
FCF	931	794	831	899	-5	555	713	988	966	948	948
PV FCF	916	732	718	726	-4	394	474	614	561	513	
WACC	6,7%	6,7%	6,8%	6,9%	6,7%	6,7%	6,8%	6,9%	7,0%	7,2%	7,2%
Dług netto / EV	61,4%	60,6%	59,6%	58,3%	60,6%	60,6%	59,8%	57,8%	55,6%	53,1%	53,1%
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%

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	1 588	1 389	1 975	1 974	1 998
CFO/EBITDA skor.	78%	60%	91%	90%	89%
Capex	-2 316	-650	-776	-887	-852
Aktywa ogółem	8 747	8 831	8 647	8 581	8 629
Kapitał własny	1 343	-213	-73	320	722
Dług netto	5 111	6 710	6 677	6 455	6 179
Dług netto/EBITDA (x)	2,5	2,9	3,1	2,9	2,8

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	25,6	22,8	17,4	4,4	4,4	4,2
Maksimum	36,7	98,2	29,9	11,8	9,5	9,4
Mediana	13,9	12,7	12,1	5,1	5,1	4,8
waga	33%	33%	33%	0%	0%	0%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,3
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	12 756
Dług netto	7 362
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	21,26

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	18,34
DCF	50%	21,26
Cena wynikowa		19,79
Koszt kapitału 9M		7,7%
Cena docelowa za 9M		21,30

Agora kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Agora jest notowana na EV/EBITDA'18/'19 = 5,9x/5,2x, tj. z 33% dyskontem do spółek porównywalnych, i charakteryzuje się wysokim DivYield rzędu 4,3%, pomimo realizacji ambitnego planu inwestycyjnego. Uznajemy akcje Spółki jako niedowartościowane. Wskazujemy na znaczną poprawę sytuacji w kinach Helios została poparta odczytami za 3Q'18: po istotnym spadku przychodów w 2Q'18 (-14,2% R/R), segment Film i Książka zanotował wzrost obrotów o 8,7% R/R. Sądymy, że wzrosty będą kontynuowane w 4Q'18. Głośna produkcja Kler notuje rekordową sprzedaż (po 7 tygodniach wyświetlania >5,0 mln widzów, pobijając Quo Vadis produkcja zajmuje trzecie miejsce w top hitach kinowych po 1989 r.). Dzięki temu liczba sprzedanych wejściówek do kin jest na rynku >20% wyższa R/R w okresie paź'18-poł. lis'18. Tym samym baza w 4Q'17 (16,0 mln biletów) zostanie naszym zdaniem pobita, a Agora zaraportuje rekordowe wyniki segmentu kinowego. Jednocześnie podkreślamy, że w naszym scenariuszu bazowym Agora przeprowadza cięcia zatrudnienia w segmencie Prasa w najbliższych latach na poziomie 20%. Redukcja jest dla nas nieuchronna, patrząc na spadki rozpowszechniania dzienników i subrynek reklamy prasowej w słabej formie. Segment przy obecnej strukturze kosztów nie jest w stanie generować pozytywnych wyników od 2019 r. Zarząd powinien naszym zdaniem podjąć bardziej radykalne środki oszczędnościowe.

Cena bieżąca

11,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

16,00 PLN

+39,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	16,00 PLN	2018-11-27

Podstawowe dane			AGO PW	vs. WIG
Ticker	AGO PW	Zmiana 1M	+21,6%	+15,8%
ISIN	PLAGORA00067	Zmiana YTD	-17,5%	-10,9%
Liczba akcji (mln)	46,6	Średni obrót 1M		0,2 mln PLN
MC (mln PLN)	535,7	Średni obrót 6M		0,2 mln PLN
EV (mln PLN)	530,7	EV/EBITDA 12M fwd	5,5	+1,7%
Free float	76,9%	EV/EBITDA 5Y avg	5,4	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 198	1 165	1 137	1 168	1 213
EBITDA	115	30	87	104	117
marża EBITDA	9,6%	2,6%	7,6%	8,9%	9,7%
EBIT	17	-73	4	24	39
Zysk netto	-17	-84	18	14	26
P/E	-	-	29,7	38,2	20,3
P/BV	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	5,0	18,6	6,1	5,2	4,8
DPS	0,75		0,50	0,50	0,50
DYield	6,5%		4,3%	4,3%	4,3%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
rozpowsz. GW (tys.)	161	124	104	93	87
sprzed. bilety do kin (mln)	10,8	12,2	12,3	13,0	14,0
ATP (PLN)	18,1	18,4	18,9	18,9	18,9
RPH (PLN)	6,7	6,8	7,1	7,2	7,4
Przychody	1 198	1 165	1 137	1 168	1 213
prasa	268	236	211	203	200
film i książka	364	416	412	434	465
reklama zewnętrzna	168	163	169	177	186
internet	168	169	182	191	198
radio	113	114	116	119	122
druk	156	102	74	70	67
wyłączenia	-38	-34	-26	-26	-26
EBITDA	115	30	87	104	117
marża	9,6%	2,6%	7,6%	8,9%	9,7%
Zysk netto	-16,6	-83,5	18,0	14,0	26,4

Model DCF

(mln PLN)	2H'18	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	601	1 168	1 213	1 272	1 329	1 368	1 389	1 411	1 433	1 457	1 486
EBITDA	53	104	117	135	151	161	163	165	166	166	169
marża EBITDA	8,8%	8,9%	9,7%	10,6%	11,4%	11,8%	11,8%	11,7%	11,5%	11,4%	11,6%
Amortyzacja	42	80	78	77	75	73	71	75	79	80	82
EBIT	11	24	39	58	77	88	92	90	87	86	88
Podatek	2	4	7	11	15	17	18	17	16	16	17
NOPLAT	9	19	31	47	62	71	75	73	70	70	71
CAPEX	-39	-77	-95	-96	-98	-68	-73	-76	-78	-80	-82
Kapitał obrotowy	-5	-8	-8	-7	-6	-4	-3	-2	-1	-1	-1
FCF	7	15	7	22	33	72	71	70	70	69	70
PV FCF	7	14	6	17	24	47	43	39	36	33	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Dług netto / EV	0,0%	0,0%	0,8%	1,2%	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	69	91	101
CFO/EBITDA	92%	258%	79%	87%	86%
Capex	-90	-70	-85	-77	-95
Aktywa ogółem	1 610	1 406	1 382	1 389	1 410
Kapitał własny	1 153	996	962	953	956
Dług netto	93	4	-24	-14	3
Dług netto/EBITDA (x)	0,8	0,1	-0,3	-0,1	0,0

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	773
Dług netto	10
Inne korekty	19
Wycena DCF na akcję (PLN)	15,96

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	14,11
DCF	50%	15,96
Cena wynikowa		15,03
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		16,00

Cyfrowy Polsat trzymaj (bez zmian)

Paweł Szpigił

+48 22 438 24 06

pawel.szpigił@mbank.pl

Cyfrowy Polsat jest obecnie notowany na EV/EBITDA'19 = 6,2x, tj. z 7% premią do spółek porównywalnych i najwyżej w polskim sektorze telekomunikacyjnym. Tymczasem spodziewamy się lekkiego spadku wyniku EBITDA w 2019 r. R/R vs. wzrost o 0,8% w PLY i +4,0% w OPL, a FCFE Yield jest wysoki jednak nie wyróżnia się istotnie na tle konkurentów (FCFE'19/'20 = 10,6%/11,6% vs. OPL 7,7%/10,4% i PLY 13,6%/13,7%) na tyle by uzasadnić 42% premię do OPL i 20% do PLY. Dodatkowo Spółka nie wypłaciła dywidendy za 2017 r., pomimo przyjętej polityki dywidendowej (uważamy, że wypłata 200 mln PLN, tj. 0,06x EBITDA nie nadwyrężyłaby sytuacji kredytowej, zwłaszcza patrząc na wysoką generację gotówki i szeroką bazę posiadanych aktywów). Nie przewidujemy też, żeby dywidenda do 2020 r. włącznie była wyższa niż 2,0%, zwłaszcza że Cyfrowy może być skłonny do przejęcia pakietu 34% akcji Netii nad którym nie ma kontroli (ok. 660 mln PLN wydatku jeśli wezwanie odbędzie się do paź'19). Pozytywnie podchodzimy do decyzji CPS o zwiększeniu pojemności swojej sieci, co jest ważne w warunkach rosnącego w tempie >50% R/R zużycia danych per użytkownik w sieciach mobilnych i o szybkim wyjściu na rynek z ofertą konwergentną „fixed + mobile” już od poł. czerwca'18. Jednak zakładaliśmy, że elementem wyróżniającym Cyfrowy na polskim rynku będzie unikalna oferta Ligii Mistrzów. Spółka zdecydowała się na bezpieczniejszy model monetyzacji praw do mistrzostw, udostępniając content dla głównej konkurencji nC+.

Cena bieżąca

22,80 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

23,20 PLN

+1,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	23,20 PLN	2018-11-26

Podstawowe dane			CPS PW	vs. WIG
Ticker	CPS PW	Zmiana 1M	+4,9%	-0,9%
ISIN	PLCFRPT00013	Zmiana YTD	-8,3%	-1,7%
Liczba akcji (mln)	639,5	Średni obrót 1M	10,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	14 581,6	Średni obrót 6M	12,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	25 562,2	EV/EBITDA 12M fwd	6,0	-13,6%
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	10 750	11 458	11 623
EBITDA	3 641	3 617	3 674	3 810	3 912
marża EBITDA	37,4%	36,8%	34,2%	33,3%	33,7%
EBIT	1 669	1 834	1 695	1 825	2 018
Zysk netto	1 041	981	987	1 111	1 337
P/E	14,0	14,9	14,8	13,1	10,9
P/BV	1,3	1,2	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA	7,1	7,0	7,0	6,4	5,8
DPS	0,00	0,32	0,00	0,32	0,43
DYield	0,0%	1,4%	0,0%	1,4%	1,9%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne*

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	9 730	9 829	9 904	10 110	10 275
detaliczne od kłinetów	6 325	6 068	5 916	6 002	6 087
hurtowe	2 466	2 539	2 856	2 932	2 988
sprzedaż sprzętu	851	1 055	961	999	1 019
pozostałe	88	167	171	176	181
Koszty	7 868	8 016	8 277	8 369	8 382
kontent	1 066	1 154	1 295	1 456	1 490
dyskrybucja i marketing	803	894	873	891	906
D&A	1 699	1 783	1 805	1 714	1 629
rozliczenia międzyop.	2 141	2 014	2 134	2 088	2 104
wynagrodzenia	550	553	603	646	668
sprzęt	1 333	1 324	1 155	1 169	1 173
windykacja i odpisy	63	67	74	75	76
pozostałe koszty	214	227	339	331	336
Zysk netto	1 041	981	923	1 078	1 297

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	11 278	11 458	11 623	11 796	11 965	12 130	12 291	12 452	12 616	12 787	12 787
EBITDA	3 815	3 810	3 912	3 978	4 017	4 048	4 073	4 095	4 117	4 139	4 139
marża EBITDA	33,8%	33,3%	33,7%	33,7%	33,6%	33,4%	33,1%	32,9%	32,6%	32,4%	32,4%
Amortyzacja	2 086	1 985	1 894	1 791	1 695	1 623	1 580	1 543	1 507	1 440	1 440
EBIT	1 728	1 825	2 018	2 188	2 322	2 425	2 493	2 552	2 610	2 699	2 699
Podatek	328	347	383	416	441	461	474	485	496	513	513
NOPLAT	1 400	1 478	1 635	1 772	1 881	1 964	2 019	2 067	2 114	2 186	2 186
CAPEX	-1 453	-1 420	-1 435	-1 331	-2 335	-2 998	-1 360	-1 797	-1 915	-1 440	-1 440
Kapitał obrotowy	-207	-145	-122	-93	-83	-83	-83	-83	-93	-105	-105
FCF	1 826	1 899	1 972	2 139	1 158	506	2 156	1 730	1 613	2 082	2 082
PV FCF	1 798	1 753	1 703	1 725	872	356	1 418	1 061	923	1 110	
WACC	6,9%	6,7%	6,9%	7,1%	7,1%	7,0%	7,1%	7,2%	7,2%	7,3%	7,3%
Dług netto / EV	41,5%	38,1%	34,1%	29,6%	29,5%	31,9%	29,0%	27,4%	26,3%	25,2%	25,2%
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	2 885	3 126	2 919	3 008	3 131
CFO/EBITDA	78%	86%	85%	87%	88%
Capex	-590	-739	-1 175	-1 030	-1 045
Aktywa ogółem	27 729	27 756	27 843	27 175	26 638
Kapitał własny	11 230	12 074	13 040	13 913	14 932
Dług netto	11 140	10 508	8 494	7 089	5 607
Dług netto/EBITDA (x)	2,9	2,9	2,5	2,0	1,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	5,6	5,3	4,4	4,0	3,6	3,3
Maksimum	36,7	139,9	30,5	15,7	14,6	13,2
Mediana	6,0	5,7	5,5	13,9	13,0	12,3
waga	33%	33%	33%	0%	0%	0%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	27 937
Dług netto	11 604
Inne korekty	797
Wycena DCF na akcję (PLN)	24,29

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	19,37
DCF	50%	24,29
Cena wynikowa		21,81
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		23,20

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

Wirtualna Polska kupuj (podwyższona)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Rynek reklamowy w Polsce jest w dobrej kondycji, wzrost reklamy w Polsce jest szacowany na 6-8% R/R. Najszybciej rosnącą częścią jest reklama internetowa (obecne szacunki wzrostu to 9-12%, podwyższone ostatnio z 7-10%). Przekłada się to na bardzo dobre wyniki finansowe Wirtualnej Polski, która dodatkowo ponad połowę obrotów generuje z rosnącego w tempie >20% e-commerce. Wzrost przychodów ze sprzedaży z wyłączeniem barteru i telewizji w 3Q'18 wyniósł blisko 29% (>22% po 9M'18 R/R). Warto podkreślić, że pomimo szybkiego rozwoju (e-commerce wykazuje niższą rentowność), Wirtualna Polska utrzymuje stabilną marżę EBITDA (34,7% vs. 35,0% - z pominięciem zd. jednorazowych, barteru i wpływu biznesu telewizyjnego). Stąd podwyższamy nasze prognozy wyników o >5% (EBITDA skorygowana'18). Po aktualizacji naszego modelu finansowego, nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 61,50 PLN, co implikuje 18% potencjał wzrostowy. Stąd podnosimy zalecenie inwestycyjne z akumuluj do kupuj. 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 4Q'18 miesiące pozytywnej rentowności na linii EBITDA.

Cena bieżąca

52,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

61,50 PLN

+17,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	61,50 PLN	2018-12-05	
poprzednia	akumuluj	60,00 PLN	2018-09-03	
Podstawowe dane			WPL PW	vs. WIG
Ticker	WPL.PW	Zmiana 1M	-1,5%	-7,3%
ISIN	PLWRTPL00027	Zmiana YTD	+9,8%	+16,4%
Liczba akcji (mln)	29,8	Średni obrót 1M	0,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 554,3	Średni obrót 6M	0,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 787,4	EV/EBITDA 12M fwd	9,5	-9,3%
Free float	53,0%	EV/EBITDA 5Y avg	10,4	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	415	466	558	625	675
EBITDA	123	130	166	196	216
marża EBITDA	29,6%	27,8%	29,8%	31,5%	31,9%
EBIT	81	79	110	136	152
Zysk netto	57	45	73	95	111
P/E	27,4	34,4	21,2	16,4	14,0
P/BV	3,8	3,7	3,3	3,0	2,7
EV/EBITDA	14,1	13,4	10,8	8,8	7,8
DPS	0,00	1,10	0,96	1,29	1,66
DYield	0,0%	2,1%	1,8%	2,5%	3,2%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
Przychody		+7,5%	+9,4%	+9,8%	
EBITDA		+3,7%	+5,1%	+6,2%	
EBIT		+4,7%	+7,1%	+7,5%	
Zysk netto		+10,9%	+7,3%	+8,9%	
CAPEX		+8,4%	+10,2%	+10,5%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	415	466	558	625	675
gotówkowe	377	425	518	574	620
barterowe	37,8	33,0	23,4	24,7	25,7
Koszty	334	387	448	489	524
amortyzacja	42,1	51,0	56,0	60,5	64,1
zużycie mater. i energii	5,6	5,9	6,0	6,3	6,5
wynagrodzenia	124	134	162	171	177
pozostałe	162	196	223	251	276
EBITDA	123	130	166	196	216
marża	29,6%	27,8%	29,8%	31,5%	31,9%
EBITDA skorygowana	136	151	179	197	213
marża	322,9%	295,2%	32,1%	31,5%	31,5%
EBIT	81	79	110	136	152
marża	19,5%	16,9%	19,7%	21,8%	22,4%
Zysk netto	53,8	35,3	73,4	94,9	111,3

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	114	114	51	159	176
CFO/EBITDA	92%	88%	31%	81%	81%
Capex	-38	-42	-51	-53	-57
Aktywa ogółem	852	894	862	924	955
Kapitał własny	409	420	466	522	584
Dług netto	169	170	217	163	102
Dług netto/EBITDA (x)	1,4	1,3	1,3	0,8	0,5

Analiza porównawcza

	18P	P/E	20P	18P	EV/EBITDA	20P
Minimum	20,7	15,7	18,4	16,4	12,1	9,5
Maksimum	11,4	9,9	12,7	4,5	5,2	3,8
Mediana	17,7	14,6	16,0	11,0	9,8	8,4
waga	33%	33%	33%	33%	33%	33%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	558	625	675	718	756	791	824	855	883	910	933
EBITDA	166	196	216	230	244	254	263	270	275	280	287
marża EBITDA	29,8%	31,5%	31,9%	32,1%	32,2%	32,2%	32,0%	31,6%	31,1%	30,7%	31,5%
Amortyzacja	56	60	64	67	70	72	74	76	78	80	82
EBIT	110	136	152	163	174	182	189	194	197	200	205
Podatek	21	26	29	31	33	35	36	37	37	38	39
NOPLAT	89	110	123	132	141	148	153	157	160	162	166
CAPEX	-51	-53	-57	-62	-66	-70	-74	-78	-82	-85	-87
Kapitał obrotowy	-97	-10	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-7	-7	-8
FCF	-3	108	121	130	137	142	145	148	149	149	153
PV FCF	-3	99	103	102	99	95	90	84	78	72	
WACC	7,8%	8,0%	8,1%	8,3%	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Dług netto / EV	14,6%	11,9%	8,6%	4,7%	2,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 938
Dług netto	206
Inne korekty	19
Wycena DCF na akcję (PLN)	59,42

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	56,18
DCF	50%	59,42
Cena wynikowa		57,80
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		61,50

Asseco Poland trzymaj (obniżona)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Asseco Poland raportuje istotny wzrost wyników w 2018 r., po 9M'18 Spółka notuje zysk netto (non-IFRS) wyższy r/r o >40%. Głównym powodem jest poprawa kondycji Spółki matki Asseco, po bardzo słabym 2017 r. Stąd, wzrost notowań o >20% w ciągu ostatniego roku (tj. >25 p.p. powyżej WIG) jest uzasadniony. Prognozy wyników korygujemy w górę, głównie w przypadku jednostki dominującej (prognoza EBITDA'19 + 12%). Nasz nowy poziom ceny docelowej to 49,40 PLN, co implikuje 2,7% potencjału wzrostowego. Stąd, po ostatnich wzrostach kursu, obniżamy rekomendację z pozytywnej do neutralnej. Wskazujemy jednocześnie, że obecnie Asseco Poland jest notowane na P/E'18 = 12,9x, tj. z >22% dyskontem do spółek porównywalnych. Jednak ze względu na spadek wyniku netto (prognozujemy -12% vs. +7% wzrost w peer grupie), P/E'19 jest na poziomie 14,6x, zgodnie ze spółkami porównywalnymi. Naszym zdaniem spadek zysków Asseco jest nieuniknione z/w na utratę kontaktu w ZUS na system KSI (od 2Q'19) oraz odejście ważnego klienta w bankowości (Deutsche Bank po fuzji z Santander). Podtrzymujemy także nasze stanowisko dot. spadku dywidendy w 2019 r. (do poziomu 2,00 PLN vs. 3,01 PLN w 2018 r.). Sądzymy, że na taką decyzję przełoży się perspektywa spadku wyników i chęć kolejnych akwizycji.

Cena bieżąca

48,30 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

49,60 PLN

+2,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	49,60 PLN	2018-12-05
poprzednia	akumuluj	49,00 PLN	2018-09-03
Podstawowe dane			
			ACP PW vs. WIG
Ticker	ACP PW	Zmiana 1M	-1,4%
ISIN	PLSOFTB000016	Zmiana YTD	+17,9%
Liczba akcji (mln)	83,0	Średni obrót 1M	4,3 mln PLN
MC (mln PLN)	4 008,9	Średni obrót 6M	8,4 mln PLN
		P/E 12M fwd	13,4
Free float	68,0%	P/E 5Y avg	12,3
			premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	7 932	7 724	9 195	9 337	9 580
EBITDA	1 070	933	1 125	1 144	1 199
marża EBITDA	13,5%	12,1%	12,2%	12,3%	12,5%
EBIT	769	644	741	768	826
Zysk netto	301	596	312	274	282
P/E	13,3	6,7	12,9	14,6	14,2
P/BV	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7
P/S	0,51	0,52	0,44	0,43	0,42
DPS	3,01	3,01	3,01	2,00	2,00
DYield	6,2%	6,2%	6,2%	4,1%	4,1%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
Przychody			+3,2%	+3,0%	+3,0%
EBITDA			-1,2%	-2,2%	-0,5%
EBIT			-3,4%	-4,4%	-2,0%
Zysk netto			+10,6%	+6,7%	+9,5%
CAPEX			+3,4%	+2,3%	+6,4%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	7 932	7 724	9 195	9 337	9 580
zmiana	0,0%	-2,6%	17,4%	1,5%	2,6%
rynek polski	1 599	1 514	1 707	1 671	1 720
rynek pd-wsch. Europy	571	590	637	678	711
rynek zachodnioeur.	579	608	712	726	741
rynek środkowoeur.	754	785	854	858	875
rynek izraelski	4 247	4 218	5 266	5 383	5 513
rynek wschodnioeur.	58	10	20	20	20
EBIT	769	644	741	768	826
Amortyzacja	300	289	384	376	373
EBITDA	1 070	933	1 125	1 144	1 199
marża	13,5%	12,1%	12,2%	12,3%	12,5%
Jednostki stowarzyszone	-242	169	-216	-278	-317
Podatek	-166	-163	-167	-170	-179
Zysk netto	301	596	312	274	282

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P*	2019P*	2020P*
CF operacyjny	883	793	679	942	963
CFO/EBITDA	83%	77%	60%	82%	80%
Capex	-211	-233	-253	-261	-271
Aktywa ogółem	12 791	13 044	15 714	15 984	16 329
Kapitał własny	5 505	5 520	5 664	5 772	5 888
Dług netto	358	235	344	5	-364
Dług netto/EBITDA (x)	0,3	0,2	0,3	0,0	-0,3

*bez uwzględnienia sprzedaży 20% Formula Systems i dekonsolidacji grupy

Analiza porównawcza

	18P	P/E 19P	20P
Maximum	25,1	22,3	20,0
Minimum	9,1	7,8	7,3
Mediana	16,4	14,7	13,7
waga	33%	33%	33%

Skrót z modeli DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Asseco Poland (matka)											
Przychody	901	834	855	874	891	909	927	946	965	984	984
EBITDA	227	158	154	157	160	163	165	167	168	169	169
NOPLAT	144	98	100	102	104	106	107	108	108	108	108
FCF	102	114	80	90	101	96	97	97	98	97	97
WACC	8,8%	8,8%	8,7%	8,6%	8,6%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,6%	
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	638	660	681	699	714	726	736	745	751	756	772
EBITDA	111	115	118	121	124	126	128	130	132	134	137
NOPLAT	57	59	61	62	63	64	65	65	65	66	67
FCF	39	53	54	56	59	61	63	65	67	63	65
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%	1 379
ACE	10x PE	93%	527
ABS	DCF	46%	1 050
ASEE	DCF	51%	859
R. zachodnioeurop.	10x PE	100%	340
Formula Systems	rynek	26%	1 920
R-Style Softlab	6x PE	100%	0
Pozostałe	10x PE	0%	276
Razem			3 915
Wycena 1 akcji			47,17

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	46,09
SOTP	50%	47,17
Cena wynikowa		46,63
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		49,60

CD Projekt kupuj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Kurs CDR od szczytu notowań w 2018 roku spadł o 31%, co wpisywało się w ogólny trend wśród globalnych spółek z segmentu gier video. W 2018 roku w sektorze widoczna była kontynuacja pozytywnych trendów wspierających wyniki sprzedażowe gier jak (1) coraz wyższy udział cyfrowego kanału dystrybucji oraz (2) powiększająca się baza konsol. W 2018 roku spółka opublikowała nowy zwiastun oraz fragment rozgrywki z Cyberpunk 2077 (C2077), których popularność wśród graczy na całym świecie pokazała jakim zainteresowaniem cieszy się kolejna produkcja CDR. Oczekujemy, że w 2019 roku pojawi się znacznie więcej materiałów z C2077 oraz rozpocznie się bardziej intensywna kampania promocyjna, co powinno wspierać zachowanie się kursu CDR. W 2018 roku premierę miała pierwsza jednoosobowa kampania do gry Gwint, której wyniki sprzedażowe w początkowym okresie (gra była dostępna wyłącznie na GOG.com) były poniżej oczekiwań Zarządu. Zgodnie z komentarzem spółki zmiany wprowadzone w grze Gwint również nie przyniosły istotnej poprawy w zakresie monetyzacji. Zarząd zapowiedział wprowadzenie dalszych działań mających na celu poprawę sprzedaży generowanej przez produkcję. W naszych szacunkach obniżyliśmy założenia sprzedaży generowanej przez Gwinta o 50% w latach 2018-20. Bardzo dobre wyniki sprzedażowe najbardziej oczekiwanych gier przez graczy, do których grona włącza się C2077, skłaniają nas do podwyższenia zakładanej sprzedaży produkcji w pierwszym roku z 14,6 mln sztuk do 17,9 mln sztuk, co powinno pozwolić spółce na wygenerowanie 1,5 mld PLN EBITDA w 2020 roku.

