mBank Dom Maklerski

mBank.pl

poniedziałek, 4 lutego 2019 | opracowanie cykliczne

# Przegląd miesięczny: luty 2019

## Rynek akcji, makroekonomia

## Rynek akcji

Luty przyniesie rozstrzygnięcie negocjacji USA-Chiny. Wynik rozmów określi kierunek dla indeksów na kolejne miesiące. Większe prawdopodobieństwo przypisujemy, że „jakaś forma" porozumienia zostanie osiągnięta, co oznacza pozytywny scenariusz dla akcji.

## Ze spółek

### Finanse

Luty może być bardzo interesującym miesiącem dla polskiego sektora bankowego. Według zapowiedzi polityków procedowana ma być ustawa frankowa. Ponadto, oczekujemy dobrych wyników sektora, które powinny wskazać kierunek wyników w 2019 roku. Naszymi top-pickami w Polsce pozostają Pekao oraz Alior – banki bez ekspozycji na CHF i z atrakcyjnymi wycenami. W regionie preferujemy Erste Bank, który nawet po korekcie o Rumunię prezentuje ponad 40% potencjał wzrostu.

### Chemia

ATT naszym zdaniem zdyskontowały już prawdopodobną poprawę wyników w 2019 roku. Potencjał wzrostu ma naszym zdaniem jeszcze CIE. Obie spółki zaraportują słabszy r/r 4Q'18, co może wyhamować dynamiczne wzrosty zanotowane od początku roku.

### Paliwa

Marże rafineryjne znacząco osłabły, co powinno napędzać obawy o utrzymanie wyników. Podobnie sytuacja wygląda w przypadku petrochemii. Podtrzymujemy negatywne zalecenia dla LTS i PKN. Po wzrostach zamykamy pozytywną rekomendację dla PGN, także w kontekście spadków cen gazu.

### Energetyka

Warunkiem utrzymania pozytywnych tendencji z ostatnich tygodni jest domknięcie systemu rekompensat za zamrożenie cen bez ujemnego wpływu na wyniki obrotu. Po wzrostach na PGE, większy potencjał dostrzegamy w ENG i TPE. W przypadku Enei obniżamy prognozy i wycenę.

### Telekomunikacja, media, IT

Liczymy na wzrost kursu OPL z/w na oczekiwania dobrych wyników za 4Q'18. Zmieniamy podejście do PLY na neutralne (po zmianie +36% od wydania naszego listopadowego raportu). W IT wskazujemy na ACP i ASE. Dobra koniunktura w reklamie internetowej oraz rekordowy 4Q'18 w kinach powinny przełożyć się na umocnienie notowań odpowiednio WPL i AGO.

### Przemysł, surowce

Przed spółkami przemysłowymi ostatni kwartał poprawy rezultatów. Na 23 prognozy 60% spółek powinno poprawić r/r wyniki, a 20% pogorszyć. Przy wynikach Zarządy mogą studzić oczekiwania na 2019 rok z uwagi na wyższe koszty (energia + płace) oraz niesprzyjające otoczenie dla eksporterów (spadek PMI w Niemczech). Największy potencjał do pozytywnych zaskoczeń w 4Q'18 mają ACG, AMC, FMF, KER i TIM, a negatywnych JSW, KGH, i TAR.

### Deweloperzy

Styczeń przyniósł odbicie w sektorze nieruchomości. Po dołku na przełomie 2018/19, WIG-Nieruchomości zyskał +9,8% YTD. Mediana wycen spółek nieruchomościowych (DOM, 1AT, LCC, ARH, LKD) wciąż poniżej średniej historycznej (P/E=5,1x vs. 7,2x). Dane rynkowe wskazują na stabilizację sprzedaży. Rosnące ceny mieszkań powinny kompensować wzrost kosztów budowy. Podtrzymujemy pozytywne nastawienie dla akcji DOM i 1AT.

### Handel

Solidne dane sprzedażowe w EAT powinny pozwolić na powrót do dwucyfrowej dynamiki EBITDA r/r. Przed wynikami za 4Q'18 negatywnie mogą reagować DNP (kolejny kwartał spowolnienia lfl), EUR (brak poprawy organicznej EBITDA r/r) oraz CCC (oczekiwany istotny spadek wyniku r/r).

### Kluczowe rekomendacje

**Pozytywne:** ACG, ALR, AMC, CDR, CIE, EAT, EBS, ENA, ENG, FMF, KER, LPP, PEO, PGE, POZ, TIM, TPE

**Negatywne:** EGS, EUR, JSW, LTS, PFL, PKN, TAR

| Indeksy | Kurs bieżący | 1M | YTD |
|---|---|---|---|
| WIG | 60 660 | +5,1% | +5% |
| ATX | 2 991 | +8,9% | +9% |
| BUX | 40 973 | +4,7% | +5% |
| PX | 1 048 | +6,3% | +6% |
| **Indeksy sektorowe WIG** | | **1M** | **YTD** |
| WIG20 | 2 393 | +5,1% | +5% |
| mWIG40 | 4 083 | +4,4% | +4% |
| sWIG80 | 11 189 | +5,8% | +6% |
| Banki | 7 691 | +3,2% | +3% |
| Budownictwo | 1 933 | +1,0% | +1% |
| Chemia | 10 944 | +17,0% | +17% |
| Energia | 2 774 | +15,1% | +15% |
| Górnictwo | 3 660 | +6,9% | +7% |
| Informatyka | 2 095 | +5,2% | +5% |
| Media | 4 895 | +8,5% | +8% |
| Nieruchomości | 2 098 | +9,8% | +10% |
| Odzież | 6 126 | +1,7% | +2% |
| Paliwa | 8 130 | +1,6% | +2% |
| Spożywczy | 3 440 | +1,7% | +2% |
| Telekomunikacja | 675 | +8,9% | +9% |

### Nowe rekomendacje

| Spółka | Rekomendacja | Cena docelowa |
|---|---|---|
| Asseco Poland | akumuluj ▲ | 51,20 PLN ▲ |
| CCC | kupuj ► | 291,00 PLN ▲ |
| CD Projekt | akumuluj ▼ | 217,70 PLN ▲ |
| CEZ | trzymaj ► | 537,80 CZK ▲ |
| Ciech | kupuj ► | 75,82 PLN ▼ |
| Comarch | trzymaj ▼ | 160,80 PLN ▼ |
| Dino | trzymaj ▼ | 105,90 PLN ▼ |
| Dom Develop. | akumuluj ▼ | 84,10 PLN ► |
| Enea | kupuj ► | 13,12 PLN ▼ |
| Energa | kupuj ► | 13,26 PLN ▼ |
| Erste Bank | kupuj ► | 43,72 EUR ▼ |
| Eurocash | redukuj ▼ | 17,90 PLN ▼ |
| Famur | kupuj ► | 6,61 PLN ▲ |
| Jeronimo Martins | kupuj ► | 14,60 EUR ▲ |
| JSW | redukuj ► | 60,68 PLN ▲ |
| KGHM | trzymaj ► | 92,41 PLN ▲ |
| Kruk | kupuj ► | 279,32 PLN ▼ |
| Lotos | sprzedaj ► | 65,36 PLN ▲ |
| LPP | akumuluj ▼ | 9300 PLN ► |
| MOL | trzymaj ► | 3433,00 HUF ▲ |
| PGE | kupuj ► | 14,47 PLN ▼ |
| PGNiG | trzymaj ▼ | 7,72 PLN ► |
| PKN Orlen | sprzedaj ► | 83,43 PLN ▲ |
| Play | trzymaj ▼ | 21,30 PLN ► |
| PZU | trzymaj ▼ | 46,50 PLN ► |
| Stelmet | trzymaj ► | 8,39 PLN ▲ |
| Tauron | kupuj ► | 3,12 PLN ▲ |
| Wirtualna Polska | akumuluj ▼ | 61,50 PLN ► |