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Produkcja gier (S)	476	330	259	191	2 173
Produkcja gier (EBIT)	324	223	139	51	1 586
Produkcja gier (marża)	68,2%	67,4%	53,6%	26,8%	73,0%
GOG.com (S)	133,5	169,6	134,9	137,9	144,8
GOG.com (EBIT)	6,4	18,4	-0,3	1,1	3,3
GOG.com (marża)	4,8%	10,8%	-0,2%	0,8%	2,3%
Przepływy oper.	259	232	102	68	1 484
Amortyzacja	4	5	5	5	6
Kapitał obrotowy	-11	34	-9	2	-83
Przepływy inv.	-440	-291	-117	-146	-160
CAPEX	-12	-13	-20	-9	-10
Nakłady na produkcję	56	77	111	137	150
FCF	228	221	88	41	1 200
FCF/EBITDA	61%	71%	75%	81%	84%
CFO/EBITDA	71%	119%	93%	84%	86%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
W3 (tys. szt.)	2 230	1 862	1 618	1 395	1 380	1 165	0	0	0	0	0
C2077 (tys. szt.)		0	17 884	6 215	4 527	3 377	2 300	2 227	1 077	0	0
Gra AAA (tys. szt.)					6 000	5 000	4 000	3 000	2 500	1 500	0
Przychody	388	329	2 318	2 129	1 225	2 853	1 597	2 806	1 304	997	-
EBITDA	144	58	1 596	1 627	801	2 227	1 074	2 109	728	528	-
marża EBITDA	37,0%	17,5%	68,8%	76,4%	65,4%	78,1%	67,2%	75,2%	55,8%	53,0%	-
EBIT	139	52	1 590	1 621	795	2 221	1 067	2 103	721	522	-
Podatek	26	10	302	308	151	422	203	400	137	99	-
CAPEX	-20	-9	-10	-11	-12	-13	-15	-6	-7	-7	-
Kapitał obrotowy	-9	2	-83	8	38	-68	53	-51	63	13	-
FCF	88	41	1 200	1 316	676	1 724	909	1 653	647	435	869
PV FCF	87	38	1 013	1 024	485	1 139	554	928	335	208	-
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%	-

Cena bieżąca Cena docelowa

154,10 PLN potencjał zmiany
170,40 PLN +10,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	170,40 PLN	2018-11-23

Podstawowe dane			CDR PW	vs. WIG
Ticker	CDR PW	Zmiana 1M	-6,2%	-12,0%
ISIN	PLOPTTC00011	Zmiana YTD	+58,9%	+65,4%
Liczba akcji (mln)	95,2	Średni obrót 1M	62,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	14 672,3	Średni obrót 6M	59,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	14 057,4	EV/EBITDA 12M fwd	22,6	+3,0%
Free float	64,9%	EV/EBITDA 5Y avg	22,0	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	584	463	388	329	2 318
EBITDA	308	246	144	58	1 596
marża EBITDA	52,7%	53,1%	37,0%	17,5%	68,8%
EBIT	304	241	139	52	1 590
Zysk netto	251	200	115	42	1 297
P/E	58,6	73,3	-	-	11,3
P/BV	18,9	16,6	14,6	13,9	6,3
EV/EBITDA	45,7	57,0	97,9	245,4	8,0
DPS	0,00	1,06	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
EBITDA		-32,9%	-68,9%	+71,5%	
Zysk netto		-35,8%	-74,5%	+57,7%	
W3 (S)		-5,9%	-	-	-
Gwint (S)		-47,0%	-62,9%	-41,2%	
C2077 (S)		-	-	+71,7%	

Wskaźniki

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wiedźmin 3 (S)	472	288	184	112	104
Gwint (S)	3	43	70	73	77
Cyberpunk 2077 (S)	0	0	0	0	1 928
Produkcja w toku	62	142	240	357	169
Środki pieniężne	217	67	62	-11	1 381
Dług netto	-597	-647	-615	-542	-1 934
Dług netto/EBITDA (x)	-1,9	-2,6	-4,3	-9,4	-1,2

Analiza porównawcza

	P/E 12M fwd 4Y avg	EV/EBIT 12M fwd 4Y avg
Minimum	15,0	4,6
Maksimum	19,4	11,3
Mediana	19,0	8,4
waga	50%	50%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	4,0%
Zdykontowana wartość FCF	10 842
Dług netto	-647
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	176,00

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	144,80
DCF	50%	176,00
cena wynikowa		160,40
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		170,40

Comarch akumuluj (podtrzymana)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Comarch zaraportował wyniki za 3Q'18 zgodne z naszymi prognozami i konsensusem rynkowym (na linii EBITDA), jednak podał dość optymistyczny guidance na 2019 r. Portfel zamówień Spółki na 2019 jest o kilkanaście proc. wyższy R/R, Comarch widzi popyt na systemy ERP (zwracamy uwagę na ostatnio podpisany największy kontrakt ERP w historii Spółki na >5 tysięcy urządzeń we francuskiej sieci La Halle), wzrost zamówień z rynku telekomunikacyjnego, pobudzenie w obszarze publicznym. Stąd podnosimy nieznacznie nasze prognozy na linię EBITDA'18/'19 (o odpowiednio 3,1%/2,9%). Jednocześnie podnosimy poziomy zakładanych nakładów inwestycyjnych (Spółka inwestuje w infrastrukturę oraz licencje pod projekty wykonywane w modelu outsourcingowym). Po aktualizacji prognoz nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 173,30 PLN i podtrzymujemy pozytywną ocenę. Spółka jest wyceniana obecnie na 7,9x EV/EBITDA'18 i 7,2x EV/EBITDA'19, tj. z odpowiednio 19% i 23% dyskontem do spółek porównywalnych, co nie jest uzasadnione patrząc na podobny wzrost wyniku EBITDA do spółek w sektorze (5,3% w Comarchu vs. średnio 5,7% w peer grupie). Comarch poinformował, że od października'18 Comarch świadczy już cztery usługi, a sam proces ich realizacji przebiega bez kłopotów. Comarch zgodnie z zatwierdzonym harmonogramem zgłosił także gotowość do świadczenia kolejnych usług i pełnienia roli tzw. integratora. W scenariuszu bazowym przyjmujemy brak istotnych problemów z przejęciem kontraktu w ZUS.

Cena bieżąca

160,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

173,30 PLN

+8,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	akumuluj	173,30 PLN	2018-12-05
poprzednia	akumuluj	180,50 PLN	2018-10-01
Podstawowe dane			
Ticker	CMR PW	Zmiana 1M	-5,6%
ISIN	PLCOMAR00012	Zmiana YTD	-15,1%
Liczba akcji (mln)	8,1	Średni obrót 1M	0,7 mln PLN
MC (mln PLN)	1 301,3	Średni obrót 6M	0,5 mln PLN
EV (mln PLN)	1 338,7	EV/EBITDA 12M fwd	7,4
Free float	59,2%	EV/EBITDA 5Y avg	7,4

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 109	1 102	1 343	1 399	1 493
EBITDA	176	99	168	177	190
marża EBITDA	15,8%	9,0%	12,5%	12,7%	12,7%
EBIT	113	34	103	109	119
Zysk netto	70	43	60	77	88
P/E	18,6	30,2	21,8	16,8	14,7
P/BV	1,5	1,5	1,4	1,3	1,3
EV/EBITDA	7,2	13,5	8,0	7,3	6,9
DPS	0,00	1,50	1,50	1,50	10,00
DYield	0,0%	0,9%	0,9%	0,9%	6,3%
Zmiana prognoz				2018P	2019P
Przychody			+2,7%	+2,9%	+2,9%
EBITDA			+3,1%	+2,9%	+2,6%
EBIT			+15,5%	+10,7%	+7,4%
Zysk netto			+10,4%	+6,1%	+3,9%
CAPEX			+31,4%	+11,6%	+7,9%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 109	1 102	1 343	1 399	1 493
TMT	276	258	319	344	362
finanse i bankowość	164	186	195	208	217
handel i usługi	183	174	195	219	252
przemysł i utilities	146	142	148	159	167
sektor publiczny	73	63	189	158	170
SME	228	236	254	267	280
inne	39	43	42	44	46
Zysk brutto na sprzedaży	343	268	363	373	396
marża	30,9%	24,3%	27,0%	26,7%	26,5%
koszty sprzedaży	131	134	139	145	152
koszty ogólnego zarządu	101	98	111	120	124
EBIT	113	34	103	109	119
marża	10,2%	3,1%	7,7%	7,8%	8,0%
Zysk netto	70,1	43,1	59,6	77,4	88,3

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	1 343	1 399	1 493	1 575	1 645	1 716	1 789	1 858	1 920	1 980	2 020
EBITDA	168	177	190	200	206	215	223	230	236	240	245
marża EBITDA	12,5%	12,7%	12,7%	12,7%	12,5%	12,5%	12,5%	12,4%	12,3%	12,1%	12,4%
Amortyzacja	65	69	71	73	75	77	79	81	83	84	86
EBIT	103	109	119	127	131	137	144	149	153	156	160
Podatek	30	30	31	33	35	36	38	39	40	41	42
NOPLAT	72	79	88	93	97	101	106	110	113	115	118
CAPEX	-83	-71	-72	-76	-78	-80	-82	-84	-85	-87	-89
Kapitał obrotowy	-32	-20	-12	-10	-7	-8	-8	-7	-5	-5	-5
FCF	22	56	74	80	86	91	95	100	105	108	110
PV FCF	22	51	62	62	62	60	58	56	54	51	
WACC	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Dług netto / EV	1,4%	1,6%	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	95	126	146
CFO/EBITDA	50%	62%	57%	71%	77%
Capex	-121	-110	-83	-71	-72
Aktywa ogółem	1 439	1 503	1 610	1 694	1 730
Kapitał własny	861	880	928	993	1 000
Dług netto	-49	19	21	-21	-14
Dług netto/EBITDA (x)	-0,3	0,2	0,1	-0,1	-0,1

Analiza porównawcza

	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	24,5	21,8	19,5	16,0	15,1	14,2
Maksimum	8,8	7,5	7,1	4,9	4,1	3,9
Mediana	15,4	14,3	13,4	9,7	9,4	8,8
waga	33%	33%	33%	33%	33%	33%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 337
Dług netto	19
Inne korekty	16
Wycena DCF na akcję (PLN)	160,08

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	165,76
DCF	50%	160,08
cena wynikowa		162,92
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		173,30

Przemysł, metale

(mln PLN)	Przychody			EBITDA			Zysk netto		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
AC	229,8	241,6	253,2	57,4	60,4	63,0	38,4	40,0	40,8
Alumetal	1 704,9	1 728,4	1 734,6	126,6	120,2	116,6	88,2	78,4	74,4
Amica	2 885,2	2 972,6	3 031,5	195,6	207,1	206,0	107,5	113,0	113,1
Apator	790,0	809,7	821,8	126,6	120,2	121,6	64,7	58,7	59,6
Boryszew	6 030,0	6 317,4	6 424,1	409,9	437,9	457,7	129,2	146,6	168,7
Cognor	2 057,0	2 037,2	2 012,1	218,1	170,5	152,3	96,7	98,3	86,5
Ergis	779,6	818,5	843,1	49,7	46,6	47,9	16,8	10,6	11,0
Famur	2 293,2	2 121,7	2 177,4	467,7	491,3	485,8	199,6	257,2	277,5
Forte	1 107,9	1 143,7	1 166,5	120,4	128,1	138,6	35,1	41,9	51,8
Impexmetal	3 329,1	3 512,9	3 559,8	274,9	239,0	237,1	206,9	171,9	174,2
Kemel	2 403,0	3 519,9	4 564,1	222,5	362,3	420,0	52,1	161,9	213,0
Kęty	2 977,6	3 079,0	3 200,4	460,2	447,7	476,4	261,3	235,6	247,9
Kruszwica	2 598,2	2 448,8	2 476,3	128,6	105,9	112,3	83,0	61,2	66,7
Mangata (Zetkama)	725,6	749,8	757,4	99,3	90,3	90,4	53,3	42,8	43,1
Pfleiderer Group	1 092,5	1 137,6	1 179,8	140,7	140,5	147,1	39,5	34,1	41,5
Pozbud	140,1	327,9	358,5	18,7	34,8	32,0	7,1	23,1	21,4
Stelmet	552,5	575,4	597,4	66,6	54,5	56,7	15,1	8,7	10,6
Tarczyński	671,2	544,0	568,7	60,9	54,6	54,1	13,9	18,1	18,0
TIM	821,7	884,0	936,5	30,0	31,0	33,9	14,3	15,6	16,4

Spółka	Pozycjonowanie		Cena bieżąca	Zmiana m/m	P/E			EV/EBITDA			DYield			P/(BV-goodwill)			'18 DN/EBITDA
	aktualne	zmiana			2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	
AC	OW	-	42,50	+3,7%	10,8	10,5	10,4	7,4	7,1	6,7	5,9%	6,6%	7,1%	3,7	3,4	3,2	0,0
Alumetal	N	►	43,80	-1,2%	7,6	8,5	9,0	6,2	6,7	6,9	6,7%	9,3%	8,2%	1,2	1,2	1,1	0,9
Amica	OW	►	117,00	+6,6%	8,5	8,1	8,0	5,7	5,3	5,1	2,6%	3,5%	4,3%	1,1	1,0	0,9	1,0
Apator	UW	▼	24,20	+1,3%	13,1	14,5	14,3	7,7	8,1	8,0	4,9%	5,3%	5,2%	2,3	2,2	2,1	1,0
Boryszew	N	►	4,72	-6,5%	8,8	7,7	6,7	6,9	6,2	5,7	0,0%	0,0%	0,0%	0,9	0,8	0,8	2,5
Cognor	N	-	1,80	+0,0%	3,3	3,2	3,6	2,9	3,1	3,1	3,8%	9,2%	15,6%	1,1	0,9	0,8	1,4
Ergis	UW	▼	2,80	-24,7%	6,6	10,4	10,0	5,8	6,3	6,0	7,0%	4,5%	4,2%	0,6	0,5	0,5	3,6
Famur	OW	-	5,92	+5,7%	17,0	13,2	12,3	7,8	6,7	6,5	7,4%	7,8%	5,3%	2,7	2,7	2,5	0,4
Forte	N	►	22,50	-47,7%	15,2	12,8	10,3	9,7	8,9	7,9	0,0%	0,0%	0,0%	0,8	0,8	0,8	5,3
Impexmetal	N	-	3,40	-9,6%	3,3	4,0	3,9	4,8	5,0	4,5	0,0%	0,0%	0,0%	0,5	0,4	0,4	1,3
Kemel	OW	-	53,50	+7,0%	24,0	7,6	5,6	8,1	5,8	4,9	1,6%	1,7%	5,4%	1,2	1,1	0,9	2,8
Kęty	UW	-	343,00	-10,8%	12,5	13,9	13,2	8,8	9,3	8,8	7,0%	5,6%	5,0%	2,4	2,3	2,2	1,7
Kruszwica	N	►	42,00	-1,9%	11,6	15,8	14,5	6,8	8,2	7,6	3,2%	4,3%	4,4%	1,4	1,4	1,3	-0,7
Mangata (Zetkama)	N	►	69,80	+6,7%	8,7	10,9	10,8	6,4	7,1	7,1	12,9%	6,9%	6,4%	1,2	1,2	1,2	1,5
Pfleiderer Group	N	-	30,95	-10,5%	12,2	14,1	11,6	5,8	5,8	5,4	3,5%	5,7%	5,0%	7,0	6,4	5,2	2,5
Pozbud	OW	►	2,55	-0,8%	9,7	2,9	3,2	7,3	3,0	1,8	0,0%	5,2%	16,9%	0,4	0,3	0,3	3,3
Stelmet	N	-	7,70	-8,1%	15,0	25,9	21,4	5,9	6,8	6,1	0,0%	3,3%	2,3%	0,5	0,5	0,5	2,5
Tarczyński	UW	▼	17,50	+16,7%	14,3	11,0	11,0	5,9	6,5	6,4	0,0%	4,0%	4,6%	1,1	1,1	1,1	2,6
TIM	OW	-	7,48	+8,1%	11,6	10,6	10,1	7,1	6,9	6,5	13,4%	10,0%	10,0%	1,1	1,1	1,1	1,5
Mediana					11,6	10,6	10,3	6,8	6,7	6,4	3,5%	5,2%	5,0%	1,1	1,1	1,1	1,5

Źródło: Domu Maklerski mBanku; OW (overweight) – przeważenie, N (neutral) – równoważenie, UW (underweight) – niedoważenie

AC (przeważaj)

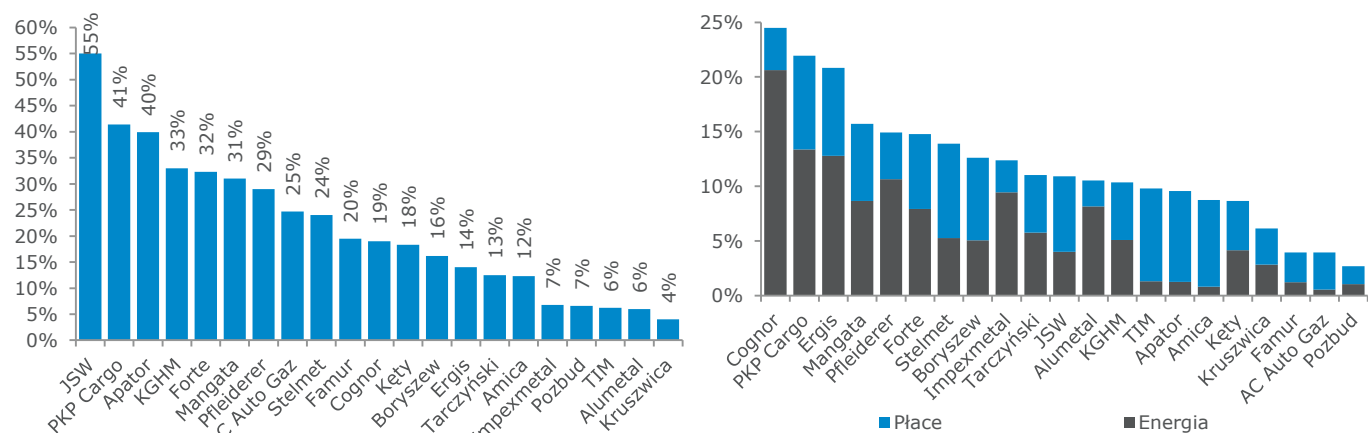
Bieżący rok Spółka zakończy z ok. 20% wzrostem przychodów, za co odpowiedzialny jest rosnący popyt na rynkach zagranicznych. W latach 2019-20 oczekujemy wyhamowania tempa rozwoju do ok. 5%, jednakże konserwatywnie uwzględniamy potencjał jaki drzemie w chłonnym rynkach Chin, Brazylii, Meksyku, Indii i nowych rynków afrykańskich (np. Algieria). Spółka na tle innych podmiotów przemysłowych wyróżnia się konkurencyjną pozycją kosztową i skuteczną polityką handlową. AC ponosi relatywnie niewielkie koszty energii elektrycznej – przy scenariuszu 32% wzrostu kosztów energii w taryfie B oraz 5% wzrostu płac, wynik EBITDA'19 spadłby jedynie o 3,9%. Potencjalnym zagrożeniem dla Spółki jest konflikt na linii Rosja-Ukraina (relatywnie duży udział obu krajów w eksporcie), jednakże eskalacja z 2014 r. nie przełożyła się na znaczącą zmianę w sytuacji na tych rynkach. Niewątpliwym atrybutem AC jest wysoka konwersja EBITDA na przepływy gotówki i realizowana od lat polityka dywidendowa. W latach

2019-20 zakładamy wypłatę co najmniej 2,80 PLN i 3,00 PLN na akcję (DYield blisko 7%). Spółka notowana jest z 6% premią do grupy porównawczej na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA, jednakże wysoki DYield (~6,7% vs. ~2,6% peersy) uzasadniałby znacznie wyższą wycenę niż na powyższych wskaźnikach. AC praktycznie nie korzysta z finansowania zewnętrznego. Naszym zdaniem obecna kondycja bilansu i dobre perspektywy na nadchodzące kwartały pozwoliłyby na zwiększenie zadłużenia nawet do 2x EBITDA, co wówczas pozwoliłoby na wypłatę nawet 30% ponadczasowego DYield. Nie zmieniamy naszego przeważania dla akcji spółki AC.