mBank Dom Maklerski

# Spis treści


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

## Rynek akcji

**W *Strategii inwestycyjnej* na 2019 rok założyliśmy, że na przełomie roku wskaźniki wyprzedzające dla gospodarek krajów rozwiniętych zaczną powoli poprawiać się, a rynki akcji ponownie wejdą w trend wzrostowy. Ostatnie odczyty wskazują raczej na dalsze pogłębianie się spowolnienia, co jednak nie przeszkodziło globalnym rynkom akcji w spektakularnym odbiciu (S&P500: +15,1% od grudniowego minimum) – po załamaniu cen pod koniec 2018 roku. Po raz kolejny z odsieczą przyszły banki centralne, zapowiadające złagodzenie polityki monetarnej (szczególnie wyraźne sygnały dały FED i BoCh) oraz utrzymujące się nadzieje na pozytywne rozstrzygnięcie negocjacji USA-Chiny (podtrzymywane pozytywnymi wypowiedziami z obu stron). Czynnikiem, który zdecyduje o trendzie w kolejnych miesiącach jest rezultat rozmów Trumpa i Xi (dane makro mają teraz drugoplanowe znaczenie). Nadal obowiązuje termin wprowadzenia ceł przez USA z dniem 1 marca, jeśli nie dojdzie do porozumienia (negatywny scenariusz dla akcji). Najprawdopodobniej w połowie miesiąca dojdzie do spotkania obu przywódców. Sam fakt podania terminu spotkania rynki przyjmą jako prawdopodobną zapowiedź ogłoszenia porozumienia (osiągniętego przez negocjatorów w rozmowach kuluarowych). Takie rozstrzygnięcie jest naszym zdaniem już częściowo zdyskontowane (w konsekwencji, brak porozumienia oznacza silną przecenę). Uważamy, że po pierwszej pozytywnej reakcji na informacje o porozumieniu, atak S&P500 na poziom 2900 pkt będzie wymagał poprawy sytuacji makro i perspektyw wyników spółek. Jak już wspominaliśmy w *Strategii* na 2019, pozytywny impuls dla światowej gospodarki powinien przyjść z Chin. Wprowadzone i oczekiwane rozwiązania monetarne i fiskalne, które mają stymulować chińską gospodarkę szacowane są już na ok. 3% PKB. W Polsce kolejne afery polityczne (próbka tego, jak może przebiegać tegoroczna kampania wyborcza), słabsze dane makro i umorzenia w TFI nie przeszkodziły w tym, żeby WIG20 podążał za rynkami bazowymi. W kolejnych tygodniach oczekujemy, że ta tendencja zostanie utrzymana.**

### USA – obawy o spowolnienie i wyniki spółek, FED z odsieczą

Szereg słabszych danych makro i wyników spółek w pierwszym okresie raportowania za 4Q wywołały w licznych komentarzach dalsze obawy o ceny akcji w 2019 roku. Pomimo tych zaskoczeń, amerykańskie indeksy kontynuowały odrabianie grudniowych strat, co można tłumaczyć rosnącym oczekiwaniem na porozumienie z Chinami, poprawie statystyki zaskoczeń wynikowych na przełomie miesiąca i zaskakującej decyzji FED.

Pierwsza część sezonu wynikowego nieco rozczarowała (57% pozytywnych zaskoczeń, przychody vs. oczekiwania -0,1%, zyski +1,5%), z kilkoma spektakularnymi niespodziankami (Caterpillar, Freeport, General Electric). Dopiero tydzień z przełomu stycznia i lutego wyraźnie poprawił statystyki i sentyment inwestorów (60% pozytywnych zaskoczeń, przychody +0,6%, zyski +2,3%). Zysk w 4Q'18 220 spółek z S&P500, które dotychczas opublikowały raporty, jest wyższy r/r o 13,7%, a przychody o 6,2%. W scenariuszu spowolnienia, a nie recesji, zyski dla indeksu powinny wzrosnąć w br. o 13%, a przychody o 7%.

Od kilku tygodni systematycznie obniżały się oczekiwania na kolejne podwyżki stóp procentowych. W ocenie FED gospodarce amerykańskiej przez „jakiś czas" będzie towarzyszyć ryzyko spowolnienia, co inwestorzy zinterpretowali jako zapowiedź braku zacieśniania polityki (maksymalnie jedna podwyżka w 2019 r., możliwe obniżki w 2020 r.) nawet jeśli rynek pracy nadal będzie pozostawał w tak dobrej kondycji jak dotychczas lub jeśli dane zewnętrzne (przede wszystkim wzrost w Chinach) zaczną się poprawiać. Powell dopuszcza wydłużenie czasu reakcji FED na dane rynkowe, a nawet zastopowanie zmniejszania bilansu, co było dla rynków największym pozytywnym zaskoczeniem. Jednocześnie ryzyko recesji zostało ocenione jako niskie. Biorąc pod uwagę opinię FED, przed nami zapewne jeszcze okres słabszych odczytów makro, który będzie jeszcze zmniejszał oczekiwania inflacyjne.

Jedną z sił napędzających rynki akcji jest wiara w osiągnięcie porozumienia USA z Chinami (pozytywna reakcja na toczące się czy planowane spotkania, obecnie rynkom wystarcza nie tyle zbliżenie się stanowisk co niedoprowadzanie do zerwania rozmów i informacje o „dobrych intencjach i nastroju"). Negocjatorzy chińscy, który w końcówce stycznia przebywali w USA zaproponowali spotkanie Xi i Trumpa, które miałoby odbyć się w połowie lutego (w chwili przygotowania tekstu USA nie potwierdziły terminu). Trump podtrzymuje, że 1 marca jest ostatecznym terminem zawarcia porozumienia (zgodnie z ustaleniami ze szczytu G20 w Buenos Aires, brak porozumienia oznacza automatyczne wprowadzenie ceł). Potwierdzenie przez USA terminu spotkania z Xi powinno zostać zinterpretowane przez rynki jako zapowiedź konferencji, na której zostanie ogłoszony sukces (faktyczne negocjacje toczą się „w kuluarach"). Łyżką dziegciu (pominiętą przez inwestorów) jest wystąpienie Xi na 40. rocznicę wprowadzenia reform przez Deng Xiaopinga, w którym stwierdził, że „kolejne kroki w reformowaniu kraju i jego otwarciu na świat nie będą łatwe i wiążą się z licznymi czynnikami ryzyka i wyzwaniami, nawet mogą oznaczać konieczność przejścia przez wielkie zawirowania i sztormy". Warto pamiętać, że gra toczy się nie tylko o cła (w naszej ocenie to raczej argument w sporze), ale przede wszystkim o wyścig technologiczny miedzy tymi mocarstwami (kradzież wartości intelektualnej, szpiegostwo). Trudno ocenić, czy w tym zakresie porozumienie zostanie osiągnięte, co naszym zdaniem pozostawia marcowy termin nadal otwartą opcją.

### Strefa nadal rozczarowuje, a BREXIT dodaje niepewności

Wbrew naszym oczekiwaniom, w styczniu wskaźniki wyprzedzające dla Strefy euro nie dość, że nie ustabilizowały się to jeszcze pogłębiły dotychczasowe spadki. Zagregowany PMI dla całej Strefy obniżył się do 50,7 pkt. z 51,1 w grudniu. Tym razem spadek w przemyśle (50,5 vs. 51,0; Włochy: 47,8, Niemcy: 49,7, Francja: 51,2) jest nieco mniejszy niż w usługach (50,8 vs. 51,2). Odczyty oznaczają, że wzrost gospodarczy praktycznie został zahamowany, a co jeszcze bardziej niepokojące przyczyny spowolnienia przesuwają się z czynników zewnętrznych (wojna handlowa) i politycznych (BREXIT, Włochy, Francja) na słabość wewnętrznej konsumpcji i słabnący rynek pracy. Biorąc pod uwagę taką koniunkturę, nie dziwi złagodzone stanowisko ECB, który sugeruje potencjał do dalszego łagodzenia polityki monetarnej (oczekiwanie na podwyżki przesunęło się na rok 2020, rosną oczekiwania rynkowe na kolejne LTRO).

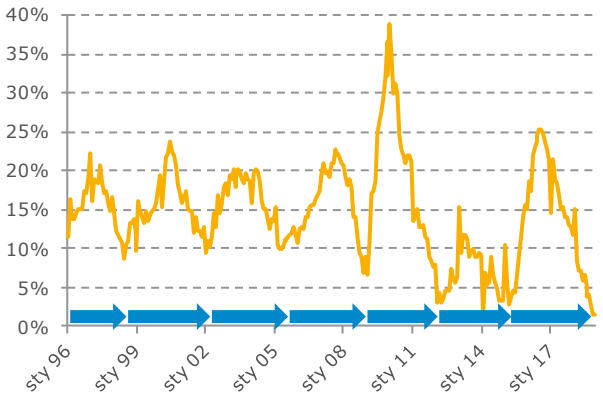
Zbliża się termin finalnych rozstrzygnięć dotyczących BREXITu. W Strategii zakładaliśmy, że brak poparcia May w parlamencie będzie prowadzić do stopniowego wycofywania się rządu z całego procesu (potencjalnie kolejne referendum). Zaskoczeniem okazało się jednak styczniowe głosowanie, w wyniku którego parlament zgodził się na ponowne otwarcie negocjacji z UE (m.in. w kwestii granicy z Irlandią), jednocześnie zachowując obowiązujący termin (29 marca) i brak zgody na hard BREXIT. W reakcji na

decyzję UK, przedstawiciele UE szybko odrzucili możliwość renegocjacji umowy, co powoduje że dalsze losy procesu są nadal wyjątkowo niejasne.

## Chiny – kluczowe dla EM

Podtrzymujemy opinię ze Strategii na 2019 r., że kluczowy dla rynków akcji w br. będzie dalszy rozwój sytuacji gospodarczej w Chinach. Zarówno twarde dane makro, jak i wskaźniki wyprzedzające zaczęły zwalniać w chińskiej gospodarce już w 2017 r., po czym gwałtownie obniżyły się w 2018 r. Na przełomie roku, pomimo obniżenia części podatków i stopy rezerw obowiązkowych PMI nadal znajdują się poniżej 50 pkt. sugerując dalsze hamowanie gospodarki. Zaniepokojone władze chińskie uruchamiają lub zapowiadają kolejne pakiety stymulacyjne, których wartość szacowana jest już na około 370 mld USD, czyli 3% PKB. Jeżeli dojdzie do porozumienia z USA, na bazie tak silnego impulsu gospodarka chińska powinna wejść w fazę ożywienia, co będzie pozytywnie przekładać się na postrzeganie EM przez globalny kapitał.

**Cykl dynamiki wzrostu podaży pieniądza M1 w Chinach**




Źródło: Bloomberg

Zwracamy uwagę, że Chiny znalazły się z dołku – bardzo regularnego – cyklu wzrostu dynamiki podaży pieniądza (M1, wykres powyżej). Decyzje podjęte przez BoCh pod koniec 2018 r. uprawdopodabniają scenariusz zwiększenia dostępności pieniądza w gospodarce, a w efekcie jej stymulacji.

## Pogarszające się otoczenie dla przedsiębiorstw

W ciągu pierwszych 3 kwartałów roku za spowolnienie polskiej gospodarki odpowiadają czynniki zewnętrzne, tj. spadek zamówień eksportowych – przy nadal silnej konsumpcji wewnętrznej. Końcówka roku, a szczególnie grudzień, przyniosły jednak negatywne zaskoczenia na poziomie słabości popytu krajowego (patrz komentarz makroekonomiczny). Obraz gospodarki dopełnia nadal słabość inwestycji prywatnych – z jednoczesnym oczekiwaniem spowolnienia inwestycji publicznych w roku 2019 r. Na domiar złego ponownie wzrosła presja płacowa, co szczególnie widać w statystykach przedsiębiorstw raportujących problemy ze znalezieniem pracowników i spodziewających się wzrostu wynagrodzeń. Prawdopodobną przyczyną wzrostu napięć na rynku pracy przy jednoczesnym słabnięciu koniunktury gospodarczej jest obawa przedsiębiorców o wpływ liberalizacji rynku pracy dla Ukraińców w Niemczech i ryzyka, że cześć z nich zdecyduje się na zmianę kraju pracodawcy. W konsekwencji, widzimy ryzyko większej, niż założenia w modelach, presji na wyniki analizowanych przez nas spółek w 2019 r.

## Dalsze umorzenia w TFI

Słabsze otoczenie makro i niepewność na rynkach globalnych skutkowały dalszymi, znaczącymi umorzeniami w krajowych TFI. Zgodnie z danymi IZFiA, w grudniu z funduszy akcyjnych i absolut return odpłynęło netto 812,4 mln PLN, co w skali roku daje kwotę aż -7,8 mld PLN. Odpływ aktywów zanotowały również fundusze mieszane (-249 mln PLN, -2,1 mld PLN YTD) oraz co szczególnie może niepokoić fundusze pieniężne i obligacyjne (-1,2 mld PLN). W styczniu, ze względu na poprawę sentymentu na rynkach odpływy powinny być już istotnie niższe, nadal jednak nie widać stabilizacji zachowań inwestorów.