Amica (przeważaj)

W 1H'18 Grupa Amica wyraźnie powróciła na drogę dynamicznego organicznego wzrostu, która naszym zdaniem potrwa co najmniej do końca 1Q'19. Wzrostem sprzedaży towarzyszy duża dyscyplina kosztowa (spadek kosztów obrotu zewnętrznego przez budowę własnego magazynu

Udział kosztów energii elektrycznej i pracy w kosztach ogółem w spółkach przemysłowych (lewy wykres; %) oraz wpływ rosnących o 32% kosztów energii i 5% wzrostów płac na EBITDA'18 (prawy wykres; %)



Źródło: Dom Maklerski mBanku

wysokiego składowania; wzrost wynagrodzeń w 1-3Q'18 jedynie 2% r/r dzięki skuteczniejszym programom płacowym; lepiej skrojona kampania reklamowa). W 2019 roku Grupa planuje kolejne działania rekompensujące inflację kosztową jak intensyfikacja wykorzystania więźniów do produkcji we Wronkach, zwiększanie sprzedaży własnych produktów kosztem dystrybucji towarów. Po stronie kosztowej warto zwrócić uwagę, że zakładając nasz scenariusz 32% wzrostów kosztów energii w taryfie B oraz 5% wzrost płac EBITDA w 2019 roku spadłaby o poniżej 9% r/r (pierwszy kwartył wpływu rosnących kosztów na EBITDA w analizowanych spółkach przemysłowych). Szansą dla Grupy Amica w 2019 roku może być nasilenie ruchów akwizycyjnych w Europie (przejście Gorenje, Candy w 2018 roku). Na rynku europejskim pozostaje coraz mniej niezależnych podmiotów, a w przeszłości Grupą Amica interesowały się takie podmioty jak Bosch, czy Samsung (odkup fabryki pralek i lodówek). Dodatkowo Amica ponad 50% sprzedaży uzyskuje z handlu towarami, co nowy właściciel mógłby szybko wykorzystać jako wypełnienie własnej produkcji. Podtrzymujemy nasze pozycjonowanie przeważaj dla Grupy Amica.

Alumetal (równoważ)

Grupa Alumetal w 2019 roku prawdopodobnie przekroczy poziom 200 tys. ton produkcji (oczekujemy 199 tys. ton w 2018 roku). Z drugiej strony marże na podstawowych produktach w 2018 roku znajdowały się na wysokich - wyraźnie powyżej średniej wieloletniej - poziomach. Wspierały je dobre momentum w Motoryzacji w 1-3Q'18 oraz spadki cen złomu aluminiowego w 2H'18 (być może wpływ słabszych zakupów Turcji - znaczącego importera złomów). Naszym zdaniem słabsze okres w europejskiej motoryzacji może odbić się na przełomie 2018/2019 roku na spadek marży benchmarkowych dla głównych produktów Alumetal. To z kolei powodowałoby presję na wyniki w pierwszych kwartałach 2019 roku. Wpływ rosnących kosztów pracy i surowców energetycznych (energia; gaz) jest ograniczony w przypadku Alumetalu, tym bardziej, że spółka zabezpieczyła większość zakupu energii elektrycznej w 1H'18 po sprzyjających cenach. Szacujemy, że łączny wpływ wyższych kosztów energii i pracowników będzie poniżej 10% wartości EBITDA za 2018 rok. Czynnikiem wspierającym atrakcyjność Spółki jest wysoka oczekiwana wypłata Dywidendy (przy 70% wypłacie zysku do akcjonariuszy około 9% DYield w 2019 roku). Podtrzymujemy nasze neutralne nastawienie do akcji Alumetal.

Apator (niedoważaj)

Naszym zdaniem największym wyzwaniem Grupy Apator jest dalsza oczekiwana inflacja kosztów pracy, które odpowiadają za 39% kosztów ogółem (druga największa pozycja w naszym zestawieniu!). Naszym zdaniem trzeci rok z rzędu dynamicznego wzrostu płac może negatywnie wpływać na konkurencyjność Grupy w szczególności na rynkach zagranicznych (dwucyfrowy r/r spadek dynamiki eksportu w 1-3Q'18). Oczekujemy stabilnych przychodów ze sprzedaży w dwóch kolejnych latach przy rosnącej presji na marże operacyjne. Zakładając nasz scenariusz 32% wzrostów kosztów energii w taryfie B oraz 5% wzrost płac EBITDA w 2019 roku spadłaby o prawie 10% r/r. Oczekujemy 5% r/r spadku EBITDA w 2019 roku i „płaskich” wyników w 2020 roku. Naszym zdaniem Spółka będzie miała znaczące problemy z relacją ogłoszonej strategii na lata 2019-2023. Obniżamy również nasze pozycjonowanie dla Grupy Apator z równoważ do niedoważaj.

Boryszew (równoważ)

W 2019 roku segment Automotive powinien zanotować wzrost wyników z uwagi na prawdopodobne rozwiązanie problemów z homologacją nowych modeli samochodów. Z drugiej strony wysokie wykorzystanie mocy i rekordowe marże w segmencie metali przy spadającym wskaźnikach wyprzedzających prawdopodobnie nie pozwolą na powtórzenie bardzo dobrych wyników 2018 roku. Boryszew w 2019 roku będzie się musiał zmierzyć z inflacją płac (negatywny wpływ około 31 mln PLN) oraz rosnącymi cenami energii elektrycznej (21 mln PLN). Przy scenariuszu 32% wzrostów kosztów energii w taryfie B oraz 5% wzrost płac EBITDA w 2019 roku spadłaby o prawie 13%. Z rezerwą podchodzimy do zapowiadanych przez Zarząd przeglądów opcji strategicznych. Naszym zdaniem doświadczenia głównego właściciela wskazują, że Grupie będzie raczej trudno znaleźć kupca na wybrane aktywa Grupy. Z drugiej strony odwołanie dotychczasowej strategii oznacza mniejsze wydatki inwestycyjne w 2019 roku i prawdopodobny spadek zadłużenia (możliwa dywidenda). Obniżamy nasze oczekiwania na EBITDĘ w 2019 roku o 5% oraz wynik netto o 14%. Podtrzymujemy nasze pozycjonowanie równoważ dla Grupy Boryszew.

Cognor (równoważ)

Rok 2018 Grupa Cognor kończy z najwyższym wynikiem na poziomie EBITDA (ponad 200 m PLN) od 2007 roku. Głównym ryzykiem na 2019 rok są oczekiwane wzrosty cen energii elektrycznej (negatywny wpływ 24% na wynik EBITDA'18) oraz wzrosty płac (około 4% wpływu na wynik EBITDA'18). Według wypowiedzi Zarządu w dużej części wyższe koszty energii uda się zrekompensować spadkiem cen zakupywanych elektrod grafitowych. Naszym zdaniem wysokie ceny produktów stalowych obserwowane w bieżącym roku mogą być nie do powtórzenia. Uczestnicy rynku oczekują, że w bieżącym sezonie grzewczym Chiny w mniejszym stopniu ograniczać będą produkcję stali, jako że decyzje zostały przesunięte z poziomu centralnego na lokalny. Dodatkowo obecne słabsze momentum w europejskim przemyśle (spadające PMI) oraz Automotive mogą nie pozwolić na wynegocjowanie wzrostu marży przerobowych w 2019 roku. Naszym zdaniem w 2019 roku raczej nie ma możliwości powtórzenia spadków cen złomów stali, jakie miały miejsce w 3Q'18 w efekcie zmniejszenia aktywności tureckich kupców (spadek liry wstrzymał zakupy złomu Turków). Oczekujemy około 20% spadku wyniku EBITDA Grupy Cognor w 2019 roku. Spółka z zysku za 2018 roku naszym zdaniem może wypłacić nawet 0,17 PLN dywidendy na akcję, co dawałoby blisko 9% Dyield'19. Delikatnie korygujemy w górę nasze dotychczasowe oczekiwania dla Grupy Cognor. Rozpoczynamy wydawanie pozycjonowania dla Grupy Cognor z zaleceniem równoważ.

Ergis (niedoważaj)

Głównym zagrożeniem dla Grupy Ergis na 2019 rok są oczekiwania dalszego wzrostu kosztów pracy (11% łącznych kosztów) oraz energii elektrycznej (3% łącznych kosztów). Przy scenariuszu 32% wzrostów kosztów energii w taryfie B oraz 5% wzrost płac EBITDA w 2019 roku spadłaby o prawie 21%. Biorąc pod uwagę fakt jak duże problemy z przeniesieniem kosztów pracy na klientów Grupa miała w 2018 roku, to naszym zdaniem wyniki w 2019 roku nadal znajdować się będzie pod wyraźną presją. Do kosztów pracy dojdzie jeszcze efekt wyższych kosztów energetycznych (wpływ nawet 13% na EBITDA'18). Ratunkiem dla Grupy mogłaby być oczekiwana korekta cen surowców petrochemicznych, jednak naszym zdaniem miałyby to tylko krótkotrwały wpływ na poprawę wyników finansowych. Naszym zdaniem na koniec 2019 roku zadłużenie netto do EBITDA zbliży się do poziomu blisko 4,0x, co może naszym zdaniem wpłynąć na spadek stopy wypłacanej dywidendy (w czarnym scenariuszu zaniechanie polityki dywidendowej) oraz być może zwolnienie w realizacji kluczowych inwestycji. Obniżamy nasze prognozy na 2019 roku (o 17% na poziomie EBITDA oraz 42% wyniku netto) oraz obniżamy pozycjonowanie Grupy Ergis z równoważ do niedoważaj.

Forte (równoważ)

Rok 2018 Forte kończy wysokim zadłużeniem z umiarkowanymi perspektywami na najbliższe miesiące. Zmiany właścicielskie w sieciach dystrybucji w Europie Zachodniej po sprzedaży aktywów przez Grupę Steinhoff odbijają się negatywnie na dostawcach. Z drugiej strony nowa fabryka płyty drewnopochodnej, w którą zainwestowało Forte w ostatnich dwóch latach kontrybuuje w znacznie mniejszym stopniu do wyników Grupy niż zakładał Zarząd i oczekiwali analitycy. Spółka obecnie pracuje wykorzystując 100% swoich mocy produkcyjnych, doświadczając wysokiej inflacji kosztowej, którą z dużym trudem próbuje przenosić na klientów (duże sieci odbiorców). Przy naszym scenariuszu 32% wzrostów kosztów energii w taryfie B oraz 5% wzrostu płac EBITDA w 2019 roku spadłaby o prawie 15% (energia 8% i płace 7%). Kolejnymi czynnikami z jakimi będzie się musiała zmierzyć w 2019 roku jest uruchomienie zakładu produkcji płyty Egger w Biskupcu (10% krajowych mocy w płycie; wzrost konkurencji o drewno), czy oczekiwane

wzrosty cen mocznika i melaminy. Z drugiej strony Forte boryka się z wysokim zadłużeniem (oczekiwane 5,3x EBITDA'18), które będzie się według naszych prognoz utrzymywać na poziomie powyżej 4,0x do końca 2020 roku. W 3Q'19 Grupa musi spłacić 70 mln PLN kredytu, jaki został wzięty na poczet zakupu akcji własnych. Obniżamy nasze oczekiwania wyniku EBITDA w 2019 roku o 23%, a wyniku netto o 43%. Podtrzymujemy nasze pozycjonowanie Grupy Forte na poziomie równoważ.

Grupa Pfeleiderer (równoważ)

Rosnące ceny energii w Polsce (nawet 15 mln EUR dodatkowych kosztów w 2019 roku), prawdopodobnie wyższe ceny drewna (5% wzrost cen drewna wywołany 7,5% r/r spadkiem sprzedaży surowca przez Lasy Państwowe może przełożyć się na wzrost kosztów nawet o 10 mln EUR) oraz możliwe wyższe ceny mocznika i melaminy powodują, że w otoczeniu włączenia nowych mocy produkcyjnych Grupie Pfeleiderer trudno będzie poprawić wyniki w 2019 roku. W 1H'19 w Biskupcu swoją działalność rozpocznie nowa fabryka płyty drewnopochodnej o zdolnościach około 10% zainstalowanych mocy produkcyjnych w Polsce. Nowa linia niewątpliwie będzie miała wpływ na kształtowanie się cen płyty oraz ceny zakupu surowca drzewnego, jako że nowa fabryka działa w regionie, gdzie zlokalizowane są dwie fabryki Pfeleiderer (Grajewo). Jeśli nowy wolumen zostanie zaaprobowany przez rynek, to istnieje szansa na powrót na ścieżkę wzrostu, ale naszym zdaniem będzie mieć to miejsce dopiero w 2020 roku. Pozytywnym zaskoczeniem dla nas byłoby, gdyby Grupie Pfeleiderer udało się poprawić wyniki w 1H'19. Grupa Pfeleiderer wyróżnia się dużym udziałem kosztów osobowych (23%) i energii elektrycznej (6%) w kosztach ogółem na tle spółek przemysłowych (ostatni kwartył). Nie zmieniamy naszego pozycjonowania równoważ dla Grupy Pfeleiderer.

Impexmetal (równoważ)

W 2019 roku głównym wyzwaniem dla Grupy Azoty są rosnące ceny energii elektrycznej (negatywny wpływ około 26 mln PLN) oraz kosztów płacy (negatywny wpływ około 8 mln PLN). Oba czynniki mają potencjalnie negatywny ponad 12% wpływ na EBITDA w kolejnym roku. Z drugiej strony w 2018 roku Impexmetal zanotuje rekordowe historycznie wolumenu sprzedaży oraz rekordowe marże na produktach. Obserwowane obecnie spowolnienie w europejskim przemyśle (spadające PMI) oraz gorsze momentum w Motoryzacji budują ryzyko, że zarówno pod względem sprzedaży jak i wynegocjowanych marżach przerobowych kolejny rok może być gorszy. Z rezerwą podchodzimy do zapowiadanego przez Zarząd przeglądowi opcji strategicznych. Naszym zdaniem doświadczenia głównego właściciela wskazują, że Grupie będzie raczej trudno znaleźć kupca na wybrane aktywa Grupy. Z drugiej strony odwołanie strategii oznacza mniejsze wydatki inwestycyjne w 2019 roku i prawdopodobny spadek zadłużenia (o ile gotówka nie zostanie zagospodarowana przez Spółkę matkę Boryszew). Nie zakładamy wypłaty dywidendy przez Impexmetal w perspektywie nadchodzących dwóch lat. Rozpoczynamy wydawanie pozycjonowania dla Grupy Impexmetal z zaleceniem równoważ.

Kruszwica (równoważ)

Mimo bardzo słabych tegorocznych zbiorów rzepaku w Polsce (-18% r/r; 2,2 mln ton) Zarząd ZT Kruszwica widzi szansę na dobrą kontraktację marży przerobowej na kolejne kwartały. Spółka zabezpieczyła znaczącą ilość ziarna od pośredników, w związku z czym nie odczuje tak drastycznego spadku wolumenu sprzedaży jak mogłoby to wynikać z warunków rynkowych. Wyzwaniem na następny sezon są informacje o niskich zasiewach rzepaku na 2019 rok (spadek o kolejne 10% – najniższy od 2012 roku), co powoduje, że nawet jeśli średnie plony z hektara wzrosną do średniej 5-letniej, to w

2019 roku zbiory rzepaku spadną o kolejne 4% do 2,1 mln ton. Wyzwaniem dla spółki na 2019 rok są rosnące koszty energii i certyfikatów CO₂ – łączny dodatkowy koszt 7,9 mln PLN (6,1% tegorocznej prognozowanej EBITDA). Kruszwica pozytywnie wyróżnia się na tle spółek przemysłowych małą wrażliwością rosnących kosztów energii i kosztów płacy na wyniki. Zakładając nasz scenariusz 32% wzrostów kosztów energii w taryfie B oraz 5% wzrost płac EBITDA w 2019 roku spadłaby o zaledwie 6% r/r (pierwszy kwartał). Biorąc pod uwagę gotówkę netto na bilansie naszym zdaniem Grupa jest w stanie w 2019 i 2020 roku wypłacić około 5% Dyield dla akcjonariuszy. Podtrzymujemy nasze pozycjonowanie równoważ dla Grupy Kruszwica.

Mangata (równoważ)

W 2018 roku wykorzystanie mocy produkcyjnych Grupy Mangata znajdowało się na praktycznie maksymalnym poziomie. Dodatkowo Grupa jest dość znacząco zoptymalizowana, co powoduje, że w krótkim terminie nie ma możliwości istotnego zwiększenia potencjału wytwórczego. Ryzykiem dla wyników 2019 roku jest obserwowany obecnie spadek wskaźników wyprzedzających PMI (ryzyko obniżenia popytu w 2019 roku przez kluczowe dla Mangata branże motoryzacyjną, budowlaną, czy przemysł ciężkiego). Dodatkowo Spółka prawdopodobnie odczuje wpływ inflacji kosztów pracy (26% łącznych kosztów) i energii elektrycznej (5% łącznych kosztów) w 2019 roku (duża wrażliwość na wzrost pac i energii na wyniki - ostatni kwartał w spółkach przemysłowych). Zakładając nasz scenariusz 32% wzrostów kosztów energii w taryfie B oraz 5% wzrost płac EBITDA w 2019 roku spadłaby o prawie 16% r/r. Oczekujemy spadku około 10% wyników finansowych Grupy w 2019 roku (na poziomie EBITDA). Czynnikiem łagodzącym reakcję inwestorów może być naszym zdaniem oczekiwana ponad 6% stopa dywidendy w 2019 i 2020 roku. Podtrzymujemy nasze pozycjonowanie równoważ dla Grupy Mangata.

Pozbud (przeważaj)

Pozbud w 2018 roku drugi rok z rzędu zanotuje r/r poprawę wyników na poziomie operacyjnym. Wcześniej liczyliśmy, że poprawa w 2018 roku będzie jeszcze dynamiczniejsza, ale wszystko wskazuje, że przekazanie projektu deweloperskiego w Poznaniu nastąpi dopiero w 1Q'19. Z drugiej strony powinno to w jeszcze większym stopniu zdynamizować poprawę wyników finansowych w 2019 roku. Liczymy na dalsze zaawansowanie w kontrakcie budowlanym dla PLK GSM w 2019 roku. Pozbud charakteryzuje się relatywnie największą odpornością na wzrost kosztów energii i płac ze wszystkich porównywalnych spółek przemysłowych. Zakładając nasz scenariusz 32% wzrostów kosztów energii w taryfie B oraz 5% wzrost płac EBITDA w 2019 roku spadłaby o mniej niż 3% r/r. Obecnie Pozbud notowany jest na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA poniżej 3,0x. Podtrzymujemy nasze zalecenie przeważaj dla Grupy Pozbud.

Tarczyński (niedoważaj)

Po transakcji sprzedaży zakładu w Sławie Grupa Tarczyński w 2019 roku odnotuje około 30% r/r spadek wolumenów sprzedaży (według naszych szacunków Sława odpowiadała za 30-35% wolumenu sprzedaży Grupy). Mimo sprzedaży części biznesu naszym zdaniem rentowność Grupy zwiększy się ze względu na fakt, że sprzedawane moce produkcyjne wytwarzały produkty o niższej wartości dodanej. Głównym zagrożeniem dla Grupy Tarczyński na 2019 roku są oczekiwane wzrosty kosztów energii (negatywny wpływ prawie 6% na EBITDA'18) oraz rosnące koszty płac (negatywny wpływ 5% na EBITDA'18). Warto również zwrócić uwagę, że w 2018 roku ceny mięsa wieprzowego były wyjątkowo bardzo stabilne i raczej mało prawdopodobne jest, aby taka sytuacja mogła się powtórzyć w 2019 roku. Czynnikiem ryzyka na kolejne lata jest również otwarcie rynku niemieckiego na pracowników z Ukrainy. Obecnie ponad 55% załogi zakładu w Ujeźdźcu (blisko Wrocławia) to obywatele Ukrainy (ryzyko utraty kadry). Naszym zdaniem istnieje szansa, że w 2019 roku właściciele Spółki mogliby ponownie wrócić z ofertą odkupu udziałów z rynku. Traktowalibyśmy wówczas taką propozycję jako okazję do wyjścia z inwestycji. Obniżamy nasze prognozy na 2019 rok o 16% na poziomie EBITDA oraz 23% na poziomie wyniku netto oraz obniżamy nasze pozycjonowanie dla Grupy Tarczyński z równoważ do niedoważaj.

TIM (przeważaj)

Grupa TIM rok 2018 zakończy z ok. 15% wzrostem sprzedaży napędzanym głównie przez segment e-commerce, z którego pochodzi 70% sprzedaży Spółki. Ponadto, Grupa zbiera już pierwsze owoce z rozpoczętej w 2016 roku działalności outsourcingu usług logistycznych (3LP) dla sektora e-commerce. Według naszych szacunków 3LP podwoi zeszłoroczny wynik EBITDA (2,6 mln PLN w 2017 r.), który dodatkowo będzie wsparty pozytywnymi zdarzeniami jednorazowymi na kwotę 6 mln PLN. Szacujemy, że przy scenariuszu 32% wzrostu kosztów energii w taryfie B oraz 5% wzrostu płac, wynik EBITDA'19 Grupy TIM spadłby tylko o 9,8% (drugi kwartał w spółkach przemysłowych pod względem wrażliwości na koszty pracy i energii). Naszym zdaniem mocną stroną Grupy jest możliwy strumień dywidend. W 2018 r. Zarząd TIM zdecydował się na wypłatę dywidendy zaliczkowej (głównie z funduszu dywidendowego) w wysokości 1 PLN na akcję (DYield 15% w dniu ogłoszenia). Po wypłacie na funduszu dywidendowym wciąż pozostanie 36 mln PLN, co przekłada się na 1,63 PLN na akcję (DYield ok. 24%). Oczekujemy, że bardzo dobre wyniki lat kolejnych pozwolą spółce na powtórzenie wypłaty dywidendy w latach 2019-20. Rozpoczynamy monitorowanie Spółki Tim z zaleceniem przeważaj.

Famur kupuj (bez zmian)

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

Utrzymując się powyżej pieniężnego kosztu wydobycia ceny węgla energetycznego oraz kokсового na światowych rynkach sprawiają, że kopalnie chętnie przeznaczają nadwyżki kapitałowe na inwestycje. Według prognoz SNL, Banku Światowego oraz IMF inwestycje w światowym górnictwie wzrosną w 2018 roku do poziomu 147 mld USD – najwyżej od 2015 roku. Te mają rosnać dynamicznie w kolejnych dwóch latach do poziomu 176 mld USD w 2020 roku, kiedy prawdopodobnie osiągną lokalny szczyt. Dodatkowo problemem na rynku krajowym są utrzymujące się niskie zapasy surowca przy zwiększającym się imporcie z rynków zewnętrznych. W Polsce w związku z realizacją zadań Programu dla Górnictwa do 2030 roku Ministerstwo Energii oczekuje, że nakłady w państwowych firmach wydobywczych wzrosną do 2,4 mld PLN w 2018 roku (minimum 1,6 mld PLN w 2016 roku) i będą się utrzymywać na poziomie powyżej 2,0 mld PLN w kolejnych latach. Inwestycje wszystkich krajowych spółek wydobywczych w 2018 roku wzrosną do 4,5 mld PLN (+50% r/r) i będą się utrzymywać na takim poziomie w dwóch kolejnych latach. Naszym zdaniem głównym motorem wzrostu sprzedaży Grupy Famur w 2019 roku będzie segment Underground (+6% r/r), co wynika przede wszystkim ze zwiększenia obrotów w segmencie kombajnów chodnikowych (+14% r/r – efekt podpisanych nowych umów na dzierżawę kombajnów z Kompanią Węglową i JSW w 2018 roku). Naszym zdaniem po sprzedaży PBSZ Famur stać jest na wypłatę 265 mln PLN dywidendy w 2019 roku, co przekłada się na Dyield na poziomie powyżej 8%. Nie zmieniamy naszej wyceny Famur (6,41 PLN/akcja) oraz pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj.