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

# Sektory

## Finanse

- Prognozujemy, że 4Q'18 okaże się rekordowy, a zysk netto analizowanych przez nas banków wzrośnie o 13,9% Q/Q i 5,2% R/R. Uważamy, że jest to pozytywna i ważna informacja w kontekście kontynuacji bicia rekordów w 2019 roku oraz obecnej nadal atrakcyjnej wyceny sektora. Co ważne, wzrost wyników powinien być napędzany przez linie przychodowe, włączając w to wynik odsetkowy (+3,6% Q/Q) oraz prowizyjny (+2,5%), który pozostanie pod presją ze względu na zachowanie rynków kapitałowych w 4Q'18. Rynek powinien z zadowoleniem przyjąć dalszy wzrost marży odsetkowej (+3 p.b.) oraz wysoką sprzedaż kredytów detalicznych, która nieznacznie spadnie w ujęciu kwartalnym. Jednocześnie zaznaczamy, że ostatni kwartał 2018 roku nie pozostanie bez zdarzeń jednorazowych, na które składać się będą rozpoznanie ujemnej wartości godziwej w Santander BPL, koszty integracji związane z nabyciem polskich oddziałów Deutsche Banku czy SocGen, jednorazowe odpisy na segment korporacji czy wreszcie sprzedaż papierów wartościowych i portfeli wierzytelności.
- Zwracamy również uwagę na bardzo dobre wyniki banków zagranicznych, a w szczególności OTP Banku oraz Erste Group. Wyniki wspierane są przez bardzo niski koszt ryzyka, który jest pochodną sprzyjającego środowiska operacyjnego.
- Ustawa CHF znowu powróciła na wokandę i po miesiącach prac opuściła podkomisję sejmową. Przewodniczący podkomisji Tadeusz Cymański wyraził opinię, że ustawa powinna zostać uchwalona do końca marca i wprowadzona w życie 1 lipca. Oznacza to, że w skrajnym przypadku (obciążenie 0,5% kwartalnie) ustawa będzie kosztować sektor około 1 mld PLN w 2019 r. i 2 mld PLN w 2020 r. Uważamy, że wprowadzenie ustawy nadal jest nieprzesądzone i zależeć może od sondaży wyborczych.
- Wśród spółek finansowych zwracamy uwagę na bardzo dobre zachowanie kursu spółek porównywalnych Kruka. Uważamy, że wraz z dobrymi wynikami Kruka za 4Q'18 sentyment ma szansę na poprawę.
- **Kluczowe rekomendacje**: Bank Pekao (kupuj), Alior Bank (kupuj), Erste Bank (kupuj), Kruk (kupuj)

## Chemia

- Notowania indeksów MSCI Chemicals były pod presją na przełomie roku z uwagi na ryzyko spadku tempa wzrostu gospodarczego w 2019 roku. Dobrze z kolei w tym czasie zachowywały się notowania spółek chemicznych w Polsce (szczególnie ATT i CIE). Naszym zdaniem Grupa Azoty już zdyskontowała możliwą poprawę wyników w 2019 roku (obecnie brak dyskonta do grupy porównawczej), z kolei Ciech dalej powinien zachowywać się lepiej od rynku (średnio 20% dyskonto do grupy porównawczej, możliwe nawet 7% wzrosty cen sody w Europie w 2019 roku, wzrost wyników w 1H'19).
- Spółki chemiczne (ATT i CIE) w 4Q'18 zanotują spadkową dynamikę wyników z uwagi na wyższe r/r koszty surowców energetycznych oraz wysoką bazę 2017 roku.
- **Kluczowe rekomendacje**: Ciech (kupuj)

## Paliwa

- Kryzys w Wenezueli, deklaracje Rosji o dalszym obniżaniu produkcji oraz spadające wydobycie w OPEC pozwoliły na odbudowanie cen ropy w ostatnich tygodniach. Poprawa sentymentu widoczna jest również na pozycjach spekulacyjnych, które w przypadku Brent wzrosły z grudniowych minimów o prawie 50%. Dane dotyczące liczby aktywnych wiertni w USA (mocny spadek YTD) również wspierają pozytywne trendy na surowcu, podobnie jak osłabienie dolara. W naszej opinii w takim otoczeniu scenariusz powrotu Brent w okolice 70 USD/Bbl jest bardzo prawdopodobny.
- Mocniejsze notowania ropy nie przekładają się na notowania gazu, który w Europie od listopada oddał już ponad 15%. Nie bez znaczenia dla tych tendencji może być wygaśnięcie logistycznych problemów na Renie, które podwyższając koszt zakupu węgla wspierały notowania alternatywnych paliw w energetyce.
- Odbicie na ropie, słabnące odczyty popytowe oraz wygaśnięcie krótkoterminowych efektów niskiego stanu wody na Renie wpłynęły na mocne tąpnięcie marż rafineryjnych. Obok normalizacji cracków dieslowych, obserwujemy dramatycznie niskie marże na benzynie (wysokie zapasy, wysoka utylizacja rafinerii). Dodatkowym problemem na regionalnych rafinerii jest spadek dostępności ciężkich gatunków ropy, co doprowadziło na wyzerowania dyferencjału Ural/Brent.
- W przypadku petrochemii po lepszej końcówce roku, również obserwujemy powrót negatywnych tendencji, które w naszej opinii będą się nasilać w związku z uruchamianiem nowych instalacji.
- **Kluczowe rekomendacje**: Lotos (sprzedaj), PKN Orlen (sprzedaj)

## Energetyka

- Ceny energii na rynku niemieckim wróciły w okolice 50 EUR/t z uwagi na korektę cen $CO_2$ i spadki notowań węgla (spadek kosztów logistyki na Renie, gorsze odczyty w Chinach). Nie bez znaczenia jest też spowolnienie wzrostu gospodarczego.
- W Polsce ceny energii po słabszej końcówce roku utrzymują się w okolicach 270 PLN/MWh i modelowe terminowe marże na wytwarzaniu z węgla pozostają bardzo atrakcyjne, choć niższe od lokalnych maksimów notowanych jesienią.
- Indeksy spółek energetycznych zarówno w Europie, jak i w Polsce były w styczniu beneficjentami trendów w alokacji (szukanie bardziej defensywnych ekspozycji) i zamykania krótkich pozycji po spadkach z końcówki roku.
- Rynek wyczekuje na ostateczny kształt regulacji dotyczących zamrożenia cen energii. Naszym zdaniem mimo zgłaszanych przez KE uwag (doprecyzowanie usług użyteczności publicznej, za które przysługuje rekompensata, niedozwolona ingerencja w kompetencje regulatora) szanse na uchronienie sektora przed stratami w segmencie obrotu jest wysokie i to pozostaje naszym scenariuszem bazowym. Przy takim założeniu oczekujemy poprawy skonsolidowanego strumienia EBITDA w sektorze, co powinno podtrzymać pozytywnych sentyment do spółek.
- Rząd pracuje nad aktualizacją kilku aktów prawnych z zakresu OZE. Z jednej strony zapowiada obniżenie opłaty zastępczej (a co za tym idzie również cen zielonych certyfikatów, co obniży rentowność segmentu), a z drugiej zamierza zrezygnować z warunku odległościowego w inwestycjach wiatrowych.
- **Kluczowe rekomendacje**: Enea (kupuj), Energa (kupuj), PGE (kupuj), Tauron (kupuj)

## Telekomunikacja, media, IT

- Po podpisaniu przez T-Mobile umowy w sprawie hurtowego dostępu do sieci FTTH Orange Polska w zakresie transmisji danych oraz przejęciu kontroli nad Netią przez Cyfrowy Polsat, Play pozostaje jedynym niekonwergentnym operatorem na polskim rynku. Nowy prezes Zarządu uzasadnił strategię tylko mobilnego telekomu w Polsce, jednak nie przekreślił jednoznacznie wejście w segment stacjonarny.
- Zmiana strategii Cyfrowego Polsatu i T-Mobile wpisuje się w trendy na rynku telekomunikacyjnym w całej Europie. W maju'18 Liberty Global sprzedał Vodafone operatorów kablowych działających w Niemczech, Czechach, Rumunii i na Węgrzech. Transakcja miała wartość 18,4 mld EUR. Mnożnik w transakcji wyniósł 10,9x EBITDA'19 (licząc bez synergii), 8,6x (z efektem 5-letnich synergii). Warto zwrócić uwagę, że Vodafone nabył aktywa tylko w krajach, gdzie mógł stworzyć telekomy konwergentny fixed+mobile bazując na posiadanych już aktywach.
- Urząd Komunikacji Elektronicznej opublikował projekty decyzji regulujących dostęp do infrastruktury największych telewizji kablowych – UPC, Vectry, Multimediów, Inei, Toya oraz Netii. Na mocy decyzji prezesa UKE operatorzy podlegający regulacji będą musieli udostępnić zainteresowanemu konkurentowi infrastrukturę pasywną (np. przyłącza w piwnicach, na klatkach schodowych, a także kabel wchodzący do mieszkania, jeśli abonent zdecyduje się na zmianę dostawcy). UKE chce, żeby decyzje weszły w życie od czerwca'19. UKE zaproponowało własny model kalkulacji opłat w rozliczeniach hurtowych (zrezygnował z klasycznego BSA i LLU). Zmiany proponowane przez UKE są pozytywne dla dużych operatorów mobilnych. Uzyskają one możliwość dostępu do sieci kablowych i budowania w oparciu o nie oferty konwergentnej. Zadowolony z proponowanych zmian może być zwłaszcza Play. Operator jest popularny przede wszystkim w dużych miastach, gdzie głównie działają operatorzy kablowi. Play wykazał też umiejętność działania w modelu hurtowym w zakresie infrastruktury.
- UKE rozpoczął konsultacje projektów decyzji, których efektem będzie uchylenia obowiązków regulacyjnych dla Orange Polska w zakresie hurtowych usług dostępu do szerokopasmowego Internetu. Przypominamy, że kilka lat temu UKE zdjął obowiązki regulacyjne na terenie 76 gmin (w zakresie BSA). Obecnie, UKE stwierdziło że poziom konkurencji pozwala na zwolnienie Orange z regulacji LLU na obszarze 51 gmin i z regulacji BSA na obszarze 151 gmin. Strategia UKE ma na celu podtrzymanie wysokich nakładów inwestycyjnych na sieć w Orange w najbliższych latach. Nie przewidujemy jednak, żeby obecnie komunikowany przez Orange Polska plan był w znacznym stopniu zmieniony (wysoki CAPEX rzędu 0,8 mld PLN rocznie na FTTH do 2020 r., potem stopniowo mniejszy CAPEX). Podtrzymujemy prognozowany profil FCFE na najbliższe lata.
- Oczekiwana przez ostatnie miesiące strategia Play została ogłoszona w poł. listopada'18. Wcześniejsze 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.
- Polski Rząd wniósł ostatnio o przesunięcie ostatecznego terminu na przydział zasobów radiowych w paśmie 700 MHz o 2 lata (z czerwca'20 na czerwiec'22). Kluczowym problemem jest uzgodnienie wykorzystywania 700 MHz z Rosją. Dotychczasowe próby porozumienia nie powiodły się. Potwierdza to nasze założenia z listopadowego raportu analitycznego. Nie spodziewamy się szybkiej organizacji aukcji 5G w Polsce. Pasma są poza tym rozdrobnione i użytkowane do 2025 r. Wskazujemy też na kondycję polskiego sektora (brak wzrostu przychodów, istotne zadłużenie) oraz niedawną aukcję 800 MHz. Sądzimy, że rozdysponowanie pasma w najbliższym czasie jest nieopłacalne z punktu widzenia Skarbu Państwa. Dodatkowym problemem są dość restrykcyjne normy promieniowania radiowego w Polsce.
- Według agencji mediowej Zenith, wartość polskiego rynku reklamowego wzrośnie w 2019 roku o 4,2% i sięgnie wartości 7,9 mld PLN netto. Kluczowy wpływ na rynek będą mieć pozytywne nastroje konsumenckie, które utrzymują się mimo przewidywanego spadku dynamiki wzrostu polskiej gospodarki w 2019 roku i spowolnienia tempa wydatków gospodarstw domowych. Tempo wzrostu budżetów na reklamę TV spadnie z aktualnego 4,2% do 3,1% R/R w 2019 roku. Telewizja wciąż pozostanie największym medium reklamowym w Polsce, z udziałem przekraczającym 50%. Rynek reklamy online ma wzrosnąć o 8,4% R/R. Wzrosty będą widoczne zwłaszcza w obszarze programmatic, dynamicznie rośnie też kategoria wideo. Reklama radiowa wzrośnie o 2,7% R/R w 2019 r, outdoor +2,1%, a reklama w kinach o 3,2%. Magazyny i dzienniki stracą zarówno w ujęciu netto – odpowiednio 4,5% i 6,8% R/R.
- W styczniu'19 WIG Info wzrósł o 5,9%, lepiej od szerokiego indeksu (vs. +4,7% WIG). WIG Info był gorszy natomiast od MSCI IT EU o 5p.p. Mediana P/E 12M fwd dla spółek IT wynosi obecnie 13,5x i jest 11,4% poniżej historycznej średniej z 3 lat.
- Zbliża się sezon wyników za 4Q'18. Szacujemy wzrost wyniku EBITDA dla połowy spośród pokrywanych spółek (mediana = -0,1% R/R). Spodziewamy się istotnego spowolnienia wzrostu wyników po 3Q'18 (kiedy to każda ze spółek raportowała dwucyfrowy wzrost). Największym ryzykiem dla spółek pozostaje, jak w poprzednich miesiącach, presja na wynagrodzenia pracowników. Niektóre spółki wskazują na trudności z budową przychodów, na tyle dużą by wygenerować wzrosty wyników. Stąd, obecnie mamy neutralne nastawienie do sektora i zalecamy selektywne podejście do spółek IT.
- Naszym faworytem pozostaje ASE, pozytywnie patrzymy także na ACP z/w na perspektywę dobrych wyników. Dodatkowo, relatywnie duże prawdopodobieństwo dodatkowych zleceń z wolnej ręki od ZUS na utrzymanie systemu KSI (z/w na problemy Comarchu z przejmowaniem kontraktu) może pozytywnie wpływać na sentyment do spółki (i negatywnie na sentyment wobec CMR).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania**: Orange Polska (kupuj), Agora (kupuj), Wirtualna Polska (akumuluj), Asseco Poland (akumuluj), Asseco SEE (przeważaj).