Cena bieżąca	5,92 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	6,41 PLN	+8,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	6,41 PLN	2018-11-30

Podstawowe dane			FMF PW	vs. WIG
Ticker	FMF PW	Zmiana 1M	+5,0%	-0,8%
ISIN	PLFAMUR00012	Zmiana YTD	+2,8%	+9,3%
Liczba akcji (mln)	574,8	Średni obrót 1M	1,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 402,6	Średni obrót 6M	1,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 630,1	EV/EBITDA 12M fwd	6,6	+10,5%
Free float	35,3%	EV/EBITDA 5Y avg	5,9	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 030	1 460	2 293	2 122	2 177
EBITDA	239	308	468	491	486
marża EBITDA	23,2%	21,1%	20,4%	23,2%	22,3%
EBIT	114	133	278	323	341
Zysk netto	94	49	200	257	278
P/E	30,7	68,2	17,0	13,2	12,3
P/BV	2,9	2,3	2,3	2,3	2,2
EV/EBITDA	11,5	11,4	7,8	6,7	6,5
DPS	0,00	0,00	0,44	0,46	0,31
DYield	0,0%	0,0%	7,4%	7,8%	5,3%
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%
O obroty Underground			0,0%	0,0%	0,0%
O obroty Surface			0,0%	0,0%	0,0%
Marża Underground			0,0%	0,0%	0,0%
Marża Surface			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Obroty Underground	741	1 019	1 543	1 638	1 684
Obroty Surface	289	292	363	381	388
Marża Underground	25,8%	25,0%	26,6%	26,4%	26,8%
Marża Surface	18,0%	8,3%	5,8%	9,9%	10,4%
Przepływy oper.	315	192	244	497	407
Amortyzacja	125	175	190	168	145
Kapitał obrotowy	95	-16	-174	62	-20
Przepływy inw.	-85	-231	-93	122	-83
CAPEX	83	132	93	-122	83
Przepływy fin.	185	287	-416	-374	-185
Zmiana długu	196	-88	-150	-100	0
Dywidenda/buyback	0	0	-253	-265	-180
FCF	240	-91	154	616	319
FCF/EBITDA	101%	-30%	33%	125%	66%
CFO/EBITDA	132%	44%	52%	101%	84%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	2 293	2 122	2 177	2 221	2 266	2 312	2 359	2 407	2 455	2 505	2 556
zmiana (r/r)	42,5%	-7,5%	2,6%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBITDA	468	491	486	477	475	485	493	501	515	528	536
marża EBITDA	20,4%	23,2%	22,3%	21,5%	21,0%	21,0%	20,9%	20,8%	21,0%	21,1%	21,0%
Amortyzacja	190	168	145	126	116	117	118	119	125	131	141
EBIT	278	323	341	351	359	367	375	382	390	397	395
Podatek	46	59	63	66	68	69	71	73	74	76	76
NOPAT	232	264	277	285	291	298	304	310	315	322	319
CAPEX	-93	122	-83	-122	-125	-127	-130	-132	-135	-138	-141
Kapitał obrotowy	-174	62	-20	-16	-16	-17	-17	-17	-18	-18	-18
FCF	154	616	319	273	267	271	275	279	288	296	302
PV FCF	153	564	269	212	191	179	167	157	149	141	
WACC	8,3%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Aktywa	1 775	3 138	3 185	3 011	3 130
Aktywa trwałe	670	1 099	1 002	712	650
Goodwill	220	222	222	222	222
Kapitał własny	993	1 437	1 482	1 475	1 572
Udział mniejszości	0	115	32	32	32
Dług netto	-135	80	196	-149	-288
Dług netto/EBITDA (x)	-0,6	0,3	0,4	-0,3	-0,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	10,7	9,7	8,9	7,3	6,8	6,2
Maksimum	16,0	13,9	12,8	10,4	8,9	8,1
Mediana	13,6	11,4	10,6	9,1	7,1	6,6
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana wartość FCF	2 182
Dług netto	333
Inne korekty	-11
Wycena DCF na akcję (PLN)	6,98

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	5,07
DCF	50%	6,98
Cena wynikowa		6,03
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		6,41

Grupa Kęty redukuje (podwyższona)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

W 2019 roku Grupa Kęty wyraźnie odczuje presję kosztową wynikającą z wyższych kosztów surowców energetycznych (gaz i energia +17 mln PLN) oraz kosztów pracy (+20 mln PLN). Z drugiej strony największy konkurent Grupy Kęty na polskim rynku w zakresie systemów aluminiowych rozbudowuje zakład w Płocku, który naszym zdaniem zwiększy potencjał produkcyjny w kraju o około 10%. Według nas segmenty systemów aluminiowych i opakowań giętkich przy dużej konkurencji będą miały znaczne problemy z przeniesieniem kosztów na klientów, co będzie prowadzić do dalszej erozji ich marży. Dodatkowo warto zauważyć, że marże przerobowe w segmencie wyrobów wyciskanych są obecnie na rekordowych poziomach, wyższych niż w 2007 roku (+25% vs. średnia wieloletnia). Naszym zdaniem Spółka w 2019 roku odczuje narastające problemy branży budowlanej (60% ekspozycji na budowlankę) przez analogiczny jak w 2009 i 2012-2013 latach wzrost należności w relacji do przychodów. Według naszych szacunków dług netto w relacji do EBITDA na koniec 2019 roku wzrośnie do poziomu 2,0x, a więc warunku obowiązywania obecnej polityki dywidendowej (60-100% zysku na dywidendę). Zakładamy, że wartość dywidendy na akcję będzie spadać zarówno w 2019 i 2020 roku. Podtrzymujemy naszą cenę docelową na poziomie 309,30 PLN, a rekomendację podnosimy ze sprzedaj do redukuje (w związku ze spadkiem kursu akcji).

Cena bieżąca

343,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

309,30 PLN

-9,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	redukuje	309,30 PLN	2018-12-05	
poprzednia	sprzedaj	309,30 PLN	2018-10-29	
Podstawowe dane			KTY PW	vs. WIG
Ticker	KTY PW	Zmiana 1M	-2,0%	-7,7%
ISIN	PLKETY000011	Zmiana YTD	-14,8%	-8,3%
Liczba akcji (mln)	9,5	Średni obrót 1M	0,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 274,1	Średni obrót 6M	1,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	4 051,4	EV/EBITDA 12M fwd	8,3	-11,0%
Free float	42,0%	EV/EBITDA 5Y avg	9,3	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	2 267	2 643	2 978	3 079	3 200
EBITDA	394	421	460	448	476
marża EBITDA	17,4%	15,9%	15,5%	14,5%	14,9%
EBIT	282	301	334	316	333
Zysk netto	278	236	261	236	248
P/E	11,7	13,8	12,5	13,9	13,2
P/BV	2,3	2,4	2,3	2,3	2,1
EV/EBITDA	9,3	9,1	8,8	9,3	8,8
DPS	17,95	30,00	23,94	19,16	17,28
DYield	5,2%	8,7%	7,0%	5,6%	5,0%
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	120	112	130
EBITDA SWW	139	150	176	180	185
EBITDA SSA	160	172	180	172	178
EBITDA pozostałe	-10	-13	-16	-16	-17
EBITDA/użyte aluminium	5	5	5	4	4
Przepływy oper.	315	276	293	277	339
Amortyzacja	112	120	126	132	143
Kapitał obrotowy	-51	-91	-89	-111	-73
Przepływy inw.	-270	-187	-230	-200	-150
CAPEX	270	187	230	200	150
Przepływy fin.	-43	-85	-139	-78	-182
Dywidenda/buyback	-170	-285	-229	-183	-165
FCF	84	86	89	81	195
FCF/EBITDA	21%	20%	19%	18%	41%
CFO/EBITDA	80%	66%	64%	62%	71%

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)	170	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150
Użyte alum. (tys. t)	93	100	106	110	113	115	117	117	118	118	118
Przychody	2 978	3 079	3 200	3 298	3 369	3 409	3 457	3 468	3 477	3 477	3 477
EBITDA	460	448	476	482	486	488	494	493	491	488	487
marża EBITDA	15,5%	14,5%	14,9%	14,6%	14,4%	14,3%	14,3%	14,2%	14,1%	14,0%	14,0%
EBIT	334	316	333	344	350	358	365	361	358	355	355
Podatek	52	55	58	60	62	63	65	65	64	64	64
CAPEX	-230	-200	-150	-120	-122	-125	-127	-130	-132	-132	-132
Kapitał obrotowy	-89	-111	-73	1	12	23	-15	-9	-7	-4	-4
FCF	89	81	195	303	315	323	286	290	287	288	287
PV FCF	88	75	166	240	231	219	180	168	155	143	
WACC	7,7%	7,6%	7,6%	7,7%	7,7%	7,8%	7,8%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Aktywa	2 323	2 499	2 673	2 864	2 971
Aktywa trwałe	1 396	1 439	1 561	1 633	1 645
Kapitał własny	1 405	1 363	1 396	1 448	1 531
Udział mniejszości	0	1	1	1	1
Dług netto	397	591	777	907	910
Dług netto/EBITDA (x)	1,0	1,4	1,7	2,0	1,9
Dług netto/kap. wł. (x)	0,3	0,4	0,6	0,6	0,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	2,3	2,2	2,2	2,9	2,9	2,6
Maksimum	26,6	23,2	17,1	10,7	9,9	8,5
Mediana	11,2	9,9	8,9	7,5	6,5	5,8
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 665
Dług netto	819
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	340,38

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	244,37
DCF	50%	340,38
Cena wynikowa		292,38
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		309,30

JSW redukuje (podwyższona)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

JSW w 2019 roku będzie się musiała zmierzyć z szeregiem czynników, które według naszych szacunków zwiększą bazę kosztową Grupy o około 471 mln PLN. Wśród największych z nich będą to energia elektryczna (+172 mln PLN; wyższe rynkowe ceny energii), koszty usług obcych (+62 mln PLN; wzrost stawek dzierżawnych, kosztów transportu) oraz koszty pracy (+200 mln PLN; oczekujemy 5% inflacji płac i utrzymania nagrody w wysokości 200 mln PLN po udanym roku). Z drugiej strony momentum na rynku stali wyraźnie słabnie ze spadającymi cenami stali oraz marżami realizowanymi przez producentów wielkopiecowych. W okresie zimowym sezonowo zapasy stali w Chinach odbijają, a w bieżącym roku uczestnicy rynku oczekują mniejszych ograniczeń środowiskowych niż w 2018 roku. Producenci wielkopiecowi naszym zdaniem zaczną już wkrótce szukać oszczędności i wywierać presję na dostawców węgla koksowego i rudy żelaza. Po nieoczekiwanych szokach podaźowych z 2H'18 przy powrocie wolumenów do normalności widzimy więcej punktów ryzyka, że ceny węgla koksującego będą się korygować, co przełoży się negatywnie na notowania spółek wydobywczych. JSW biorąc pod uwagę oczekiwane spadkowe wyniki w kolejnym roku oraz bieżący program inwestycyjny już w 2019 roku przestanie generować wolne przepływy gotówki (FCF). Podtrzymujemy naszą cenę docelową 59,14 PLN/akcja oraz podnosimy naszą rekomendację do redukuje (ze sprzedaj po spadku kursu akcji).

Cena bieżąca

71,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

59,14 PLN

-16,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	redukuje	59,14 PLN	2018-12-05
poprzednia	sprzedaj	59,14 PLN	2018-11-26
Podstawowe dane			
	JSW PW	Zmiana 1M	-6,3% -12,1%
Ticker	PLJSW0000015	Zmiana YTD	-26,0% -19,5%
Liczba akcji (mln)	117,4	Średni obrót 1M	17,0 mln PLN
MC (mln PLN)	8 359,7	Średni obrót 6M	15,2 mln PLN
EV (mln PLN)	5 781,0	EV/EBITDA 12M fwd	2,3 -35,7%
Free float	44,8%	EV/EBITDA 5Y avg	3,6 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	6 731	8 877	9 579	8 992	8 636
EBITDA skor.	1 055	3 509	3 293	1 830	1 428
marża EBITDA	15,7%	39,5%	34,4%	20,4%	16,5%
EBIT skor.	216	2 684	2 547	958	392
Zysk netto skor.	-2	2 189	2 056	775	313
P/E skor.	-	3,8	4,1	10,8	26,7
P/BV	2,1	1,3	1,0	1,0	1,0
EV/EBITDA skor.	8,5	2,0	1,8	3,5	4,9
DPS	0,00	0,00	0,00	4,74	2,64
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	6,7%	3,7%
Zmiana prognoz					
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	14 853	15 500	15 750
Prod. w. koks. (tys. t)	11 580	10 675	10 435	10 580	11 223
Udział węgla koks. (%)	69%	72%	70%	68%	71%
Prod. w. ener. (tys. t)	5 255	4 093	4 418	4 920	4 527
Prod. koksu (tys. t)	4 145	3 458	3 536	3 500	3 400
Przepływy oper.	897	2 871	2 523	1 493	1 238
Amortyzacja	839	825	746	872	1 036
Kapitał obrotowy	-349	-76	-76	-131	-67
Przepływy inw.	-354	-2 170	-1 350	-1 500	-1 550
CAPEX	372	737	1 350	1 500	1 550
Przepływy fin.	278	-701	-153	-552	-310
Dywidenda/buyback	0	0	0	-557	-310
FCF	289	2 129	1 430	16	-264
FCF/EBITDA skor.	27%	61%	43%	1%	-18%
CFO/EBITDA skor.	85%	82%	77%	82%	87%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
W. koksowy (USD/t)	188	180	165	165	165	165	165	165	165	165	165
W. energet. (PLN/t)	245	265	245	245	245	245	245	245	245	245	245
Koks (USD/t)	1 108	968	883	883	883	883	883	883	883	883	883
Przychody	9 579	8 992	8 636	8 883	9 068	9 242	9 335	9 434	9 514	9 594	9 644
EBITDA	3 047	1 830	1 428	1 642	1 775	1 810	1 814	1 788	1 749	1 702	1 645
marża EBITDA	31,8%	20,4%	16,5%	18,5%	19,6%	19,6%	19,4%	19,0%	18,4%	17,7%	17,1%
EBIT	2 301	958	392	444	419	432	446	384	340	284	223
Podatek	437	183	75	83	78	81	83	71	62	51	39
CAPEX	-1 350	-1 500	-1 550	-1 470	-1 420	-1 420	-1 420	-1 420	-1 420	-1 420	-1 422
Kapitał obrotowy	-76	-131	-67	28	15	25	18	5	5	4	0
FCF	1 430	16	-264	116	292	335	329	302	271	235	184
PV FCF	1 421	15	-222	90	209	221	200	170	140	112	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Aktywa	11 520	12 090	13 977	14 045	13 957
Aktywa trwałe	9 097	8 118	8 729	9 376	9 934
Kapitał własny	4 003	6 389	8 246	8 465	8 468
Udział mniejszości	67	232	232	232	232
Dług netto	513	-1 641	-2 811	-2 252	-1 630
Dług netto/EBITDA skor.	0,5	-0,5	-0,9	-1,2	-1,1
Dług netto/kap. wł. (x)	0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	2,9	2,4	3,3	2,6	1,6	1,5
Maksimum	26,1	14,9	20,0	8,0	8,0	8,4
Mediana	8,2	7,5	8,3	5,1	4,7	3,9
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	2 355
Dług netto	-1 641
Inne korekty	232
Wycena DCF na akcję (PLN)	40,86

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	70,41
DCF	50%	40,86
Cena wynikowa		55,63
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		59,14

Kernel kupuj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Wysokie zbóż na Ukrainie sygnalizują wyraźną poprawę wyników finansowych w segmencie produkcji rolnej). Naszym zdaniem jest to tym bardziej prawdopodobne, gdyż Spółce udało się zabezpieczyć wysokie ceny sprzedaży zbóż na cały sezon 2018/2019. Z kolei praktycznie rekordowe zbiory słonecznika na Ukrainie przekładają się na wyższe pokrycie dostępnych mocy tłoczni (76% - najwyżej od 2013/14 roku). Zakładamy, że odbicie rynkowych marży na tłoczeniu słonecznika może pozytywnie przełożyć się na poziom EBITDA w segmentach oleju (efekt +40 mln USD EBITDA na oleju). Według naszych szacunków Grupa Kernel w sezonie 2018/19 poprawi EBITDA o 140 mln USD, co również zwiększy wiarę inwestorów w strategiczny cel Zarządu 495 mln USD EBITDA w 2020/21 roku. Naszym zdaniem przełamanie spadkowego (od sześciu kwartałów) trendu w 4Q'18 (2Q'18) będzie w kolejnych kwartałach kontynuowane, co pozytywnie przekładać się będzie na odbudowę pozytywnego sentymentu do Spółki. Jedynym ryzykiem, jaki spostrzegamy jest możliwa destabilizacja polityczna na Ukrainie (w 1H'19 wybory prezydenckie) lub eskalacja konfliktu militarnego z Rosją. Nie zmieniamy naszej ceny docelowej dla Grupy Kernel (60,85 PLN/akcja) oraz nie zmieniamy naszej rekomendacji kupuj.

Cena bieżąca

53,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

60,85 PLN

+13,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	60,85 PLN	2018-11-05

Podstawowe dane		KER PW	vs. WIG
Ticker	KER PW	Zmiana 1M	+2,7% -3,1%
ISIN	LU0327357389	Zmiana YTD	+13,2% +19,7%
Liczba akcji (mln)	82,7	Średni obrót 1M	4,1 mln PLN
MC (mln PLN)	4 422,4	Średni obrót 6M	4,0 mln PLN
EV (mln PLN)	6 784,2	EV/EBITDA 12M fwd	5,4 +34,5%
Free float	60,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,0 premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln USD)	15/16	16/17	17/18	18/19P	19/20P
Przychody	1 989	2 169	2 403	3 520	4 564
EBITDA	347	319	223	362	420
marża EBITDA	17,5%	14,7%	9,3%	10,3%	9,2%
EBIT	287	265	140	269	324
Zysk netto	225	176	52	162	213
P/E	5,1	6,7	22,5	7,2	5,5
P/BV	1,2	1,0	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	4,1	5,3	8,1	5,8	4,9
DPS	0,25	0,24	0,25	0,25	0,78
DYield	1,8%	1,7%	1,7%	1,8%	5,5%
Zmiana prognoz		18/19P	19/20P	20/21P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Marża olej (USD/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Pszenica (USD/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Kukurydza (USD/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Sprzedaż oleju luz. (tys. ton)		0,0%	0,0%	0,0%	
Produkcja zbóż (tys. ton)		0,0%	0,0%	0,0%	
Handel zbożami (tys. ton)		0,0%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln USD)	15/16	16/17	17/18	18/19P	19/20P
EBITDA olej butelkowany	16	17	13	18	20
EBITDA olej luzem	113	83	63	100	126
EBITDA przeładunek	37	48	39	43	61
EBITDA produkcja zbóż	146	144	89	164	160
EBITDA handel zbożami	46	23	17	26	42
Przepływy oper.	134	77	82	195	289
Amortyzacja	60	54	83	93	96
Kapitał obrotowy	-127	-212	-63	-154	-113
Przepływy inv.	-61	-223	-156	-329	-108
CAPEX	61	182	179	329	108
Przepływy fin.	-137	173	76	53	-182
Dywidenda/buyback	-20	-20	-20	-21	-65
FCF	155	-93	-14	-132	182
FCF/EBITDA	45%	-29%	-6%	-37%	43%
CFO/EBITDA	39%	24%	37%	54%	69%

Model DCF

(mln USD)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Marża olej (USD/t)	76	90	102	111	108	104	100	96	92	91	92
Pszenica (USD/t)	170	190	195	195	195	195	195	195	195	195	195
Kukurydza (USD/t)	175	185	194	194	194	194	194	195	196	197	197
Przychody	3 520	4 564	5 085	5 344	5 412	5 501	5 584	5 667	5 756	5 852	5 942
EBITDA	362	420	480	521	501	493	484	480	478	483	490
marża EBITDA	10,3%	9,2%	9,4%	9,8%	9,3%	9,0%	8,7%	8,5%	8,3%	8,3%	8,2%
EBIT	269	324	376	416	397	390	381	371	366	358	362
Podatek	12	16	20	23	22	21	21	21	47	45	46
CAPEX	-329	-108	-83	-90	-97	-104	-113	-123	-126	-127	-127
Kapitał obrotowy	-154	-113	-67	-39	-24	-26	-26	-26	-27	-28	-27
FCF	-132	182	310	370	359	341	324	310	279	283	289
PV FCF	-120	144	211	216	180	147	120	98	78	68	
WACC	15,4%	15,5%	15,6%	15,8%	15,9%	16,0%	16,1%	16,1%	15,8%	15,8%	16,0%
Risk-free rate	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%

Bilans

(mln USD)	15/16	16/17	17/18	18/19P	19/20P
Aktywa	1 509	2 009	2 211	2 562	2 767
Aktywa trwałe	789	888	1 006	1 245	1 262
Kapitał własny	995	1 153	1 171	1 268	1 414
Udział mniejszości	2	5	7	7	7
Dług netto	276	508	619	911	892
Dług netto/EBITDA (x)	0,8	1,6	2,8	2,5	2,1
Dług netto/kap. wł. (x)	0,3	0,4	0,5	0,7	0,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	5,3	4,6	4,0	3,6	4,5	3,7
Maksimum	83,8	36,6	23,9	12,9	11,6	11,2
Mediana	13,4	13,7	12,1	7,8	7,6	7,2
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Podsumowanie DCF

(mln USD)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana wartość FCF	1 143
Dług netto	619
Inne korekty	7
Wycena DCF na akcję (PLN)	43,04

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	64,88
DCF	50%	43,04
Cena wynikowa		53,96
Koszt kapitału 9M		12,4%
Cena docelowa za 9M		60,85

KGHM trzymaj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

W 2019 roku Grupa KGHM naszym zdaniem zwiększy wolumen produkcji miedzi o 6,5% r/r, głównie za sprawą wyższych realizowanych wolumenów produkcji w Polsce (+6% r/r; efekt braku tak dotkliwych przestojów w hutach jak w 2018 roku), KGHM International (+5% r/r; odbicie produkcji w kopalni Robinson) oraz Sierra Gorda (+13% r/r; efekt poprawy efektywności oraz przejścia na zasobniejsze w miedź złoża). Oczekujemy również wyższych wolumenów produkcji srebra (+6%; głównie w KGHM Polska Miedź) oraz złota (+1% r/r; głównie w kopalni Robinson). Spadać z kolei trzeci rok z rzędu będzie wolumen produkcji molibdenu (-17% r/r; efekt wyczerpywania się zasobnego złoża w Sierra Gorda). Zagrożeniem dla KGHM na 2019 rok są oczekiwane wyższe koszty energii elektrycznej (+350 mln PLN) oraz wzrost kosztów płac (+350 mln PLN). Dodatkowo w 1Q'19 w Sierra Gorda trzeba będzie podpisać nową umowę ze związkami zawodowymi. W naszych prognozach oczekujemy, że ceny miedzi w 2019 roku wyniosą 7000 USD/t, srebra 14,4 USD/lb oraz molibdenu 22,4 tys. USD/t. Ryzykiem dla naszego scenariusza cen metali jest osłabienie koniunktury w Chinach. Mimo zakładanych wyższych niż obecnie na rynku cen miedzi w 2019 roku potencjał odrealizowania kursu jest ograniczony (bieżąca cena blisko naszej ceny docelowej). Szansą dla Spółki byłyby zmiany w formule podatku od wydobywania w Polsce. Niestety wszystkie dotychczas zaproponowane warianty nie wpływają na zwiększenie generowania gotówki w samej Spółce. Naszym zdaniem konsensus prognoz na KGHM będzie musiał się jeszcze obniżyć na 2019 rok. Obniżamy naszą cenę docelową do 85,93 PLN/akcja (wcześniej 87,99 PLN/akcja) oraz pozostawiamy naszą rekomendację trzymaj dla Grupy KGHM.