## Przemysł

- Indeksy MSCI spółek przemysłowych dla Europy i dla Świata nie mogą zaliczyć końcówki roku do udanego okresu. Po spadkach oba indeksy notowane są znacznie poniżej swoich 3-letnich średnich na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA. Warto zwrócić uwagę na atrakcyjną wycenę producentów samochodów i części. Sektor może mieć dobre momentum szczególnie z uwagi na pojawiające się informacje o powrocie produkcji w niemieckich fabrykach do normalnych poziomów.
- Przed spółkami przemysłowymi ostatni kwartał poprawy rezultatów w ujęciu r/r. Na 23 prognozy w 4Q'18 60% powinno poprawić r/r wyniki, a 20% pogorszyć. Największy potencjał do pozytywnych zaskoczeń w 4Q'18 mają ACG, AMC, FMF, KER i TIM. Negatywnych JSW, KGH i TAR. Obawiamy się, że przy wynikach za 4Q'18 Zarządy

mogą studzić oczekiwania na 2019 rok z uwagi na wyższe koszty (energia + płace) oraz niesprzyjające otoczenie dla eksporterów (spadek PMI w Niemczech).

- Spółki przemysłowe już reagują na gorsze dane z niemieckiej gospodarki. O spowolnieniu informowały już Grupa Kęty, gdzie w 4Q'18 z wysokich poziomów obniżył się poziom zamówień w segmencie wyrobów wyściskanych (papierek lakmusowy na koniunkturę w przemyśle). Dodatkowo o trudniejszych negocjacjach na początku 2019 roku informowały Cognor i PGO. Oczekujemy, że znaczący eksporterzy do Niemiec mogą w najbliższym czasie sygnalizować osłabienie tempa zamówień na początku roku. Wśród spółek o dużej ekspozycji na niemieckich klientów znajdziemy AML, BRS, COG, HDR, IPX, EGS, FTE, KTY, MGT, LEN, REL, PGO, PFL.
- Obecnie najbardziej przekonani jesteśmy do inwestycji w akcje spółek: Amica (przełamanie spadkowej dynamiki oczyszczonych rezultatów w 2Q'18; dwucyfrowe dyskonta do innych producentów AGD), Famur (perspektywa poprawy wyników r/r w kolejnych kwartałach; około 9% DYield w 2019 roku) i Kernel (wyraźne przełamanie spadkowego trendu w kolejnych kwartałach; dynamiczna poprawa wyników w 2019 roku).
- Z mniejszych spółek naszymi faworytami pozostają AC Autogaz, Pozbud i TIM. Negatywnie podchodzimy do inwestycji w akcje Ergis (inflacja kosztów osobowych i energetycznych w 2019 roku; duża konkurencja w branży), Pfleiderer (ryzyko spadku wyników w 1H'19; spadki cen płyty drewnopochodnej w Niemczech w XII'18) oraz Tarczyński (spadek wyników w 4Q'18, inflacja osobowych i energetycznych w 2019 roku).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania**: AC Autogaz (przeważaj), Amica (przeważaj), Ergis (niedoważaj), Famur (kupuj), Kernel (kupuj), Pfleiderer (niedoważaj), Pozbud (przeważaj), Tarczyński (niedoważaj), TIM (przeważaj)

## Wydobycie

- Spółki wydobywcze są pod presją negatywnych danych z Chin (najniższy wzrost PKB od 28 lat!), które ciążą cenom surowców. Lokalny rząd jest zdeterminowany by walczyć o przyszły wzrost gospodarczy, a inwestorzy zastanawiają się czy reakcja nie będzie zbyt późna. Rynek od kilku miesięcy jest bombardowany spadającą rejestracją nowych samochodów w Chinach, niższymi wolumenami importu miedzi oraz sygnałami spowolnienia na rynku budowlanym (wyniki Caterpillar). Rząd trzeci kwartał z rzędu pobudza gospodarkę przez większy strumień kredytów oraz proponuje programy stymulacyjne w infrastrukturze i sprzedaży dóbr (nowe propozycje subsydiów przy zakupie AGD i samochodów).
- Na rynkach inwestorzy przyglądają się sezonowo odbijającym monitorowanym zapasom miedzi. Te w ostatnim tygodniu wzrosły o 7% i prawdopodobnie sezonowo będą odbijać do końca marca. Dodatkowo dane dotyczące importu netto (uwzględniający import przetworzonego metalu, złomów i koncentratu) miedzi do Chin pokazują, że w XII'18 największy konsument sprowadził o 6% r/r mniej surowca i był to drugi miesiąc z rzędu spadku (w XI'18 -7% r/r). Na rynku obserwujemy również spadki premii producenckiej (do 62 USD/t), co zdaniem uczestników może wynikać ze słabszych odczytów makro w Chinach lub ponownego uruchomienia huty miedzi Vendata Sterlite. Szansą dla cen surowców jest umacniający się portfel walut rynków wschodzących. Zwykle w takiej sytuacji ceny metali odbijały.
- Miniony sezon wyników finansowych w spółkach produkujących miedź można zaliczyć do udanych (w szczególności zważając na dane produkcyjne). Bardzo dobrym wydobyciem w 4Q'18 pochwaliły się Antofagasta (bardzo dobra produkcja przy niskich kosztach wydobycia), Anglo American, Glencore (wzrost produkcji miedzi w 2018 roku o 11% r/r i oczekiwane wyższe wydobycie w 2019 roku) oraz Kaz Minerals (prognoza wydobycia wykonana w górnych widełkach prognozy). Wynikami nie zachwycił Freeport-McMoRan, który oczekuje drastycznego spadku produkcji w 2019 roku w efekcie przejścia z kopalni odkrywkowej do wydobycia podziemnego. Po dokopaniu do nowych złóż największa kopalnia złota na świecie ma podwoić produkcję w latach 2020-2021.
- Ceny wysokogatunkowych węgli koksujących spadły w połowie stycznia do poziomu około 190 USD/t wobec jeszcze 220-230 USD/t w grudniu 2018 roku. Obecnie obserwujemy lekkie odbicie cen (do poziomu 200 USD/t), ale naszym zdaniem ma to raczej charakter krótkotrwały ze względu na słabe momentum w przemyśle stalowym w Chinach oraz brak istotnych problemów w transporcie węgla drogą morską. Według Argus w największym porcie węglowym w Queensland (Dalrymple Bay Coal Terminal) liczba statków oczekujących na załadunek spadła obecnie do około 20-30 vs. 40-50 w XII'18. Agencja donosi, że dodatkowo do końca marca w regionie Queensland oczekiwana jest suchsza niż zwykle pogoda, co prowadzić będzie do mniejszych przeciwności w transporcie węgla oraz stabilizacji cen na niskim poziomie. Z kolei zapasy koksu w chińskich portach rosną kolejny tydzień z rzędu do 3,2 mln ton (najwyżej od IX'18).
- Do wzrostów cen części surowców (aluminium, surówka żelaza) przyczynić się może ostatnia katastrofa w kopalni koncernu Vale w Brazylii. Według informacji rynkowych katastrofa, która pochłonęła ponad 50 istnień może skłonić lokalny rząd do większej uwagi na warunki pracy i zabezpieczenia istniejących kopalni. To z kolei mogłoby się odbić na produkcji, w szczególności aluminium i rudy żelaza, których Brazylia jest dużym eksporterem.
- Rosnące ceny rudy żelaza uderzają w rentowność producentów wielkopiecowych. Przy słabnącym popycie na wyroby stalowe mają oni ograniczone możliwości podwyższania cen. W takim scenariuszu przy dużej dostępności złomu i węgla koksowego huty mogłyby wywierać większą presję na ceny zakupowe. Obecnie na rynku obserwujemy spadek konkurencyjności wielkopiecowych producentów stali (BOF) względem tych opartych o piec elektryczny. Obecnie wielkopiecowi są o około 25 USD/t tańsi, ale różnica jest najniższa od około roku (na początku 2018 roku sięgała ponad 100 USD/t).
- W perspektywie nadchodzącej publikacji wyników finansowych warto naszym zdaniem zwrócić uwagę na słabsze r/r wolumeny sprzedaży KGH i JSW w 4Q'18. Obie spółki powinny doświadczać dużej presji kosztowej, co skutkować będzie słabszymi r/r wynikami oczyszczonymi o one-off.
- **Kluczowe rekomendacje**: JSW (redukuj)

## Deweloperzy

- 4Q'18 przyniósł spadek sprzedaży lokali mieszkaniowych o 12% od rekordowego wyniku w ubiegłym roku dla 6 największych aglomeracji i jednocześnie -11% w całym 2018 (REAS). Warto wskazać na poprawę wolumenów sprzedaży w 4Q'18 po relatywnie słabszych wynikach w 2Q'18 i 3Q'18, na co pozytywnie przełożył się wzrost oferty – liczba nowych wprowadzeń była w ostatnim kwartale najwyższa od 10 ostatnich lat.
- Wśród 15 spółek z GPW i Catalyst spadek liczby sprzedanych mieszkań był jeszcze większy (-31% r/r w 4Q'18 i -18% r/r w 2018), choć poszczególne spółki różnie sobie radziły. Analizowani przez nas liderzy rynku (DOM, 1AT) zanotowali porównywalny do rynkowego spadek sprzedaży (odpowiednio -9% i -13% w 2018).

Relatywnie dobrze radzili sobie InPro (+8% w całym 2018), Marvipol (+10%) oraz Lokum i Archicom (po -4%). Natomiast 6 z 15 analizowanych deweloperów mieszkaniowych zanotowało ponad 25% spadek wolumenu sprzedanych mieszkań.

- W 4Q'18 zagregowana liczba mieszkań rozliczonych w wyniku wśród 15 spółek z GPW i Catalyst była o 10% niższa r/r. Na dynamikę spadku niewątpliwie wpływ miała wysoka baza. Cały rok zamknął się jednak 15% wzrostem przekazań. W ostatnim kwartale 6 na 15 deweloperów mieszkaniowych, rozliczyło więcej lokali r/r. Wzrost przekazań zaraportowały m.in. DOM (+9% r/r) oraz ARH (+52% r/r), dla których liczba mieszkań rozliczonych w wyniku była jednocześnie najwyższa w historii.
- Ceny mieszkań w 4Q'18 dalej wskazywały na trend wzrostowy – o 11% wzrosły ceny transakcyjne, a ceny ofertowe były o 12% wyższe r/r (REAS). Przyspieszenie dynamiki wzrostu cen mieszkań powinno w znacznym stopniu kompensować wzrost kosztów budowlanych po stronie dewelopera i utrzymać relatywnie stabilne marże w 2019-20. Choć należy oczekiwać, że rosnące ceny (i zakończenie programu MdM) „odcięły" część popytu osób o najniższych dochodach, to jednak stabilnie rosnące od kilku lat wynagrodzenia, których dynamika do tej pory przewyższała dynamikę wzrostu cen mieszkań (średnio 3,8% vs. 2% w latach 2014-17), przełożyły się na znaczący wzrost siły nabywczej i powinny sprzyjać utrzymaniu stabilnego popytu konsumpcyjnego. W zależności od rynku, obecny poziom przeciętnego wynagrodzenia brutto pozwala na zakup o 40-70% większej powierzchni mkw. mieszkania niż w szczycie poprzedniej hossy na przełomie 2007-08.
- Mediana wycen spółek z sektora nieruchomościowego (DOM, 1AT, LCC, ARH, LKD), zanotowała dołek z początkiem roku (P/E=4,8x) względem swojej historycznej mediany (7,2x). Od tego czasu, wyceny spółek wzrosły, a największym beneficjentem niskich wycen okazali się liderzy rynku: 1AT (+28% YTD), dla którego dyskonto względem 3-letniej mediany zostało domknięte i DOM (+18% YTD), ze spadkiem dyskonta z 30% do 20%. Obecne wyceny spółek na naszych prognozach wciąż wskazują na potencjał odpowiednio 18% i 12% wzrostu, przy DY'18-19 ok. 11%.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania**: Dom Development (akumuluj), Atal (kupuj), GTC (trzymaj).

## Handel

- W 2019 roku ograniczenie handlu w niedzielę będzie obejmowało trzy niedziele w miesiącu. Istotny negatywny wpływ na wyniki spółek handlowych widoczny będzie w 1Q'19, w którym sklepy będą zamknięte przez 10 dni vs. 4 dni w 1Q'18. 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.
- Wyniki spółek z sektora handlu spożywczego będą dodatkowo obciążone w 1Q'19 przez efekt bazy związany ze Świętami Wielkanocnymi.
- Kurs USDPLN jest na poziomie wyższym o około 11% r/r, co może negatywnie wpływać na koszty zakupu kolekcji wiosna-lato'19 (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).
- AmRest w 4Q'18 powinien powrócić do dwucyfrowej dynamiki poprawy EBITDA r/r (oczekujemy 22% r/r wzrostu EBITDA). W 2019 roku spółka będzie kontynuowała 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'18, uważamy obecnie AmRest jako jedną z ciekawszych opcji inwestycyjnych na 2019 rok.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania**: AmRest (kupuj), CCC (kupuj), Eurocash (redukuj), Dino (trzymaj), Jeronimo Martins (kupuj), LPP (akumuluj), VRG (przeważaj)