Cena bieżąca

92,60 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

84,56 PLN

-8,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	84,56 PLN	2018-12-05	
poprzednia	trzymaj	87,99 PLN	2018-10-15	
Podstawowe dane			KGH PW	vs. WIG
Ticker	KGH PW	Zmiana 1M	+2,6%	-3,2%
ISIN	PLKGHM000017	Zmiana YTD	-16,7%	-10,2%
Liczba akcji (mln)	200,0	Średni obrót 1M	54,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	18 520,0	Średni obrót 6M	53,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	24 494,5	EV/EBITDA 12M fwd	4,2	-15,3%
Free float	63,2%	EV/EBITDA 5Y avg	5,0	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	19 156	20 358	20 331	22 483	23 032
EBITDA skor.	4 666	5 753	5 014	5 302	5 306
marża EBITDA	24,4%	28,3%	24,7%	23,6%	23,0%
EBIT skor.	2 968	4 144	3 142	3 393	3 253
Zysk netto skor.	1 555	1 875	1 508	2 339	2 216
P/E skor.	11,9	9,9	12,3	7,9	8,4
P/BV	1,2	1,0	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA skor.	5,6	4,4	4,9	4,1	3,9
DPS	1,50	1,00	0,00	1,00	2,34
DYield	1,6%	1,1%	0,0%	1,1%	2,5%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA (skor.)			+1,1%	-1,4%	-0,8%
Zysk netto (skor.)			-36,3%	-8,3%	-8,7%
Miedź (USD/t)			-1,1%	0,0%	0,0%
Srebro (USD/oz)			-0,8%	-3,3%	-3,3%
Molibden (USD/t)			0,0%	+4,2%	+7,7%
Prod. miedź (tys. ton)			-1,1%	-0,4%	-0,4%
Prod. srebro (ton)			+9,1%	+0,1%	+0,1%
Prod. molibden (mln lb)			-6,6%	-6,6%	-6,6%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Cu KGHM Pol (tys. ton)	376	359	378	406	406
Cu KGHM Int (tys. ton)	90	81	80	85	95
Cu Sierra Gorda (tys. ton)	52	53	53	60	66
Srebro Grupa (ton)	1 207	1 234	1 155	1 222	1 218
Złoto Grupa (tys. troz)	229	219	177	178	185
Przepływy oper.	4 212	3 054	3 489	5 564	4 355
Amortyzacja	1 698	1 609	1 872	1 909	2 053
Kapitał obrotowy	386	-1 270	2	1 223	-7
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	-107	-293	-561
Dywidenda/buyback	-300	-200	0	-200	-468
FCF	186	776	991	2 745	1 571
FCF/EBITDA	5%	25%	20%	52%	30%
CFO/EBITDA	2%	1%	0%	1%	3%

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Aktywa	33 442	34 122	35 623	38 296	40 180
Aktywa trwałe	27 202	26 515	27 338	28 205	28 893
Kapitał własny	15 772	17 694	19 202	21 341	23 088
Udział mniejszości	139	91	91	91	91
Dług netto	7 238	6 570	5 884	3 389	2 336
Dług netto/EBITDA (x)	2,1	2,2	1,2	0,6	0,4
Dług netto/kap. wł. (x)	0,5	0,4	0,3	0,2	0,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	7,2	8,0	5,5	3,9	3,9	2,5
Maksimum	16,9	15,9	13,3	8,5	7,5	6,8
Mediana	11,4	11,1	9,5	5,2	5,4	4,5
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Miedź (USD/t)	6 560	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000
Srebro (USD/oz)	15,9	14,5	14,5	14,5	14,5	14,5	14,5	14,5	14,5	14,5	14,5
Molibden (USD/t)	22 706	22 400	21 000	21 000	21 000	21 000	21 000	21 000	21 000	21 000	21 000
Przychody	20 331	22 483	23 032	22 875	22 787	23 305	23 088	22 606	20 926	21 039	21 104
EBITDA	5 014	5 302	5 306	4 764	4 513	5 009	4 751	4 440	3 989	4 038	4 046
marża EBITDA	15,5%	15,1%	14,1%	11,5%	10,5%	12,4%	11,5%	10,4%	9,2%	9,5%	9,7%
EBIT	3 142	3 393	3 253	2 634	2 393	2 879	2 661	2 360	1 916	1 995	2 053
Podatek	1 330	1 004	988	852	804	895	851	791	707	722	733
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	2	1 223	-7	2	1	-7	3	6	21	-1	-1
FCF	991	2 745	1 571	1 694	2 034	2 398	2 159	1 876	1 489	1 500	1 498
PV FCF	991	2 548	1 349	1 343	1 483	1 595	1 323	1 060	775	720	
WACC	7,1%	7,7%	7,9%	8,0%	8,2%	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	13 188
Dług netto	6 570
Inne korekty	328
Wycena DCF na akcję (PLN)	77,01

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	82,06
DCF	50%	77,01
Cena wynikowa		79,54
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		84,56

Stelmet trzymaj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Stelmet w sezonie 2018/2019 odczuje wyraźny wzrost kosztów produkcji w zakresie zakupu energii elektrycznej (+32% r/r; +6,8 mln PLN), kosztów zakupu surowca drzewnego (+5% r/r; +14,5 mln PLN) oraz kosztów pracy (+5% r/r; +5,9 mln PLN). Naszym zdaniem Spółce nie udało się przenieść wszystkich wydatków na klientów końcowych, co przełoży się na spadek wyników w sezonie 2018/2019 (EBITDA -18% r/r). Obok presji kosztowej zastrzeżenia budzi bardzo słabe zarządzanie Grupy na rynkach eksportowych. Przy okazji wyników za 2Q'18 Zarząd poinformował, że w poprzednim sezonie przez nieefektywną logistykę nie udało się na czas dostarczyć produktów do klientów z Wielkiej Brytanii. W efekcie zmieniono kierownictwo w tamtejszym podmiocie oraz rozpoczęto restrukturyzację firmy, co będzie mieć negatywny wpływ na przyszłoroczne wyniki finansowe. Czynnikiem ryzyka jest również dla Spółki potencjalny Brexit, gdyż Stelmet na rynku brytyjskim plasuje około 30% swojej sprzedaży. Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla Grupy Stelmet oraz cenę docelową 7,72 PLN/akcja.

Cena bieżąca

7,70 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

7,72 PLN

+0,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	7,72 PLN	2018-11-05

Podstawowe dane			STL PW	vs. WIG
Ticker	STL PW	Zmiana 1M	+2,7%	-3,1%
ISIN	PLSTLMT00010	Zmiana YTD	-46,5%	-40,0%
Liczba akcji (mln)	29,4	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	226,1	Średni obrót 6M	0,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	392,8	EV/EBITDA 12M fwd	-	-
Free float	15,0%	EV/EBITDA 5Y avg	-	-

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	567	538	553	575	597
EBITDA	82	58	67	54	57
marża EBITDA	14,5%	10,7%	12,1%	9,5%	9,5%
EBIT	62	21	25	13	15
Zysk netto	68	19	15	9	11
P/E	3,1	11,6	15,0	25,9	21,4
P/BV	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	5,2	7,1	5,9	6,8	6,1
DPS	0,29	0,00	0,00	0,26	0,18
DYield	3,8%	0,0%	0,0%	3,3%	2,3%
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	25
Sprzedaż DAO (UK)	210	158	135	138	142
Sprzedaż DAO (FR)	118	120	112	117	122
Sprzedaż DAO (DE)	94	101	117	123	129
Sprzedaż Pellet	57	68	88	96	99
Przepływy oper.	114	39	58	49	51
Amortyzacja	21	37	42	41	41
Kapitał obrotowy	40	-2	-2	-4	-4
Przepływy inw.	-186	-62	-39	-16	-18
CAPEX	185	62	39	16	18
Przepływy fin.	62	76	-4	-11	-9
Dywidenda/buyback	-8	0	0	-8	-5
FCF	-66	-11	21	33	34
FCF/EBITDA	-80%	-18%	31%	61%	60%
CFO/EBITDA	138%	68%	87%	91%	91%

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Aktywa	751	821	839	844	853
Aktywa trwałe	534	554	552	527	504
Kapitał własny	390	454	469	470	475
Udział mniejszości	0	0	0	0	0
Dług netto	214	182	167	145	120
Dług netto/EBITDA (x)	2,6	3,2	2,5	2,7	2,1
Dług netto/kap. wł. (x)	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	5,0	6,5	5,4	2,5	3,0	1,8
Maksimum	44,2	40,7	39,1	16,6	16,3	15,6
Mediana	12,0	12,3	10,4	6,3	6,0	5,6
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
DAO (PLN/m3)	1 805	1 814	1 842	1 871	1 903	1 936	1 969	2 002	2 036	2 071	2 104
DAO vol (tys. m3)	240	250	256	261	266	271	276	281	286	291	291
Drewno (PLN/m3)	255	267	273	278	284	290	295	301	307	313	320
Przychody	553	575	597	618	638	660	681	704	727	750	761
EBITDA	67	54	57	59	61	64	67	69	72	74	72
marża EBITDA	12,1%	9,5%	9,5%	9,5%	9,6%	9,7%	9,8%	9,9%	9,9%	9,9%	9,5%
EBIT	25	13	15	16	19	21	22	24	26	28	26
Podatek	4,0	0,9	1,2	1,2	1,5	1,3	1,2	1,5	2,0	2,3	1,9
CAPEX	-39	-16	-18	-27	-30	-32	-35	-38	-41	-46	-46
Kapitał obrotowy	-2,4	-4,1	-3,9	-3,6	-3,7	-3,8	-3,9	-4,0	-4,1	-4,2	-2,0
FCF	21	33	34	27	26	27	27	26	25	23	24
PV FCF	21	33	32	24	21	20	19	17	15	13	12
WACC	6,6%	6,9%	7,1%	7,2%	7,3%	7,5%	7,6%	7,7%	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	2,0%
Zdykontowana wartość FCF	214
Dług netto	182
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	8,79

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	5,73
DCF	50%	8,79
Cena wynikowa		7,26
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		7,72

Deweloperzy Atal klupuj (bez zmian)

Aleksandra Szklarczyk +48 22 438 24 04 aleksandra.szklarczyk@mbank.pl

Rok 2018 zapisze się dla Atalu jako drugi rok z rzędu pod względem wysokiej akwizycji gruntów. Plany Spółki zakładają wydatki w wysokości ok. 185 mln PLN, które szacujemy, że przełożą się na ok. 4,1 tys. nowych lokali. W rezultacie na koniec roku, Atal może pokazać potencjał sprzedażowy (lokale w ofercie + bank ziemi) pozwalający na realizację blisko 16 tys. mieszkań (czyli równowartość ponad 5 letniej sprzedaży). Spółka posiada najbardziej zdywersyfikowany bank ziemi wśród deweloperów giełdowych. Jednocześnie zaktualizowany cel sprzedaży na 2018 r. implikuje 10% spadek sprzedaży r/r (obniżony z 2,700-3,000 lokali do 2,500 w ciągu roku). Poza stabilizacją wolumenów, widoczną w całym sektorze deweloperskim, przyczyn obniżenia poziomu sprzedaży upatrujemy także w relatywnie niższej ofercie na kluczowych dla Atalu rynkach (Warszawa, Kraków). Uzupełnienie oferty w kolejnych kwartałach o nowe inwestycje mieszkaniowe, w tym rozbudowana oferta na pozostałych rynkach, powinna przekładać się na poprawę sprzedaży w 2019 i tym samym wzrost przekazania w 2020. Biorąc pod uwagę niskie wskaźniki zadłużenia Spółki (dług netto/kapitały własne na poziomie 25-30%) i wysoki bank ziemi, widzimy potencjał do zwiększenia poziomu wypłaty dywidendy w kolejnych latach nawet do 100% (vs. 76% w 2018), zgodnie z założeniami Zarządu. Obecnie Spółka jest handlowana z 38% potencjałem do naszej ceny docelowej i wyceniana na 2019 P/E 6,6x i P/BV 1,44x, przy DYield 2019 15,2%.

Cena bieżąca

31,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

42,86 PLN

+36,1%

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

Podstawowe dane			1AT PW	vs. WIG
Ticker	1AT PW	Zmiana 1M	+4,3%	-1,4%
ISIN	PLATAL000046	Zmiana YTD	-23,0%	-16,5%
Liczba akcji (mln)	38,7	Średni obrót 1M	0,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 219,5	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 446,6	EV/EBITDA 12M fwd	6,4	-19,7%
Free float	16,2%	EV/EBITDA 5Y avg	7,9	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	13,6	7,1	6,4	6,7	6,5
P/BV	1,8	1,5	1,4	1,4	1,4
EV/EBITDA	13,2	6,4	5,9	6,4	6,5
DPS	0,61	1,73	3,54	4,74	4,73
DYield	1,9%	5,5%	11,2%	15,0%	15,0%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
MBNS			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Przekazane lokale			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przekazane lokale (szt.)	1 404	2 308	2 549	2 631	3 000
Przychód (tys. PLN)/lokal	353	375	370	349	340
SG&A	24	28	30	32	33
SG&A/przychody	4,8%	3,3%	3,2%	3,5%	3,3%
Marża EBIT	22,6%	25,6%	25,9%	25,3%	23,6%
Marża zysku netto	17,6%	19,8%	20,1%	19,7%	18,3%
Gotówka	187	266	241	208	108
Dług netto	324	214	232	266	366
Dług netto/kap. wlas.	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%

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

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%

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

Dom Development kupuj (podtrzymana)

Aleksandra Szklarczyk +48 22 438 24 04 aleksandra.szklarczyk@mbank.pl

Na ostatniej konferencji Zarząd obniżył cel przekazania w 2018 do ok. 3,6 tys. (vs. 3,8 tys. wcześniej) i wprowadzeń do realizacji o 14% (od początku roku). Przesunięcie harmonogramu nie zmieniają jednak naszej oceny atrakcyjności Spółki, tym bardziej w świetle obniżenia kursu o 15% YTD. W 2018 r. Dom zanotuje najwyższy w historii poziom przekazania i zysku netto. W 2019 r. poziom przekazania powinien być niższy ze względu na obniżenie sprzedaży w mijającym roku (-9% r/r po 9M18). W świetle wzrostu kosztów generalnego wykonawstwa, Spółka obrała strategię utrzymania marży, przy ograniczeniu poziomu sprzedaży. Sądzymy jednak, że silny popyt mieszkaniowy, który przekłada się na wzrost cen mieszkań skompensuje niższy poziom przekazania w 2019. Rok 2020 oceniamy szczególnie atrakcyjnie ze względu na (1) szeroki *pipeline* zakończenia projektów (ok. 43% jest już w budowie) i (2) rozliczenie projektów wysokomarżowych. W długim terminie widzimy potencjał do dalszego rozwoju działalności we Wrocławiu i Trójmieście, gdzie konkurencja jest niższa niż w Warszawie. Aktualizujemy prognozy, uwzględniając wzrost cen sprzedaży mieszkań, przy niższych wolumenach i szacujemy ZN'2018-19 na ok. 220 mln PLN i ZN'20 na 255 mln PLN, 3% poniżej konsensusu w 2018-19 i 9% powyżej w 2020. Na mnożnikach Dom jest systematycznie notowany z premią do peers'ów, co jest według nas ceną za niższe ryzyko związane ze stabilnym biznesem i silnym bilansem. Jedno z najniższych poziomów zadłużenia wśród deweloperów jest także istotnym czynnikiem ograniczającym ryzyko w świetle ustawy deweloperskiej. W krótkim terminie, rekordowy poziom przekazania 4Q18 i opóźnienie przekazania 2 projektów na 1Q19, dają dobre momentum wyników na najbliższe 2 kwartały. Podtrzymujemy rekomendację kupuj dla Dom, obniżając cenę docelową do PLN 84,1/akcję.

Rachunek wyników i bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przekazane lokale (szt.)	2 482	2 929	3 650	3 520	3 723
Przychód (tys. PLN)/lokal	465	480	464	469	516
SG&A	107	138	164	168	175
SG&A/przychody	9,3%	9,9%	9,7%	10,1%	9,1%
Marża EBIT	13,6%	16,8%	16,4%	16,2%	16,5%
Marża zysku netto	10,9%	13,6%	13,2%	13,1%	13,3%
Gotówka	437	331	272	315	184
Dług netto	-57	64	73	120	251
Dług netto/kap. włas.	-6%	6%	7%	12%	23%
Zapasy	1 508	1 989	2 100	2 104	2 198
Zapasy/przychody	131%	142%	124%	127%	114%
Zaliczki	349	568	672	631	549
Zaliczki/zapasy	23%	29%	32%	30%	25%
Kapitał własny	930	1 002	1 042	1 036	1 074
ROE	14,2%	20,5%	22,2%	20,8%	24,6%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	1 693	1 652	1 923	1 670	1 695	1 721	1 746	1 773	1 799	1 826	1 854
EBITDA	287	278	328	237	236	234	237	241	244	248	251
marża EBITDA	16,9%	16,8%	17,1%	14,2%	13,9%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%
Amortyzacja	9	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
EBIT	277	268	318	227	226	224	227	230	234	237	241
Podatek	55	51	60	43	43	42	43	44	44	45	46
NOPLAT	223	217	257	184	183	181	184	187	189	192	195
CAPEX	-11	-11	-11	-11	-11	-11	-11	-11	-11	-11	-11
Kapitał obrotowy	-49	-40	-168	-62	-117	-10	-7	-7	-7	-7	-7
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	173	176	89	120	65	170	176	179	182	185	188
PV FCF	171	161	75	95	48	116	112	106	100	94	
WACC	8,3%	8,2%	8,0%	7,7%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	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%

*Dług netto 4Q17 skorygowany o wypłaconą dywidendę.

Cena bieżąca

66,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

84,10 PLN

+27,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	84,10 PLN	2018-12-05
poprzednia	kupuj	87,80 PLN	2018-08-02
Podstawowe dane			
	DOM PW	Zmiana 1M	-0,9%
Ticker	PLDMDVL00012	Zmiana YTD	-15,3%
ISIN		Średni obrót 1M	0,1 mln PLN
Liczba akcji (mln)	25,0	Średni obrót 6M	0,3 mln PLN
MC (mln PLN)	1 647,9	EV/EBITDA 12M fwd	6,1
EV (mln PLN)	1 720,5	EV/EBITDA 5Y avg	10,3
Free float	27,1%		dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 153,0	1 404,7	1 692,8	1 652,4	1 922,5
ZBNS	271,1	385,7	446,1	440,8	498,8
marża ZBNS	23,5%	27,5%	26,4%	26,7%	25,9%
EBIT	156,6	235,4	277,3	268,1	317,9
Zysk netto	125,7	190,7	222,8	216,5	254,8
P/E	13,0	8,6	7,4	7,6	6,5
P/BV	1,8	1,6	1,6	1,6	1,5
EV/EBITDA	9,7	7,0	6,0	6,4	5,8
DPS	3,25	5,05	7,60	8,92	8,67
DYield	4,9%	7,7%	11,5%	13,5%	13,1%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
Przychody			-3,2%	-3,5%	+2,1%
MBNS			-0,0 p.p.	+0,3 p.p.	-0,3 p.p.
EBIT			-7,4%	-6,0%	-1,6%
Zysk netto			-7,2%	-5,3%	-1,2%
Przekazane lokale			-4,0%	-2,3%	-5,1%

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	265	198	158	187	100
Amortyzacja	5	7	9	10	10
Kapitał obrotowy	106	-9	-49	-40	-168
CF inwestycyjny	-6	-213	-29	19	9
CAPEX	-6	-8	-11	-11	-11
CF finansowy	-67	-120	-237	-134	-220
Dywidenda	-81	-126	-190	-223	-217

Analiza porównawcza

	18P	P/BV	19P	20P	18P	P/E	19P	20P
Minimum	0,65	0,60	0,58	5,6	4,4	4,4		
Maksimum	1,46	1,47	1,48	7,0	7,1	11,7		
Mediana	0,92	0,85	0,76	6,3	5,9	6,3		
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%		

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	2 814
Dług netto	254
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	103

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	46,40
DYield-porównawcza	17%	72,70
DCF	50%	103,00
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		84,10

GTC trzymaj (bez zmian)

Aleksandra Szklarczyk +48 22 438 24 04 aleksandra.szklarczyk@mbank.pl

Dzięki pełnemu urocznieniu wyniku Galerii Północnej w 2018, GTC osiągnął 35% wzrost FFO w 9M'18 oraz 31% przychodów. Od początku roku kurs akcji spadł jednak o 11%, co naszym zdaniem nie miało uzasadnienia w fundamentach. Przyczyn upatrujemy m.in. w słabości polskiego rynku akcji i przecenie spółek nieruchomościowych w Europie, które obecnie są notowane przy medianie P/BV 0,8x. Rok 2018 dla GTC zapisał się pod kątem akwizycji Mall of Sofia oraz zakończenia budowy White House w Budapeszcie. Inwestycje te, wraz z planowanym na 1H'19 zakończeniem projektów Ada Mall i Green Heart w Belgradzie, powinny wspierać dalszy wzrost FFO w 2019 r. Biorąc pod uwagę program inwestycyjny Spółki i ekspozycję na rosnące rynki CEE, w horyzoncie do 2021 oczekujemy wzrostu FFO w średniorocznym tempie 17%. *Triggerem* dla kursu może okazać się potencjalna sprzedaż 61% udziałów przez głównego akcjonariusza Loan Star (obecnie w GTC trwa przegląd opcji strategicznych), a także rozpoczęcie realizacji projektu Galeria Wilanów (nie uwzględnianego w naszych prognozach ze względu na problemy z uzyskaniem pozwolenia). Obecna cena akcji GTC jest o ok. 7% poniżej NAV'2018 i implikuje 13% premii do europejskich spółek porównawczych na FFOYield'18 oraz 1% na FFOYield'19. Wynik za 2018 może być nieco lepszy od naszych prognoz ze względu na dokonaną akwizycję Mall of Sofia (na poziomie NOI dodatkowe 3,7 mln EUR w 2018 i ok. 7,55 mln EUR w latach kolejnych). W najbliższym czasie dokonamy rewizji naszych prognoz.

Cena bieżąca

8,40 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

9,60 PLN

+14,3%

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

Podstawowe dane			GTC PW	vs. WIG
Ticker	GTC PW	Zmiana 1M	+1,7%	-4,1%
ISIN	PLGTC0000037	Zmiana YTD	-11,3%	-4,7%
Liczba akcji (mln)	470,3	Średni obrót 1M	0,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 950,5	Średni obrót 6M	0,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	8 333,2	EV/EBITDA 12M fwd	15,2	+5,3%
Free float	21,9%	EV/EBITDA 5Y avg	14,4	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln EUR)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	120,3	128,7	151,7	166,2	184,9
ZBNS	87,3	92,1	112,0	125,1	139,2
marża ZBNS	72,6%	71,6%	73,8%	75,3%	75,3%
EBIT bez rew.	70,2	73,5	92,7	105,3	119,1
Rewaluacja	84,6	148,6	40,7	45,7	53,7
Zysk netto	158,5	156,3	91,1	105,1	121,2
P/E	5,7	5,9	10,1	8,8	7,6
P/BV	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8
EV/EBITDA	10,6	8,1	14,6	13,7	12,4
DPS	0,00	0,07	0,08	0,08	0,10
DYield	0,0%	3,3%	4,1%	4,3%	4,9%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
NOI			0,0%	0,0%	0,0%
FFO			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
BPS			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i bilans

(mln EUR)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
NOI	86	91	111	125	139
dynamika r/r	10,1%	4,7%	22,2%	13,1%	11,2%
EBIT bez rewaluacji	71	77	93	105	119
Koszty finansowe	-28	-29	-29	-31	-35
FFO	42	47	56	65	74
dynamika r/r	10,5%	11,9%	18,5%	17,1%	13,8%
Rewaluacja	85	149	41	46	54
Gotówka	178	202	115	120	103
Dług netto	715	833	980	1 104	1 172
Dług netto/kap. wias.	91%	89%	99%	104%	104%
NI	1 605	1 937	2 148	2 342	2 493
LTV	44%	43%	45%	47%	47%
Revaluacja/NI	6,6%	9,3%	2,1%	2,1%	2,3%
Kapitał własny	787	937	991	1 056	1 132
ROE	24,7%	19,8%	9,7%	10,6%	11,5%

Przepływy pieniężne

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

Analiza porównawcza

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

Wycena metodą NAV

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

Podsumowanie NAV

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

Wycena

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

Handel

Spółka	MCap	EV	Dług netto	DN/ EBITDA	Przychody			EBITDA			EBIT			Zysk netto		
					2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
LPP	14 319	14 098	-221	-0,3	8 293	9 479	10 791	1 149	1 309	1 496	814	948	1 084	602	795	914
CCC	8 415	9 247	833	1,6	5 057	6 117	7 129	464	802	945	329	635	771	167	485	585
VGR	870	996	126	1,6	985	1 126	1 216	108	139	159	85	116	134	62	88	103
Monnari	145	102	-44	-1,7	248	265	284	29	30	33	24	26	29	20	22	24

Spółka	Pozycjonowanie		Cena docelowa	Cena bieżąca	Zmiana m/m	P/E			EV/EBITDA			EV/Sales			PEG Ratio		
	aktualne	zmiana				2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
LPP	OW	▶	9300	7730	-12,2%	23,8	18,0	15,7	12,1	10,3	8,7	4,8	3,9	3,2	0,9	0,7	0,6
CCC	OW	▶	288,00	204,60	-13,6%	50,5	17,3	14,4	19,2	11,0	9,0	8,0	5,8	4,3	1,8	0,6	0,5
VGR	OW	▶	-	3,83	-3,0%	14,0	9,9	8,4	8,9	6,6	5,3	1,3	1,1	1,0	0,6	0,4	0,4
Monnari	N	▼	-	4,75	-20,8%	7,2	6,7	6,1	2,3	2,0	1,2	0,7	0,6	0,5	2,4	2,3	2,1
Mediana						18,9	13,6	11,4	10,5	8,5	7,0	3,1	2,5	2,1	1,3	0,6	0,5

Źródło: Dom Maklerski mBanku; OW (overweight) – przeważenie, N (neutral) – równoważenie, UW (underweight) – niedoważenie

Vistula Retail Group (przeważaj)

Po 1,5 roku od ujawnienia pierwszej informacji w sprawie prowadzonych rozmów o połączeniu spółek Vistula oraz Bytom, transakcja została sfinalizowana wraz z końcem listopada. Konsolidacja wyników obu spółek nastąpi od grudnia 2018 roku. Połączenie obu podmiotów powinno wygenerować synergije przychodowe/marżowe ze względu na ujednolicenie polityki cenowej (zakładamy 10 mln PLN synergii w 2019 r.). Zwiększenie kapitalizacji podmiotu po fuzji (865 mln PLN przy cenie 3,81 PLN/akcję) może przełożyć się na wzrost zainteresowania inwestorów oraz na awans Vistula Retail Group (VRG) do mWIG40 w średnim terminie. Uwzględniając nasze szacunki oraz potencjalne efekty synergii szacujemy, że EBITDA/zysk netto VRG poprawi się o 35%/42% r/r (względem danych pro-forma) do odpowiednio 139/88 mln PLN w 2019 roku. Biorąc powyższe pod uwagę, VRG jest wycenione na 9,9x P/E'19 oraz 6,6x EV/EBITDA'19, a wskaźnik P/E'19 jest 30% poniżej średniej 5-letniej wskaźnika P/E 12M BF dla Vistuli.

Monnari (niedoważaj)

Po 9M'18 EBITDA spółki zmniejszyła się o 11% r/r, co było efektem pogorszenia sprzedaży o 5% r/r oraz presji ze strony kosztów wynagrodzeń. Naszym zdaniem negatywny trend w wynikach będzie kontynuowany w kolejnych kwartałach, gdzie spadek efektywności sprzedaży oraz rosnące koszty SG&A/mkw. r/r nie powinny być kompensowane przez wzrost marży brutto na sprzedaży (w 9M'18 rentowności sprzyjał niski koszt zakupu kolekcji). Biorąc powyższe pod uwagę oczekujemy dalszej erozji wyniku w 2019 roku. Potencjalne oddanie nowego magazynu spółki może przełożyć się na zmniejszenie presji kosztowej w 2019 roku (termin oddania był wielokrotnie przekładany). W naszych szacunkach nie uwzględniamy potencjalnego zysku z tytułu przeszacowania nieruchomości. Biorąc pod uwagę oczekiwane pogorszenie wyniku spółki w 2019 roku zmieniamy pozycjonowanie spółki z neutralnie do niedoważaj.

AmRest kupuj (podwyższona)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

W 2018 roku AmRest utrzymywał wysoką aktywność akwizycyjną, gdzie największą transakcją było przejęcie Sushi Shop (cena za 100% udziałów wyniesie 164 mln EUR). EBITDA AmRest została poprawiona o 13% r/r w 9M'18 i była niższa niż dynamika poprawy sprzedaży na poziomie +26% r/r. negatywnie na rentowność spółki wpłynęła konsolidacja przejętych restauracji. Zgodnie ze zrewidowanymi planami zarządu, sieć restauracji powiększy się o 280 w 2018 roku placówek (wcześniej zakładane 300 placówek) oraz o 420 placówek w 2019 roku. W kolejnych kwartałach spółka będzie się koncentrowała na integracji przejętych restauracji oraz na intensyfikacji wykorzystania umów MFA (master franchise agreement). W 2019 roku wyniki spółki powinny być napędzane przez (1) dalszy wzrost organiczny, (2) stopniową poprawę rentowności przejętych restauracji, (3) konsolidację wyników Sushi Shop (marża EBITDA 15% vs. 12% w EAT) oraz (4) rozwój kanału digital. Naszym zdaniem przejęte sieci restauracji na rynkach Zachodniej Europy oraz zawarte umowy MFA powinny zagwarantować spółce dwucyfrowy wzrost wyników w kolejnych latach (zarząd zakłada średnioroczny wzrost EBITDA o 20% r/r w średnim terminie). Uwzględniając atrakcyjne perspektywy rozwoju spółki, podnosimy naszą rekomendację z akumuluj do kupuj.

Cena bieżąca

39,60 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

46,00 PLN

+16,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	46,00 PLN	2018-12-05	
poprzednia	akumuluj	41,20 PLN	2018-11-05	
Podstawowe dane			EAT PW	vs. WIG
Ticker	EAT PW	Zmiana 1M	-1,0%	-6,7%
ISIN	NL0000474351	Zmiana YTD	-3,4%	+3,2%
Liczba akcji (mln)	219,6	Średni obrót 1M		4,5 mln PLN
MC (mln PLN)	8 694,3	Średni obrót 6M		4,6 mln PLN
EV (mln PLN)	11 056,2	EV/EBITDA 12M fwd	12,1	+17,3%
Free float	31,1%	EV/EBITDA 5Y avg	10,3	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	4 207	5 266	6 608	7 515	8 875
EBITDA	539	597	682	864	1 080
marża EBITDA	12,8%	11,3%	10,3%	11,5%	12,2%
EBIT	268	267	298	381	510
Zysk netto	191	182	178	252	350
P/E	44,1	46,1	48,9	34,5	24,8
P/BV	6,4	6,4	4,9	4,3	3,7
EV/EBITDA	17,5	16,5	16,2	12,9	10,2
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			-6,7%	-6,0%	-1,1%
Zysk netto			-11,7%	-1,8%	+5,1%
Sprzedaż/rest.			+1,9%	-3,5%	-4,2%
marża EBITDA			-0,8p.p.	-0,4p.p.	-0,2p.p.
Liczba rest.			-1,9%	+2,4%	+6,5%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA (PL)	185	199	221	227	261
EBITDA (WE)	193	201	233	355	443
EBITDA (ES)	180	209	225	238	276
EBITDA (RU)	51	71	90	91	111
EBITDA (CZ)	93	116	150	166	201
Przepływy oper.	457	635	589	799	1 019
Amortyzacja	271	330	384	483	570
Kapitał obrotowy	43	74	1	65	99
Przepływy inw.	-539	-980	-1 767	-929	-918
CAPEX	-386	-527	-777	-929	-918
Przepływy fin.	66	588	674	40	60
Wpływy/spłaty pożyczek	198	764	438	40	60
FCF	-17	-414	-1 087	-91	138
FCF/EBITDA	-3%	-69%	-159%	-11%	13%
CFO/EBITDA	85%	106%	86%	93%	94%

Wskaźniki

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
marża EBITDA (PL)	13,1%	12,5%	12,6%	12,6%	12,6%
marża EBITDA (WE)	15,8%	9,9%	13,5%	13,5%	14,1%
marża EBITDA (ES)	21,5%	22,4%	22,2%	22,2%	22,0%
marża EBITDA (RU)	10,9%	10,6%	10,2%	10,2%	10,2%
marża EBITDA (CZ)	19,1%	20,5%	20,0%	20,0%	20,0%
Dług netto	971	1 422	2 376	2 506	2 406
Dług netto/EBITDA (x)	1,8	2,4	3,5	2,9	2,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	8,3	7,9	7,6	7,0	6,4	5,9
Maksimum	55,9	39,7	31,0	24,3	19,1	17,6
Mediana	24,8	24,2	22,0	15,2	13,8	12,5
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Sprzedaż/rest.	933	893	886	883	883	881	880	880	879	879	879
marża EBITDA	10,3%	11,5%	12,2%	13,0%	13,5%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%
Liczba rest.	1 903	2 307	2 701	3 034	3 317	3 558	3 763	3 957	4 142	4 318	4 318
Przychody	6 608	7 515	8 875	10 124	11 216	12 119	12 892	13 582	14 239	14 865	14 865
EBITDA	682	864	1 080	1 313	1 509	1 656	1 765	1 862	1 955	2 044	2 044
marża EBITDA	10,3%	11,5%	12,2%	13,0%	13,5%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%
EBIT	298	381	510	681	851	994	1 117	1 219	1 312	1 401	1 401
Podatek	76	91	122	164	204	239	268	293	315	336	336
CAPEX	-1 659	-929	-918	-798	-699	-615	-543	-643	-643	-643	-643
Kapitał obrotowy	-34	65	99	89	74	57	45	38	34	30	30
FCF	-1 087	-91	138	441	681	860	999	964	1 031	1 094	1 116
PV FCF	-1 081	-84	118	349	498	582	624	556	549	537	
WACC	7,9%	7,8%	7,9%	8,0%	8,1%	8,2%	8,3%	8,3%	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%	

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdiskontowana wartość FCF	10 655
Dług netto	1 422
Inne korekty	35
Wycena DCF na akcję (PLN)	43,36

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	42,79
DCF	50%	43,36
Cena wynikowa		43,08
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		46,00

CCC kupuj (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Rok 2018 nie był udany dla CCC. Cena akcji spółki spadła o 28% r/r w efekcie istotnego pogorszenia tempa poprawy wyników r/r na co wpływ miały niesprzyjające warunki pogodowe oraz efekt wysokiej bazy. CCC było aktywne w obszarze M&A ogłaszając dwie transakcje (1) nabycie 70% w Vogele oraz (2) sprzedaż CCC Niemcy do HR Group i zakup 30,55% w HR Group (HRG). Oczekujemy, że poprawa warunków zakupu towarów w Vogele powinna wpłynąć na wzrost wyniku przejętej Spółki do +3 mln PLN EBITDA w 2019 roku (poprawa z szacowanych -4 mln PLN w 2018 roku). W 1Q'19 planowane jest zakończenie transakcji z HRG, w wyniku której CCC powinno zdekonsolidować stratę biznesu niemieckiego (ok. -80 mln PLN EBITDA) oraz rozpoznawać 30,55% wyniku HRG (zakładany negatywny wpływ). Przyjmujemy konserwatywne podejście przy prognozowaniu wyniku HRG w kolejnych latach (szacujemy 20/41 mln EBITDA w latach 2019/20) oraz brak istotnej poprawy wyniku w kolejnych latach. Zakładamy, że CCC wykorzysta opcję call po 24 miesiącach oraz uwzględniamy konsolidację wyników HRG od 2Q'21. Naszym zdaniem ryzykiem dla restrukturyzacji biznesu niemieckiego CCC są różnice między formatami sklepów CCC vs. Reno (średnia powierzchnia 723 mkw. vs. 501 mkw. w Reno; droższe lokalizacje). W 2019 roku oczekujemy istotnego odbicia wyniku EBITDA r/r (+75% r/r do 805 mln PLN) w wyniku: (1) dalszego wzrostu eobuwie.pl (przychody +45% r/r), (2) poprawy Ifl w sieci stacjonarnej wspieranej przez efekt bazy, (3) poprawę efektywności operacyjnej w wyniku wdrożenia IT, (4) pozytywną kontrybucję Vogele oraz (5) dekonsolidację wyniku CCC Niemcy.

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Sprzedaż (stacjoname)	2 902	3 588	4 088	4 711	5 231
EBITDA (stacjoname)	397	422	356	650	731
Sprzedaż (eobuwie.pl)	287	606	969	1 405	1 897
EBITDA (eobuwie.pl)	47,2	83,4	111,1	151,6	214,2
MBNS	52,7%	51,2%	50,9%	51,6%	51,9%
Przepływy oper.	175	78	1 376	541	653
Amortyzacja	70	93	475	166	175
Kapitał obrotowy	-273	-588	398	-152	-159
Przepływy inw.	-362	-222	-294	-470	-211
CAPEX	-382	-245	-480	-340	-211
Przepływy fin.	-10	515	-474	-12	75
Dywidenda/buyback	86	101	95	77	77
FCF	-264	-181	85	-7	354
FCF/EBITDA	-59%	-36%	18%	-1%	37%
CFO/EBITDA	39%	15%	295%	67%	69%

Model DCF*

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Sprzedaż det/mkw.	473	549	557	592	603	599	595	590	649	711	0
SG&A/mkw.	271	239	249	245	238	241	240	239	253	284	0
Powierzchnia	720	716	783	847	917	992	1 072	1 156	1 104	1 062	0
Przychody	4 088	4 711	5 231	7 305	7 947	8 440	8 946	9 470	10 022	10 614	10 614
EBITDA	356	650	731	926	1 031	1 086	1 162	1 203	1 242	1 288	1 220
marża EBITDA	8,7%	13,8%	14,0%	12,7%	13,0%	12,9%	13,0%	12,7%	12,4%	12,1%	11,5%
EBIT	225	487	560	619	701	715	773	831	891	955	955
Podatek	43	92	106	118	133	136	147	158	169	182	0
CAPEX	477	337	208	413	216	814	248	118	128	135	135
Kapitał obrotowy	-249	227	63	366	541	180	256	161	117	121	121
FCF	85	-7	354	29	141	-45	511	766	827	851	876
PV FCF	85	-6	297	23	99	-29	304	418	414	391	369
WACC	8,6%	8,7%	8,9%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Cena bieżąca	204,60 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	288,00 PLN	+40,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	288,00 PLN	2018-12-05
poprzednia	kupuj	272,00 PLN	2018-11-05
Podstawowe dane			
Ticker	CCC PW	Zmiana 1M	+17,9% +12,1%
ISIN	PLCCC0000016	Zmiana YTD	-27,6% -21,1%
Liczba akcji (mln)	41,1	Średni obrót 1M	32,3 mln PLN
MC (mln PLN)	8 414,6	Średni obrót 6M	26,7 mln PLN
EV (mln PLN)	9 022,9	EV/EBITDA 12M fwd	11,8 -24,8%
Free float	59,4%	EV/EBITDA 5Y avg	15,7 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	3 185	4 194	5 057	6 117	7 129
EBITDA	443	499	464	802	945
marża EBITDA	13,9%	11,9%	9,2%	13,1%	13,3%
EBIT	374	406	329	635	771
Zysk netto	306	280	167	485	585
P/E	26,1	30,0	50,5	17,3	14,4
P/BV	8,7	7,6	8,0	5,8	4,3
EV/EBITDA	19,7	17,8	19,5	11,2	9,1
DPS	2,19	2,47	2,30	1,87	1,87
DYield	1,1%	1,2%	1,1%	0,9%	0,9%
Zmiana prognoz				2018P	2019P
EBITDA				-1,0%	+7,4%
Zysk netto				-45,5%	+10,7%
MBNS				+0,0 p.p.	+1,0 p.p.
Sprzedaż det/mkw.				-	-
SG&A/mkw.				-	-

Wskaźniki

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Polska (sprzedaż/mkw.)	700	744	652	714	721
CEE (sprzedaż/mkw.)	514	538	519	562	572
WE (sprzedaż/mkw.)	393	396	481	0	0
eobuwie.pl (% sprzedaży)	9,0%	14,4%	19,2%	23,0%	26,6%
Środki pieniężne	143	512	658	826	1 364
Dług netto	652	406	481	419	81
Dług netto/EBITDA (x)	1,5	0,8	0,6	0,5	0,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	13,7	12,4	11,5	11,5	6,1	5,5
Maksimum	85,8	33,6	27,1	27,1	23,0	20,0
Mediana	21,1	19,6	15,6	15,6	11,1	10,3
waga	10%	20%	20%	10%	20%	20%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	3,0%
Zdykontowana wartość FCF	8 703
Dług netto	521
Inne korekty	4 344
Wycena DCF na akcję (PLN)	304,58

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	236,12
DCF	50%	304,58
Cena wynikowa		270,35
Koszt kapitału 9M		6,5%
Cena docelowa za 9M		288,00

Dino akumuluj (obniżona)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Kurs Dino wzrósł o 27% od początku roku vs spadek o 18,7% mWIG40. Spółka konsekwentnie realizuje przyjętą strategię rozwoju sieci detalicznej (szacujemy wzrost powierzchni o 25,6% r/r w 2018r.), poprawiając marżę EBITDA oraz cykl konwersji gotówki. W 9M'18 widoczna jest poprawa marży brutto na sprzedaży r/r, co wynika z uzyskiwania coraz lepszych warunków zakupowych od dostawców oraz z inflacji koszyka. Uważamy, że dalsze podwyższanie cen w 2019 roku oraz poprawa warunków handlowych powinny wspierać poprawę marży brutto na sprzedaży. W 2-3Q'18 istotnie wzrósł narzut kosztów wynagrodzeń na sprzedaż, co miało związek z wcześniejszym zatrudnieniem załogi do centrum dystrybucyjnego oraz pracowników do powstających sklepów. Oczekujemy utrzymania presji ze strony kosztów wynagrodzeń oraz oczekujemy umiarkowanej presji z tytułu kosztów energii (spółka zabezpieczyła ceny na większość 2019 roku). Biorąc powyższe pod uwagę szacujemy, że spółka utrzyma marżę EBITDA na poziomie 9,1% w 2019 roku (płasko r/r). W krótkim terminie zwracamy uwagę na spowolnienie dynamiki lfl z dwucyfrowej do jednocyfrowej, które może utrzymać się do 1Q'19 (wysoka baza +18,8%/+20,3% w 4Q'18/1Q'19, odpowiednio). Przyspieszenie dynamiki lfl powinno nastąpić od 2Q'19. Uwzględniając pozytywny wpływ inflacji, efekt dojrzwania nowych sklepów oraz sprzyjające otoczenie makroekonomiczne oczekujemy poprawy lfl w wysokim jednocyfrowym tempie w 2019 roku (+2,8% sprzedaż/mkw.) przy szacowanym wzroście powierzchni 24% r/r w 2019 roku. Biorąc pod uwagę nasze założenia wzrostu wyników spółka jest wyceniana na wskaźniku EV/EBITDA'19 growth 0,5x vs. 0,8x mediany dla grupy porównawczej.

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Liczba sklepów	628	775	965	1 187	1 412
Powierzchnia	238	295	371	460	552
Średnia powierzchnia skl.	380	381	384	388	391
MBNS	22,9%	23,0%	23,6%	23,7%	23,7%
Sklepów/centrum dystryb.	209	258	241	297	282
Przepływy oper.	324	497	670	831	996
Amortyzacja	65	86	111	142	174
Kapitał obrotowy	47	131	182	240	277
Przepływy inw.	-310	-402	-671	-711	-729
CAPEX	-312	-411	-672	-711	-729
Przepływy fin.	18	41	19	-137	-229
Wpływy/spłaty pożyczek	92	31	95	-100	-200
FCF	-24	50	-34	114	261
FCF/EBITDA	-9%	13%	-6%	17%	31%
CFO/EBITDA	116%	128%	125%	121%	118%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Liczba sklepów	965	1 187	1 412	1 572	1 732	1 892	1 992	2 092	2 192	2 292	2 292
Sprzedaż/mkw.	1 481	1 523	1 530	1 569	1 566	1 549	1 526	1 526	1 525	1 525	1 525
narzut SG&A	16,4%	16,5%	16,5%	16,6%	16,7%	16,8%	16,8%	16,9%	16,9%	16,9%	16,9%
Przychody	5 918	7 591	9 289	11 030	12 302	13 459	14 334	15 197	16 075	16 966	16 966
EBITDA	538	688	840	989	1 087	1 169	1 240	1 291	1 354	1 417	1 417
marża EBITDA	9,1%	9,1%	9,0%	9,0%	8,8%	8,7%	8,7%	8,5%	8,4%	8,4%	8,4%
EBIT	426	545	666	778	855	922	980	1 024	1 083	1 143	1 143
Podatek	81	104	127	148	162	175	186	195	206	217	0
CAPEX	-672	-711	-729	-597	-493	-500	-396	-337	-327	-318	-318
Kapitał obrotowy	182	240	277	315	283	161	122	120	122	124	124
FCF	-34	114	261	559	714	655	780	880	943	1 006	1 031
PV FCF	-33	103	219	432	509	432	474	494	489	482	494
WACC	8,1%	8,2%	8,3%	8,4%	8,4%	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%

Cena bieżąca

100,40 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

106,30 PLN

+5,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	106,30 PLN	2018-12-05	
poprzednia	kupuj	103,50 PLN	2018-11-05	
Podstawowe dane			DNP PW	vs. WIG
Ticker	DNP PW	Zmiana 1M	+18,5%	+12,8%
ISIN	PLDINPL00011	Zmiana YTD	+27,4%	+34,0%
Liczba akcji (mln)	98,0	Średni obrót 1M	22,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	9 843,2	Średni obrót 6M	20,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	10 378,8	EV/EBITDA 12M fwd	15,4	-2,7%
Free float	48,9%	EV/EBITDA 5Y avg	15,8	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	3 370	4 516	5 918	7 591	9 289
EBITDA	281	389	538	688	840
marża EBITDA	8,3%	8,6%	9,1%	9,1%	9,0%
EBIT	216	303	426	545	666
Zysk netto	151	214	311	412	517
P/E	65,1	46,1	31,7	23,9	19,1
P/BV	14,4	10,9	8,1	6,0	4,6
EV/EBITDA	36,8	26,5	19,3	15,0	12,0
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz					2018P
EBITDA			-0,8%	-1,5%	-1,8%
Zysk netto			-2,6%	-3,6%	-3,0%
Liczba sklepów			+1,2%	+2,9%	+5,6%
sprzedaż/mkw.			-1,4%	-2,7%	-5,2%
marża EBITDA			-0,0 p.p.	-0,2 p.p.	-0,2 p.p.

Wskaźniki

(dni)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Cykl konw. zapasów	38,8	38,7	37,6	36,2	34,8
Cykl konw. należności	3,6	3,1	2,0	2,0	2,0
Cykl konw. zobowiązań	80,7	85,2	88,4	91,6	94,8
Cykl konw. gotówki	-38,2	-43,5	-48,9	-53,4	-58,0
Narzut SG&A	16,5%	16,4%	16,4%	16,5%	16,5%
Dług netto (mln PLN)	496	485	536	452	214
Dług netto/EBITDA (x)	1,8	1,2	1,0	0,7	0,3

Analiza porównawcza

	PEG			P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	-2,3	-2,2	-2,2	11,6	11,7	10,2	5,6	5,3	4,7
Maksimum	1,8	1,7	1,6	22,4	15,1	13,4	8,0	6,9	6,5
Mediana	0,8	0,7	0,6	16,3	14,0	11,8	6,9	6,2	5,7
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	8 571
Dług netto	485
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	119,20

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	80,70
DCF	50%	119,20
Cena wynikowa		99,95
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		106,30

Eurocash trzymaj (obniżona)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Przeprowadzone działania restrukturyzacyjne w C&C w 2017 roku oraz rosnący popyt od klientów z aktywnej dystrybucji pozytywnie wpływały na wynik hurtu EUR w 9M'18. Dodatkowo wspierającymi czynnikami były Mistrzostwa Świata w piłce nożnej oraz służy okres sprzyjających warunków pogodowych. Biorąc pod uwagę strukturalne zmiany na rynku, wyniki C&C powinny być pod presją w kolejnych latach. Problemem dla Spółki są wysokie nakłady na segment sklepów detalicznych, gdzie wynik uległ istotnemu pogorszeniu r/r w 9M'18 ze względu na przekształcenia sklepów w sieci EKO (tymczasowe zamknięcia sklepów oraz promocje po otwarciu placówek) oraz koszty związane z integracją przejmowanych biznesów. Pomimo poprawy wyniku EBITDA segmentu hurt r/r w 9M'19, niepewne perspektywy segmentu detal (brak pewności dotyczące poprawy sprzedaży/mkw. w kolejnych latach) połączone z zapowiadanym negatywnym wpływem integracji/modernizacji przejętych sklepów przełożyły się na spadek kursu EUR o 33% YTD vs. spadek o 7% WIG20. W 3Q'18 dodatkowe rezerwy zawiązane na premie dla pracowników wpłynęły na gorszy od zakładanego przez nas wzrost EBITDA r/r. Biorąc pod uwagę potencjalne dodatkowe rezerwy, podwyższone koszty integracji oraz podwyżki wynagrodzeń r/r połączone z niepewnością dotyczącą poprawy efektywności w segmencie detal oraz umiarkowanym wzrostem sprzedaży w hurcie, obniżamy nasze oczekiwania EBITDA do 390/408 mln PLN odpowiednio w latach 2019/20 oraz obniżamy naszą rekomendację z kupuj do trzymaj.

Cena bieżąca

18,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

18,20 PLN

+1,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	18,20 PLN	2018-12-05	
poprzednia	kupuj	26,40 PLN	2018-10-01	
Podstawowe dane			EUR PW	vs. WIG
Ticker	EUR PW	Zmiana 1M	-13,3%	-19,0%
ISIN	PLEURCH00011	Zmiana YTD	-30,1%	-23,5%
Liczba akcji (mln)	139,2	Średni obrót 1M	8,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 504,9	Średni obrót 6M	6,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 214,0	EV/EBITDA 12M fwd	6,4	-40,6%
Free float	53,0%	EV/EBITDA 5Y avg	10,8	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	21 206	22 111	23 718	26 954	27 544
EBITDA	440	246	390	415	458
marża EBITDA	2,1%	1,1%	1,6%	1,5%	1,7%
EBIT	274	63	191	206	244
Zysk netto	179	-33	96	97	140
P/E	14,0	-	26,1	25,7	17,9
P/BV	2,2	2,4	2,5	2,3	2,2
EV/EBITDA	6,6	11,9	8,2	7,2	6,1
DPS	1,05	0,80	0,75	0,35	0,35
DYield	5,9%	4,4%	4,2%	1,9%	1,9%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA			-3,0%	-9,1%	-12,9%
Zysk netto			-6,6%	-33,4%	-39,3%
Hurt niezależny (EBITDA)			-	-	-
Hurt zintegrowany (EBITDA)			-	-	-
Detal (EBITDA)			-	-	-

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	3 402
Nowe projekty (S)	80,6	557,3	803,1	883,4	927,6
Nowe projekty (EBITDA)	-41	-49	-38	-23	-24
Przepływy oper.	325	494	334	528	455
Amortyzacja	166	183	198	208	213
Kapitał obrotowy	-99	247	1	148	39
Przepływy inw.	-270	-336	-462	-163	-164
CAPEX	-219	-307	-457	-163	-164
Przepływy fin.	22	-117	36	-222	-311
Dywidenda/buyback	-146	-111	-105	-48	-49
FCF	98	361	-138	330	262
FCF/EBITDA	22%	146%	-35%	79%	57%
CFO/EBITDA	74%	200%	86%	127%	99%

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	69	90	95	96	98	100	102	104	104
Przychody	23 718	26 954	27 544	28 129	28 778	29 472	30 215	31 012	31 480	32 404	32 404
EBITDA	390	415	458	491	498	496	494	493	491	490	490
marża EBITDA	1,64%	1,54%	1,66%	1,75%	1,73%	1,68%	1,64%	1,59%	1,56%	1,51%	1,51%
EBIT	174	188	226	255	257	249	242	234	227	239	239
Podatek	426	49	52	53	51	49	48	45	44	47	47
CAPEX	-162	-163	-164	-166	-168	-169	-171	-173	-245	-251	-251
Kapitał obrotowy	-78	-145	-39	-39	-43	-45	-48	-51	-38	-58	-58
FCF	-138	330	262	293	303	304	305	307	221	251	251
PV FCF	-137	304	224	232	222	207	192	179	120	126	
WACC	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Wskaźniki

(mln PLN)	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Cykl konwersji zapasów	21,1	24,7	24,9	24,9	24,9
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	-20,9	-21,1	-21,3
Narzut SG&A	9%	10%	12%	11%	11%
Dług netto	324	370	651	409	230
Dług netto/EBITDA (x)	0,7	1,5	1,7	1,0	0,5

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,5%
Zdykontowana wartość FCF	3 511
Dług netto	370
Inne korekty	64
Wycena DCF na akcję (PLN)	22,12

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	12,30
DCF	50%	22,12
Cena wynikowa		17,21
Koszt kapitału 9M		6,0%
Cena docelowa za 9M		18,20

Jeronimo Martins kupuj (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Spowolnienie dynamiki lfl w sieci Biedronka w 2018 roku (+3,4% w 9M'18) spotkało się z negatywną reakcją inwestorów, a cena akcji JMT odnotowała 32% spadek YTD. Niższa dynamika sprzedaży porównywalnej wynikała przede wszystkim z (1) efektu wysokiej bazy, (2) wprowadzenia zakazu handlu w niedzielę oraz (3) wysokiej nominalnej wartości wskaźnika sprzedaży/mkw. w sieci Biedronka. Pomimo wyższych nakładów na marketing związanych z ograniczeniem handlu w niedzielę, podwyżek dla pracowników oraz spowolnienia w sprzedaży porównywalnej, sieć Biedronka utrzymała płaską marżę EBITDA r/r na poziomie 7.2% w 9M'18. Negatywne czynniki wpływające na rentowność EBITDA zostały skompensowane przez poprawę marży brutto na sprzedaży (+0,45p.p. do 21,63% w 9M'18 w JMT), na którą pozytywnie przełożyły się (1) poprawa warunków zakupów oraz (2) selektywna podwyżka cen. Naszym zdaniem w 2019 roku w obliczu jednocyfrowej poprawy sprzedaży porównywalnej, sieć Biedronka skoncentruje się na dalszej poprawie marży brutto na sprzedaży w celu utrzymania rentowności EBITDA. Sieć Ara w Kolumbii nabiera skali, co wpłynie na poprawę warunków zakupowych oraz rozwodnienie kosztów stałych w kolejnych okresach. Oczekujemy, że strata biznesów Ara u Hebe zmniejszy się z szacowanych -80 mln EUR w 2018 r. do -44 mln EUR w 2019 r., co powinno mieć pozytywny wpływ na dynamikę EBITDA r/r w Grupie. W sieci Biedronka oczekujemy wzrostu sprzedaży/mkw. o 1,5% r/r w 2019 roku oraz utrzymania stabilnej marży EBITDA. Oczekujemy przyspieszenia dynamiki lfl sieci Biedronka od 2Q'18 ze względu na efekt bazy. Biorąc pod uwagę relatywnie niską wycenę spółki na wskaźniku EV/EBITDA uważamy ją jako jedną z ciekawszych opcji inwestycyjnych w sektorze.

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
EBITDA Biedronka	704	808	853	901	946
EBITDA Pingo Doce	192	187	181	182	183
EBITDA Recheio	47	50	45	47	47
EBITDA Pozostałe	-79	-85	-80	-44	-15
CCC w dniach	-70	-71	-67	-67	-67
Przepływy oper.	843	909	843	1 007	1 093
Amortyzacja	326	345	369	395	421
Kapitał obrotowy	180	292	-15	135	158
Przepływy inv.	-126	-658	-730	-742	-537
CAPEX	-433	-662	-732	-742	-537
Przepływy fin.	-504	-229	-328	-257	-275
Dywidenda/buyback	177	435	401	221	239
FCF	515	397	68	281	572
FCF/EBITDA	60%	43%	7%	27%	51%
CFO/EBITDA	98%	99%	88%	96%	97%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Biedronka (sklepy)	2 874	2 970	3 066	3 106	3 146	3 186	3 226	3 266	3 306	3 346	3 346
Pingo Doce (sklepy)	430	430	430	430	430	430	430	430	430	430	430
Ara (sklepy)	525	765	1 025	1 185	1 345	1 505	1 625	1 705	1 745	1 785	1 785
Przychody	17 350	18 374	19 519	20 405	21 100	21 751	22 369	22 930	23 433	23 920	23 920
EBITDA	961	1 048	1 123	1 192	1 244	1 275	1 306	1 336	1 366	1 396	1 396
marża EBITDA	5,5%	5,7%	5,8%	5,8%	5,9%	5,9%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
EBIT	592	653	702	763	812	842	873	906	938	968	968
Podatek	146	159	171	186	198	205	213	221	229	236	236
CAPEX	-732	-742	-537	-460	-456	-452	-416	-381	-428	-428	-428
Kapitał obrotowy	-15	135	158	123	96	90	86	78	70	67	67
FCF	68	281	572	668	686	708	763	812	779	799	813
PV FCF	68	257	485	523	496	472	470	462	409	388	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%

Cena bieżąca

10,60 EUR

potencjał zmiany

Cena docelowa

14,50 EUR

+36,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	14,50 EUR	2018-12-05	
poprzednia	kupuj	15,20 EUR	2018-08-02	
Podstawowe dane		JMT PL	vs. WIG	
Ticker	JMT PL	Zmiana 1M	-2,1%	-7,8%
ISIN	PTJMT0AE0001	Zmiana YTD	-32,0%	-25,4%
Liczba akcji (mln)	629,3	Średni obrót 1M	7,8 mln EUR	
MC (mln EUR)	6 670,5	Średni obrót 6M	11,7 mln EUR	
EV (mln EUR)	7 046,7	EV/EBITDA 12M fwd	6,7	-30,1%
Free float	-	EV/EBITDA 5Y avg	9,6	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln EUR)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	14 622	16 276	17 350	18 374	19 519
EBITDA	862	922	961	1 048	1 123
marża EBITDA	5,9%	5,7%	5,5%	5,7%	5,8%
EBIT	536	577	592	653	702
Zysk netto	593	386	399	441	479
P/E	11,2	17,3	16,7	15,1	13,9
P/BV	3,8	3,7	3,8	3,4	3,0
EV/EBITDA	7,7	7,3	7,3	6,7	6,0
DPS	0,28	0,69	0,64	0,35	0,38
DYield	2,7%	6,5%	6,0%	3,3%	3,6%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
EBITDA		+1,0%	-4,2%	-4,2%	
Zysk netto		+0,1%	-7,9%	-6,3%	
Biedronka (s/mkw. r/r)		-0,8 p.p.	-1,8 p.p.	-1,5 p.p.	
Pingo Doce (s/mkw. r/r)		+1,9 p.p.	-0,3 p.p.	-0,1 p.p.	
Recheio (s/mkw. r/r)		+3,0 p.p.	-0,4 p.p.	+1,9 p.p.	

Wskaźniki

(mln PLN)	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
MBNS	21,3%	21,2%	21,7%	21,9%	21,9%
narzut SG&A	17,4%	17,6%	18,2%	18,3%	18,3%
Biedronka (s/mkw. r/r)	2,7%	9,0%	1,4%	1,5%	0,4%
Pingo Doce (s/mkw. r/r)	1,0%	0,5%	3,3%	-0,2%	0,3%
Recheio (s/mkw. r/r)	5,0%	5,7%	3,7%	3,2%	2,1%
Dług netto	-304	-144	160	152	-129
Dług netto/EBITDA (x)	-0,4	-0,2	0,2	0,1	-0,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	-0,1	-2,9	0,6	11,6	11,7	10,2
Maksimum	2,5	0,7	0,8	21,0	15,1	12,8
Mediana	0,0	0,5	0,7	16,5	13,8	11,8
waga	10%	20%	20%	10%	20%	20%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,8%
Zdyskontowana wartość FCF	10 032
Dług netto	-144
Inne korekty	225
Wycena DCF na akcję (PLN)	15,81

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	11,51
DCF	50%	15,81
cena wynikowa		13,66
koszt kapitału 9M		6,2%
cena docelowa za 9M		14,50

LPP kupuj (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Cena akcji LPP spadła o 13% YTD, a tempo spadku nasiliło się od końca sierpnia w reakcji na umocnienie USDPLN. Inwestycje spółki w poprawę jakości kolekcji przynosi kolejny rok poprawy sprzedaży porównywalnej w większości marek oraz pozytywnie wpływa na marżę brutto na sprzedaży (wyższa sprzedaż produktów w pierwszych cenach). Po 9M'18 LPP poprawiło wynik EBITDA o 38% r/r włączając relatywnie słaby 3Q'18 (pomimo niesprzyjającej pogody wynik EBITDA wzrósł o 24% r/r do 217 mln PLN—strukturalnie najlepszy wynik w sektorze w 3Q'18). Zgodnie z zapowiedziami zarządu, LPP powinno utrzymać płaską marżę brutto na sprzedaży przy założeniu kalkulacji zakupów przy kursie ok. 3,8 USDPLN (zakładamy spadek marży brutto na sprzedaży o 0,6p.p. r/r w 2019 roku). Negatywny wpływ na rentowność aprecjacji kursu USDPLN powinien zostać skompensowany przez (1) poprawę warunków zakupowych, (2) wzrost udziału sprzedaży towarów w pierwszej cenie (lepsze zatowarowanie sklepów) oraz (3) rozszerzenie oferty o droższe modele. LPP ponosi wysokie nakłady na wprowadzanie rozwiązań IT mających usprawnić procesy biznesowe, co powinno wspierać efektywność sprzedaży oraz pozwolić na oszczędności kosztowe. W 2019 roku oczekujemy, że spółka poprawi sprzedaż stacjonarną/mkw. o 0,1% oraz zwiększy sprzedaż kanału online o 60% r/r do 1152 mln PLN. Biorąc powyższe pod uwagę, oczekujemy wzrostu EBITDA o 14% r/r do 1309 mln PLN w 2019. Po wprowadzeniu programu finansowania dostawców LPP istotnie umocniło bilans, a cel zrównania poziomu zapasów z zobowiązaniami został osiągnięty w 3Q'18. Nieznacznie korygujemy nasze prognozy i podtrzymujemy rekomendację kupuj dla Spółki.

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Sprzedaż/mkw (Polska)	585	595	607	648	661
Sprzedaż/mkw (Rosja)	534	591	594	583	581
Sprzedaż/mkw (Czechy)	545	666	779	755	770
Sprzedaż/mkw (Niemcy)	485	502	507	518	518
MBNS	48,7%	52,8%	54,3%	53,7%	53,3%
Przepływy oper.	718	893	1 009	1 073	1 234
Amortyzacja	267	293	335	361	412
Kapitał obrotowy	256	101	-36	-83	-91
Przepływy inw.	-181	-384	-871	-582	-631
CAPEX	-272	-442	-749	-582	-631
Przepływy fin.	-394	-360	33	-328	-143
Dywidenda/buyback	60	66	73	90	119
FCF	444	358	149	450	553
FCF/EBITDA	90%	41%	13%	34%	37%
CFO/EBITDA	145%	102%	88%	82%	83%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Sprzedaż det/mkw.	658	685	711	728	740	745	739	733	726	802	802
SG&A/mkw.	292	301	310	316	320	321	317	313	310	345	345
Powierzchnia	1 100	1 208	1 323	1 436	1 556	1 689	1 845	2 030	2 251	1 990	1 990
Przychody	8 293	9 479	10 791	12 054	13 286	14 504	15 671	17 034	18 636	20 404	20 404
EBITDA	1 149	1 309	1 496	1 672	1 846	1 983	2 153	2 350	2 553	2 736	2 736
marża EBITDA	13,9%	13,8%	13,9%	13,9%	13,9%	13,7%	13,7%	13,8%	13,7%	13,4%	13,4%
EBIT	814	948	1 084	1 227	1 381	1 506	1 654	1 821	1 980	2 106	2 106
Podatek	197	159	182	206	231	252	277	305	332	353	353
CAPEX	-749	-582	-631	-617	-557	-604	-686	-788	-913	-1 064	-1 064
Kapitał obrotowy	55	118	131	106	103	102	98	115	135	150	150
FCF	149	450	553	743	954	1 024	1 091	1 142	1 173	1 169	1 198
PV FCF	149	415	470	582	689	682	669	646	611	561	
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

7 730,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

9 300,00 PLN

+20,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	9 300,00 PLN	2018-12-05	
poprzednia	kupuj	10 200,00 PLN	2018-10-01	
Podstawowe dane		LPP PW	vs. WIG	
Ticker	LPP PW	Zmiana 1M	-4,0%	-9,8%
ISIN	PLPP0000011	Zmiana YTD	-12,9%	-6,3%
Liczba akcji (mln)	1,9	Średni obrót 1M	15,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	14 319,2	Średni obrót 6M	22,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	13 938,8	EV/EBITDA 12M fwd	10,7	-26,1%
Free float	69,5%	EV/EBITDA 5Y avg	14,4	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	6 019	7 029	8 293	9 479	10 791
EBITDA	494	872	1 149	1 309	1 496
marża EBITDA	8,2%	12,4%	13,9%	13,8%	13,9%
EBIT	226	578	814	948	1 084
Zysk netto	175	441	602	795	914
P/E	81,2	32,5	23,8	18,0	15,7
P/BV	6,6	5,9	4,8	3,9	3,2
EV/EBITDA	29,0	16,1	12,1	10,3	8,7
DPS	32,66	35,71	39,96	49,20	64,94
DYield	0,4%	0,5%	0,5%	0,6%	0,8%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
EBITDA		-0,5%	-3,7%	-5,4%	
Zysk netto		-8,6%	-1,0%	-3,7%	
Sprzedaż det/mkw.		+0,0%	-1,3%	-1,7%	
SG&A/mkw.		-0,2%	-1,7%	-1,6%	
Powierzchnia		+0,2%	+0,2%	+0,9%	

Wskaźniki

(mln PLN)	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Powierzchnia (Polska)	497	514	535	551	567
Powierzchnia (Rosja)	170	194	219	254	287
Powierzchnia (Czechy)	43	44	48	52	56
Powierzchnia (Niemcy)	38	45	46	46	47
Środki pieniężne	366	515	685	849	1 310
Dług netto	144	-316	-380	-782	-1 266
Dług netto/EBITDA (x)	0,3	-0,4	-0,3	-0,6	-0,8

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	20,6	19,6	16,0	10,6	10,0	9,4
Maksimum	31,9	23,8	22,0	21,8	14,4	12,9
Mediana	25,1	20,1	18,4	14,7	13,9	11,8
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdyskontowana wartość FCF	15 592
Dług netto	-316
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	8 600

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	9 300
DCF	50%	8 600
Cena wynikowa		8 740
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		9 300

Inne PBKM akumuluj (obniżona)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

PBKM kontynuuje konsolidację rynku banków komórek macierzystych. Po zakupie portugalskiego Stemplabu Spółka kontroluje ok. 30% europejskiego rynku, jednak chce wzmocnić swoją pozycję. Stąd, Zarząd zdecydował się na emisję nowych walorów do 20% ogólnej liczby akcji. Intencją Zarządu jest by cena była na poziomie nie niższym niż 60 PLN. PBKM widzi obecnie ok. kilka potencjalnych targetów o łącznej wartości ok. 25 mln EUR. Jako atrakcyjne rynki PBKM postrzega zwłaszcza Portugalię, Węgry, Rumunię, Słowację, Grecję, Hiszpanię, Serbię i Szwajcarię. Możliwe, że PBKM kupi podmioty z rynków, na których jest już obecny. PBKM chce zrealizować akwizycje w terminie 12-15 miesięcy. Plany oceniamy pozytywnie, jednak przyjęcie wielu celów na raz rodzi ryzyko związane z integracją nowych aktywów i wyegzekwowaniem synergii. Zarząd chce przejmować targety na wskaźniku (EV/cash EBITDA) podobnym do tego, na którym obecnie sam PBKM jest notowany. Naszym zdaniem po ostatnim spadku notowań PBKM, uzyskanie atrakcyjnych wskaźników EV/cash EBITDA w transakcjach przejść może być trudne (EV/EBITDA'19 PBKM szacujemy obecnie na ok. 8,5x). Dodatkowo, pole do wypłaty dywidendy w perspektywie kilku lat jest ograniczone. Po aktualizacji prognoz (głównie na 2018 r.) nowy poziom ceny docelowej to 66,57 PLN, co implikuje 7% potencjał wzrostowy.

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	9,4	0,0	0,0
EBIT	29,9	41,2	46,3	40,8	44,3
Amortyzacja	4,1	4,8	5,6	6,0	6,2
EBITDA	34,1	46,0	51,9	46,8	50,5
marża	26,6%	31,3%	33,9%	24,6%	25,0%
Zysk netto	22,3	30,7	32,8	26,8	29,3

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	4,3	4,3	4,3	6,4	9,6	14,4	17,3	20,8	22,8	24,8	25,4
PV dywidend	4,2	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

62,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

66,57 PLN

+7,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	66,57 PLN	2018-12-05	
poprzednia	kupuj	66,40 PLN	2018-10-01	
Podstawowe dane			BKM PW	vs. WIG
Ticker	BKM PW	Zmiana 1M	+14,8%	+9,1%
ISIN	PLPBKM000012	Zmiana YTD	-10,3%	-3,7%
Liczba akcji (mln)	5,0	Średni obrót 1M	0,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	308,2	Średni obrót 6M	0,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	366,6	EV/EBITDA 12M fwd	6,7	+9,6%
Free float	48,8%	EV/EBITDA 5Y avg	6,1	premia

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	51,9	46,8	50,5
marża EBITDA	26,6%	31,3%	33,9%	24,6%	25,0%
EBIT	29,9	41,2	46,3	40,8	44,3
Zysk netto	22,3	30,7	32,8	26,8	29,3
P/E	13,9	10,0	9,4	11,5	10,5
P/BV	5,5	4,0	2,9	2,2	1,8
EV/EBITDA	9,1	6,6	7,1	7,7	6,9
DPS	1,41	1,72	0,86	0,86	0,86
DYield	2,3%	2,8%	1,4%	1,4%	1,4%
Zmiana prognoz					
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			+21,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			+28,6%	0,0%	0,0%
FCF			0,0%	0,0%	0,0%

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	13,9	19,7	30,4	27,0	32,0
CFO/EBITDA	41%	43%	59%	58%	63%
Capex	-9,4	-6,5	-85,5	-10,6	-11,1
Aktywa ogółem	163,6	189,9	313,1	356,8	402,4
Kapitał własny	55,7	77,9	107,1	138,6	173,2
Dług netto	-0,4	-4,3	57,4	49,3	36,6
Dług netto/EBITDA (x)	0,0	-0,1	1,1	1,2	0,9

Analiza porównawcza

	EV/EBITDA			FCF/EV		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	9,1	8,8	7,8	1,7%	2,8%	2,9%
Maksimum	17,4	14,7	13,0	11,5%	8,1%	8,7%
Mediana	10,3	9,6	9,2	4,7%	4,8%	5,5%
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdykontowana wartość FCF	314,8
Dług netto i inne korekty	-10,3
Wycena DCF na akcję (PLN)	65,39

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%	66,09
DDM	33%	52,06
DCF	33%	69,55
Cena wynikowa		62,57
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		66,57

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 5 grudnia 2018 o godzinie 8:59.

Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 5 grudnia 2018 o godzinie 8:59.

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, BOS, BZ WBK, Capital Park, CCC, CD Projekt, Cognor, Cyfrowy Polsat, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energia, Energoaparatúra, Erbud, Ergis, Erste Bank, ES-System, Eurocash, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Groclin, Grupa Azoty, I2P 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, Syginty, Tarczyński, Tauron, TXM, Unibep, Uniwheels, Work Service, Vistal Gdynia, YOLO, Zastal, ZUE.

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

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pełnił rolę prowadzącego lub współprowadzącego Księgę Popytu w transakcjach na akcjach: Cognor Holding, 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 abonentową 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_rynek/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.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

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

Grupy porównawcze wykorzystywane w wycenie poszczególnych spółek

Agora	Axel Springer, Cinemark Holdings, Cineworld, Daily Mail&General, IMAX Corp, JC Decaux, Lagardere, Sanoma, Schibsted, Stroeer Media,
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
Atal	Archicom, Dom Development, i2 Development, JWC, LC Corp, Lokum Deweloper, Polnord, Ronson
GTC	BBi Development, Capital Park, Echo Investment, 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, Talktalk Telecom, Tele2, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
Dino	Carrefour, Dixy Group, Eurocash, Jeronimo Martins, Magnit, Metro, O'Key Group, Tesco, X5
Dom Development	Archicom, Atal, LC Corp, Lokum Deweloper, Echo
Eurocash	Carrefour, Dixy Group, Jeronimo Martins, Magnit, Metro, O'Key Group, Tesco, X5
Famur	Epiroc, 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, 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, Nissin Oillio Group, Ovostar, Wilmar
Kęty	Alcoa, Amag, Amcor, Bemis, Century Aluminium, China Hongoiao, Constelium, Impexmetal, Kaiser Aluminium, Mercor, Midas Holdings, Nippon Light Metal, Norsk Hydro, UACJ, United CO Rusai
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
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, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Mobile Telesystems, O2 Czech, Orange, Orange Polska, Rostelecom, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
Orange Polska	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Mobile Telesystems, Netia, O2 Czech, Orange, Rostelecom, 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 Belgium, Orange Polska, Telecom Italia, TalkTalk, Tele2, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vimpel, Vodafone Group
Skarbiec Holding	Affiliated Managers, AllianceBernstein, Ashmore Group, Blackrock, Brewin Dolphin, Eaton Vance Mgmt, Franklin Resources, GAM Holding, Invesco, Investec, Janus Henderson, Jupiter AM, Legg Mason, Liontrust AM, Och-Ziff Capital Mgmt., Schroders, Standard Life, T Rowe Price
Stelmet	AFG Arbonia, Canfor, Century Plyboards, Deceuninck, Duratex, Forte, Greenply Industries, Interfor, Inwido, Louisiana Pacific, Nobia, Pfalderer, Rayonier, Uzin UTZ, Vanachai Group, Vilmorin, West Fraser
Wirtualna Polska	eBay, Facebook, Google, Mail.ru, Sina, Yahoo Japan, Yandex



Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku wydane w przeciągu ostatnich 12 miesięcy

AC

rekomendacja	przeważają
data wydania	2018-11-30
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	41,50

Agora

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-11-27	2018-09-14	2018-04-06	2018-01-26
cena docelowa (PLN)	16,00	15,40	18,40	18,90
kurs z dnia rekomendacji	9,50	8,48	14,50	13,15

Ailleron

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

Alior Bank

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-12-05	2018-10-04	2018-02-01	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	92,50	96,00	109,00	90,00
kurs z dnia rekomendacji	56,65	62,90	85,50	78,10

Alumetal

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

Amica

rekomendacja	przeważają	przeważają	przeważają
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	kupuj	akumuluj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-12-05	2018-11-05	2018-09-03	2018-04-06	2018-02-02	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	46,00	41,20	42,60	426,00	407,00	422,00
kurs z dnia rekomendacji	39,60	40,00	40,60	449,50	425,00	403,00

Apator

rekomendacja	niedoważają	równoważ
data wydania	2018-12-05	2018-02-28
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	24,20	24,00

Archicom

rekomendacja	zawieszona	przeważają	przeważają	przeważają
data wydania	2018-12-05	2018-06-22	2018-04-26	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	11,90	15,00	15,30	15,75

Asseco BS

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

Asseco Poland

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj	redukuj	redukuj
data wydania	2018-12-05	2018-09-03	2018-06-06	2018-03-27	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	49,60	49,00	41,20	41,20	44,00
kurs z dnia rekomendacji	48,30	45,90	44,00	45,20	45,62

Asseco SEE

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

Ata!

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	przeważają	przeważają
data wydania	2018-03-28	2018-01-30
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,25	4,85

BBI Development

rekomendacja	zawieszona	równoważ	równoważ
data wydania	2018-12-05	2018-04-26	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	0,63	0,66	0,70

Boryszew

rekomendacja	równoważ
data wydania	2018-09-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	6,25

Budimex

rekomendacja	zawieszona	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-12-05	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	119,40	122,60	153,00	215,00	197,80

#N/D!

rekomendacja	#N/D!	#N/D!	#N/D!	#N/D!	#N/D!	#N/D!	#N/D!	#N/D!	#N/D!	#N/D!	#N/D!	#N/D!
data wydania	#N/D!	#N/D!	#N/D!	#N/D!	#N/D!	#N/D!	#N/D!	#N/D!	#N/D!	#N/D!	#N/D!	#N/D!
cena docelowa (PLN)	#N/D!	#N/D!	#N/D!	#N/D!	#N/D!	#N/D!	#N/D!	#N/D!	#N/D!	#N/D!	#N/D!	#N/D!
kurs z dnia rekomendacji	#N/D!	#N/D!	#N/D!	#N/D!	#N/D!	#N/D!	#N/D!	#N/D!	#N/D!	#N/D!	#N/D!	#N/D!

Capital Park

rekomendacja	zawieszona	kupuj	kupuj
data wydania	2018-12-05	2018-04-06	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	-	8,35	8,42
kurs z dnia rekomendacji	4,60	5,95	5,95

CCC

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-12-05	2018-11-05	2018-06-06	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	288,00	272,00	295,00	295,00	295,00	286,00	295,00	292,00
kurs z dnia rekomendacji	204,60	173,60	242,80	255,60	257,40	243,00	281,00	293,00

CD Projekt

rekomendacja	kupuj	redukuj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2018-11-23	2018-10-16	2018-04-06	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	170,40	136,60	90,80	90,00
kurs z dnia rekomendacji	139,00	158,60	114,90	115,00

CEZ

rekomendacja	trzymaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	redukuj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-11-05	2018-07-04	2018-05-29	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02
cena docelowa (CZK)	518,72	440,96	458,38	449,51	449,51	506,40	532,50
kurs z dnia rekomendacji	549,00	550,00	551,00	567,00	519,50	495,00	530,00

Ciech

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-11-05	2018-08-02	2018-07-04	2018-06-06	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	77,05	82,52	81,14	88,64	89,71	85,40	85,87	90,13
kurs z dnia rekomendacji	42,58	56,95	53,05	60,20	55,00	57,00	55,90	61,25

Cognor

rekomendacja	równoważ
data wydania	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	1,80

Comarch

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-12-05	2018-10-01	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	173,30	180,50	166,50	166,50	166,50	180,00
kurs z dnia rekomendacji	160,00	167,00	145,00	131,50	155,00	177,00

Cyfrowy Polsat

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-11-26	2018-06-15	2018-04-06	2018-03-05	2018-01-31
cena docelowa (PLN)	23,20	24,90	25,30	24,90	25,70
kurs z dnia rekomendacji	22,50	22,76	24,84	22,80	24,70

Dino

rekomendacja	akumuluj	kupuj	trzymaj	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-12-05	2018-11-05	2018-06-06	2018-05-09	2018-04-04	2018-02-02	2018-01-18
cena docelowa (PLN)	106,30	103,50	103,50	103,50	103,50	95,40	95,40
kurs z dnia rekomendacji	100,40	84,70	107,40	96,65	85,10	85,00	80,00

Dom Development

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-12-05	2018-08-02	2018-06-22	2018-03-20	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	84,10	87,80	87,80	103,10	103,00
kurs z dnia rekomendacji	66,00	72,80	85,80	85,80	82,00

Echo

rekomendacja	zawieszona	kupuj	kupuj
data wydania	2018-12-05	2018-04-06	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	-	5,63	6,31
kurs z dnia rekomendacji	3,94	5,23	5,05

Elektrobudowa

rekomendacja	zawieszona	kupuj	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-12-05	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	32,00	32,80	69,00	96,40	81,20

Elektrotim

rekomendacja	zawieszona	równoważ	równoważ
data wydania	2018-12-05	2018-09-27	2018-05-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,80	4,20	5,80

Elemental

rekomendacja	zawieszona	równoważ
data wydania	2018-12-05	2018-04-27
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,17	1,09



Enea

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-11-29	2018-05-29	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	15,58	12,62	11,78	12,11	12,98	12,82
kurs z dnia rekomendacji	10,50	9,57	9,10	10,36	11,07	12,19

Energia

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-11-29	2018-09-03	2018-05-29	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	13,54	15,27	15,58	14,91	14,71	15,20	14,97
kurs z dnia rekomendacji	9,16	8,40	9,00	9,96	10,11	12,21	12,60

Erbud

rekomendacja	zawieszona	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-12-05	2018-09-03	2018-06-06	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2017-12-15
cena docelowa (PLN)	-	14,40	22,00	23,10	29,60	29,40	28,70
kurs z dnia rekomendacji	9,64	9,60	14,90	19,40	21,60	21,30	20,60

Ergis

rekomendacja	niedoważaj	równoważ	równoważ
data wydania	2018-12-05	2018-04-27	2018-01-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	2,80	4,06	4,77

Erste Bank

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-12-05	2018-08-02	2018-06-06	2018-02-02
cena docelowa (EUR)	46,18	43,00	40,00	40,00
kurs z dnia rekomendacji	34,41	37,14	34,78	40,64

Eurocash

rekomendacja	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-12-05	2018-10-01	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	18,20	26,40	30,70	31,10	32,30
kurs z dnia rekomendacji	18,00	18,08	24,41	21,99	26,04

Famur

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-11-30	2018-08-02	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	6,41	6,56	6,95	7,06	7,28	7,29	7,24
kurs z dnia rekomendacji	5,58	5,20	5,94	6,04	6,10	6,20	6,18

Forte

rekomendacja	równoważ	przeważaj	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2018-10-31	2018-07-27	2018-04-27	2018-02-02	2018-01-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	40,60	40,60	50,70	43,00	49,10

GetBack

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2018-04-16
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	4,52

Getin Noble Bank

rekomendacja	zawieszona	trzymaj	trzymaj	trzymaj	sprzedaj
data wydania	2018-12-05	2018-10-04	2018-05-09	2018-03-05	2018-02-01
cena docelowa (PLN)	-	1,00	1,40	1,50	1,50
kurs z dnia rekomendacji	0,33	0,53	1,17	1,45	1,83

Gino Rossi

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2018-05-23
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	0,63

Grupa Azoty

rekomendacja	trzymaj	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-11-23	2018-11-05	2018-09-03	2018-08-02	2018-05-25	2018-05-09	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	33,00	31,47	41,13	42,13	44,40	60,99	67,13	73,42	73,64
kurs z dnia rekomendacji	32,36	24,00	38,00	42,20	42,60	51,10	56,55	72,00	74,40

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	akumuluj	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-12-05	2018-10-04	2018-04-06	2018-02-01	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	76,00	90,00	94,00	94,00	85,00
kurs z dnia rekomendacji	71,10	76,90	77,50	84,70	83,70

Herkules

rekomendacja	zawieszona	równoważ
data wydania	2018-12-05	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,10	3,67

i2 Development

rekomendacja	zawieszona	równoważ	równoważ	przeważaj
data wydania	2018-12-05	2018-06-22	2018-05-28	2018-01-12
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	11,30	15,40	17,30	14,90

Impexmetal

rekommendacja	równoważ
data wydania	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	3,40

ING BSK

rekommendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-12-05	2018-11-05	2018-10-04	2018-08-02	2018-07-04	2018-03-05	2018-02-01
cena docelowa (PLN)	199,63	200,00	200,00	212,00	212,00	212,00	212,00
kurs z dnia rekomendacji	183,60	166,00	181,00	190,00	178,40	198,00	220,00

Jeronimo Martins

rekommendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-12-05	2018-08-02	2018-06-06	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02
cena docelowa (EUR)	14,50	15,20	16,40	16,40	16,90	16,90
kurs z dnia rekomendacji	10,60	12,65	13,52	14,90	15,17	17,12

JSW

rekommendacja	redukuj	sprzedaj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-12-05	2018-11-26	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)	59,14	59,14	98,00	108,69	107,00	115,23	109,12	108,14	120,71	122,30
kurs z dnia rekomendacji	71,20	72,56	77,00	79,50	77,50	86,66	79,32	86,78	92,80	101,00

JWC

rekommendacja	zawieszona	równoważ	niedoważaj	równoważ
data wydania	2018-12-05	2018-06-22	2018-03-29	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	2,58	3,48	4,16	4,41

Kernel

rekommendacja	kupuj	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-11-05	2018-07-23	2018-05-09	2018-03-05	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	60,85	59,18	53,04	53,46	53,47
kurs z dnia rekomendacji	52,10	50,50	50,80	48,80	50,90

Grupa Kęty

rekommendacja	redukuj	sprzedaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-12-05	2018-10-29	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)	309,30	309,30	367,45	355,61	371,08	363,01	357,21	379,66	391,41	390,72
kurs z dnia rekomendacji	343,00	365,50	387,50	321,50	360,50	353,00	346,00	352,50	385,00	408,00

KGHM

rekommendacja	trzymaj	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-12-05	2018-10-15	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
cena docelowa (PLN)	84,56	87,99	104,21	111,08	112,92	118,98	115,43	122,81	128,62	114,71	103,08
kurs z dnia rekomendacji	92,60	85,40	90,80	96,00	96,52	92,50	88,00	102,50	111,50	113,10	100,00

Komerční Banka

rekommendacja	akumuluj
data wydania	2018-12-05
cena docelowa (CZK)	1000,00
kurs z dnia rekomendacji	906,50

Kruk

rekommendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-12-05	2018-09-17	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	292,77	292,77	300,94
kurs z dnia rekomendacji	177,10	187,80	222,20

Kruszwica

rekommendacja	równoważ	niedoważaj
data wydania	2018-10-16	2018-08-02
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	43,90	65,40

LC Corp

rekommendacja	zawieszona	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-12-05	2018-06-22	2018-04-06	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	-	3,58	3,50	3,74
kurs z dnia rekomendacji	2,55	2,39	2,70	3,10

Lokum Deweloper

rekommendacja	zawieszona	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-12-05	2018-06-22	2018-03-29	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	17,40	18,80	17,80	18,00

Lotos

rekommendacja	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	redukuj	redukuj	redukuj
data wydania	2018-11-15	2018-09-03	2018-08-02	2018-06-29	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	59,84	57,21	52,51	52,51	52,81	51,73	51,08	52,67	51,53
kurs z dnia rekomendacji	73,50	69,90	65,86	54,50	55,62	54,60	56,30	57,78	58,48

LPP

rekommendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-12-05	2018-10-01	2018-06-18	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	9300,00	10200,00	10200,00	9500,00	9500,00	9500,00	9400,00	9900,00
kurs z dnia rekomendacji	7 730,00	8 625,00	9 025,00	9 260,00	8 900,00	8 620,00	9 790,00	9 990,00

Mangata

rekommendacja	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	akumuluj	trzymaj	redukuj	sprzedaj	redukuj	sprzedaj
data wydania	2018-11-14	2018-11-05	2018-10-04	2018-08-02	2018-04-06	2018-02-01
cena docelowa (PLN)	10,10	8,40	8,40	7,00	7,00	7,00
kurs z dnia rekomendacji	9,49	8,85	9,27	9,12	8,35	9,59

MOL

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-12-05	2018-11-15	2018-11-05	2018-09-03	2018-06-29	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02
cena docelowa (HUF)	3280,00	3280,00	3296,00	3296,00	2995,00	2954,00	2898,00	3027,00	3152,00
kurs z dnia rekomendacji	3 206,00	3 088,00	3 006,00	2 870,00	2 654,00	2 790,00	2 864,00	2 718,00	3 080,00

Monnari

rekomendacja	niedoważaj	równoważ	przeważaj
data wydania	2018-12-05	2018-07-13	2018-05-23
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,75	6,60	7,19

Netia

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	redukuj	sprzedaj	redukuj
data wydania	2018-11-26	2018-10-01	2018-06-06	2018-04-06	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	4,70	4,30	4,30	4,30	4,60
kurs z dnia rekomendacji	4,66	4,50	5,00	5,27	5,30

Orange Polska

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-11-26	2018-04-06	2017-12-12
cena docelowa (PLN)	6,40	7,60	7,30
kurs z dnia rekomendacji	4,91	5,83	5,39

OTP Bank

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-12-05	2018-06-06	2018-02-02	2018-01-05
cena docelowa (HUF)	13046,00	12090,00	12090,00	10901,00
kurs z dnia rekomendacji	11 810,00	10 210,00	11 560,00	10 960,00

PA Nova

rekomendacja	zawieszona	równoważ	równoważ
data wydania	2018-12-05	2018-03-29	2018-02-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	17,25	22,30	23,30

PBKM

rekomendacja	akumuluj	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-12-05	2018-10-01	2018-06-06	2018-04-06	2018-02-02	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	66,57	66,40	76,26	76,83	76,00	71,00
kurs z dnia rekomendacji	62,00	57,80	73,00	77,00	73,00	69,60

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	kupuj	kupuj
data wydania	2018-12-05	2018-10-04	2018-02-01
cena docelowa (PLN)	136,29	138,70	157,00
kurs z dnia rekomendacji	113,25	107,20	135,90

Pfleiderer Group

rekomendacja	równoważ	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-09-28	2018-08-08	2018-04-27
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	36,45	37,30	37,30

PGE

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-11-29	2018-05-29	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	14,82	13,60	12,89	12,61	13,30
kurs z dnia rekomendacji	11,47	9,28	9,81	10,28	11,87

PGNIG

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-11-05	2018-09-03	2018-06-29	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	7,72	7,86	8,28	8,17	7,96	7,51	7,65
kurs z dnia rekomendacji	6,35	5,82	5,53	6,20	5,71	5,98	6,58

PKN Orlen

rekomendacja	sprzedaj	redukuj	sprzedaj	sprzedaj	redukuj	redukuj	redukuj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2018-11-15	2018-11-05	2018-09-03	2018-08-02	2018-06-29	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	81,52	81,38	81,38	76,84	76,84	76,73	76,89	80,55	82,84
kurs z dnia rekomendacji	97,80	93,50	98,24	93,06	82,50	82,30	89,52	95,20	107,90

PKO BP

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj	redukuj	sprzedaj
data wydania	2018-12-05	2018-11-05	2018-10-04	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-01
cena docelowa (PLN)	45,00	47,00	47,00	38,00	38,00	38,00
kurs z dnia rekomendacji	41,96	40,39	42,55	39,74	42,20	45,66

Play

rekomendacja	kupuj	kupuj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-11-26	2018-10-17	2018-08-30	2018-07-03	2018-04-06	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	21,30	21,50	22,60	23,50	30,93	34,70
kurs z dnia rekomendacji	16,54	17,14	21,90	24,88	32,70	33,20

Polnord

rekomendacja	zawieszona	niedoważaj	równoważ	równoważ
data wydania	2018-12-05	2018-06-22	2018-02-02	2017-12-27
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	9,77	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
data wydania	2018-09-04
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	3,57

PZU

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-12-05	2018-11-05	2018-10-02	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	46,50	47,50	47,50	50,58	50,58	51,83
kurs z dnia rekomendacji	43,80	40,60	42,00	41,55	44,17	45,00

Ronson

rekomendacja	zawieszona	równoważ	równoważ	niedoważaj	niedoważaj
data wydania	2018-12-05	2018-06-22	2018-04-03	2018-03-29	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	0,84	1,09	1,32	1,32	1,45

Santander Bank Polska

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	akumuluj	kupuj	trzymaj
data wydania	2018-12-05	2018-11-05	2018-10-04	2018-09-03	2018-03-05	2018-02-01
cena docelowa (PLN)	400,00	400,00	400,00	430,00	430,00	430,00
kurs z dnia rekomendacji	364,80	353,80	367,00	376,00	357,80	420,00

Skarbiec Holding

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-12-05	2018-11-05	2018-08-31	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	31,36	31,02	36,86	56,30
kurs z dnia rekomendacji	23,50	21,70	25,30	30,60

Stelmet

rekomendacja	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-11-05	2018-09-03	2018-07-04	2018-05-09	2018-03-05	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	7,72	20,45	20,24	26,48	27,72	28,37
kurs z dnia rekomendacji	7,50	11,35	10,70	14,75	17,15	19,20

Tarczyński

rekomendacja	niedoważaj	równoważ	równoważ
data wydania	2018-12-05	2018-05-30	2018-01-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	17,50	14,50	13,05

Tauron

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-11-29	2018-09-03	2018-05-29	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	3,06	2,77	2,76	2,73	2,98	3,38
kurs z dnia rekomendacji	2,21	2,00	2,01	2,38	2,69	3,08

TIM

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	7,48

Torpol

rekomendacja	zawieszona	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2018-12-05	2018-09-27	2018-05-28	2018-03-29	2018-02-02	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,60	5,18	6,40	7,50	7,98	8,16

Trakcja

rekomendacja	zawieszona	niedoważaj	niedoważaj	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2018-12-05	2018-09-27	2018-05-18	2018-03-29	2018-02-02	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,75	3,47	3,65	6,75	7,24	7,56

TXM

rekomendacja	zawieszona	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-10-16	2018-07-04	2018-05-09	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	-	3,48	5,44	5,41
kurs z dnia rekomendacji	0,59	1,28	2,10	2,36

Ulma

rekomendacja	zawieszona	równoważ	równoważ
data wydania	2018-12-05	2018-05-28	2018-03-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	72,00	73,00	66,50

Unibep

rekomendacja	zawieszona	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-12-05	2018-04-06	2018-02-02	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	-	10,10	10,80	10,80
kurs z dnia rekomendacji	4,81	7,50	8,60	9,76

VRG

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj	równoważ	przeważaj	równoważ
data wydania	2018-12-05	2018-11-08	2018-05-23	2018-02-02	2018-01-19	2017-12-13
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,83	4,06	4,79	5,16	4,34	4,36

Wasko

rekomendacja	zawieszona	równoważ	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-12-05	2018-05-30	2018-03-28	2018-01-30
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,27	1,68	2,25	2,24

Wirtualna Polska

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-12-05	2018-09-03	2018-08-02	2018-04-24	2018-04-06	2018-02-02	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	61,50	60,00	60,00	60,00	56,40	56,10	53,00
kurs z dnia rekomendacji	52,20	57,00	49,00	54,00	52,20	51,80	48,20

ZUE

rekomendacja	zawieszona	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2018-12-05	2018-09-27	2018-05-28	2018-03-29	2018-02-02	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,64	5,56	5,86	6,12	6,18	6,44

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz**Kamil Kliszczyk**

dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klisczyk@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 Bogusz

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

Aleksandra Szklarczyk

+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniatowski

+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk

+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy****Piotr Gawron**

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

Krzysztof Bodek

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

Tomasz Jakubiec

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

Jędrzej Łukomski

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

Adam Prokop

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

Szymon Kubka, CFA, PRM

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

Andrzej Sychowski

+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Galanciak

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

Magdalena Bernacik

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

Sprzedaż rynki zagraniczne**Marzena Łempicka-Wilim**

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

Bartosz Orzechowski

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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej**Kamil Szymański**

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

Jarosław Banasiak

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