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

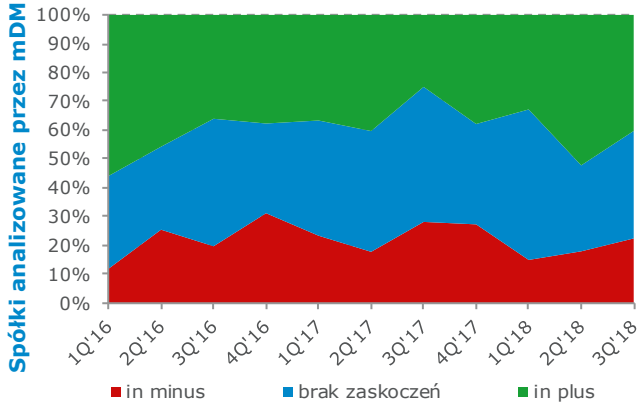
| vs. konsensus | 2016 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 2017 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 2018 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | +/= |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Finanse** | | | | | | | | | | | | | |
| Alior Bank | + | + | + | + | - | + | + | + | = | + | = | | 91% |
| Handlowy | = | + | - | = | - | + | + | = | + | + | - | | 73% |
| ING BSK | + | + | + | - | + | = | = | = | = | - | = | | 82% |
| Millennium | + | + | = | + | + | = | + | = | + | + | = | | 100% |
| Pekao | + | + | + | + | + | = | = | + | = | = | + | | 100% |
| PKO BP | + | + | + | - | + | + | + | = | + | = | = | | 91% |
| Santander BP | + | + | = | + | = | + | = | = | = | + | = | - | 100% |
| Komercni | + | + | + | = | + | + | + | + | + | + | + | | 100% |
| Erste Bank | + | = | = | - | = | + | = | + | + | + | + | + | 91% |
| OTP Bank | = | + | + | - | + | + | + | + | + | + | + | | 91% |
| PZU | - | - | = | + | + | = | = | + | + | = | + | | 82% |
| Kruk | = | - | + | - | + | + | = | - | + | + | + | | 73% |
| Skarbiec | = | + | = | - | = | + | + | + | + | = | + | | 91% |
| **Chemia** | | | | | | | | | | | | | |
| Ciech | = | + | = | + | = | = | = | + | = | + | = | | 100% |
| Grupa Azoty | - | - | = | - | + | - | = | - | = | - | - | | 36% |
| **Paliwa** | | | | | | | | | | | | | |
| Lotos | + | = | + | = | + | + | + | = | - | + | = | | 91% |
| MOL | = | = | = | - | + | + | - | = | = | = | + | | 82% |
| PGNiG | + | - | - | + | + | - | - | = | - | + | - | | 45% |
| PKN Orlen | = | - | = | + | = | = | - | = | = | - | = | + | 73% |
| **Energetyka** | | | | | | | | | | | | | |
| CEZ | + | - | = | + | = | = | = | + | = | - | + | | 82% |
| Enea | + | + | + | + | = | + | = | = | = | - | = | | 91% |
| Energa | + | - | = | = | = | = | = | - | = | = | - | | 73% |
| PGE | = | = | + | - | = | = | = | = | = | = | - | | 82% |
| Tauron | = | + | = | + | + | + | = | = | = | + | + | | 100% |
| **TMT** | | | | | | | | | | | | | |
| Netia | = | + | = | + | = | = | + | + | = | = | = | | 100% |
| Orange PL | = | = | = | = | = | + | = | = | = | + | + | | 100% |
| Play | bd | bd | bd | bd | bd | bd | = | = | = | + | = | | 100% |
| Agora | + | = | = | + | = | + | = | + | = | + | + | | 100% |
| Cyfrowy | = | = | + | = | + | = | = | = | + | = | = | | 100% |
| Wirtualna | + | = | - | - | + | = | = | = | = | = | = | | 82% |
| Ailleron | bd | bd | bd | bd | bd | bd | - | + | = | = | - | | 60% |
| Asseco BS | + | + | = | = | = | = | = | + | = | = | + | | 100% |
| Asseco PL | = | + | + | - | = | = | - | - | + | + | + | | 73% |
| Asseco SEE | = | = | = | + | = | + | - | = | = | = | + | | 91% |
| Atende | bd | bd | bd | bd | bd | bd | bd | + | = | - | + | | 75% |
| Comarch | = | + | = | + | - | + | - | - | + | + | + | | 73% |
| CD Projekt | + | + | + | + | + | + | - | + | = | = | - | | 82% |
| **Przemysł** | | | | | | | | | | | | | |
| Alumetal | + | + | - | = | - | = | + | = | = | + | = | | 82% |
| Amica | + | = | = | - | = | = | - | + | - | + | + | | 73% |
| Apator | - | + | - | = | = | - | = | - | = | + | = | | 64% |
| Boryszew | + | + | + | - | + | - | + | - | = | = | - | | 55% |
| Cognor | bd | bd | bd | bd | bd | bd | bd | bd | + | + | = | | 100% |
| Ergis | - | - | + | = | + | = | - | - | - | - | - | | 36% |
| Famur | + | + | = | + | bd | - | = | + | + | + | + | | 90% |
| Forte | + | + | = | = | = | = | - | - | = | + | - | | 73% |
| Grupa Kęty | + | + | = | = | = | = | = | - | = | + | = | | 91% |
| Impexmetal | + | + | + | - | - | - | + | - | + | + | + | | 64% |
| JSW | + | = | - | - | + | + | - | - | = | + | = | | 64% |
| Kernel | + | - | + | - | - | - | - | + | = | - | + | | 45% |
| KGHM | + | - | + | + | + | = | = | + | = | + | - | | 82% |
| Kruszwica | - | - | + | + | - | - | = | - | + | + | + | | 55% |
| Mangata | + | + | - | + | = | - | - | - | + | + | + | | 64% |
| Pfleiderer | = | = | + | - | - | - | = | - | + | - | + | | 55% |
| Pozbud | bd | bd | bd | bd | bd | bd | bd | + | = | + | - | | 75% |
| Stelmet | bd | bd | - | = | - | = | - | + | - | + | + | | 56% |
| Tarczyński | + | - | - | + | = | = | + | + | + | + | = | | 82% |
| **Deweloperzy** | | | | | | | | | | | | | |
| Atal | bd | bd | + | = | + | + | - | - | = | + | = | | 78% |
| Dom Dev. | + | = | = | = | = | + | + | = | + | = | + | | 100% |
| GTC | = | = | = | + | + | = | = | + | + | = | = | | 100% |
| **Handel** | | | | | | | | | | | | | |
| AmRest | = | = | = | + | - | + | + | + | - | - | = | | 73% |
| CCC | + | + | + | = | - | + | - | - | - | - | - | | 45% |
| Dino | bd | bd | bd | bd | bd | + | = | + | + | = | = | | 100% |
| Eurocash | - | - | - | - | - | = | - | - | = | = | - | | 27% |
| Jeronimo | = | = | = | = | = | = | = | = | = | = | = | | 100% |
| LPP | - | = | = | = | = | = | + | = | - | + | + | = | 82% |
| Monnari | + | - | - | - | - | + | = | = | = | + | - | | 55% |
| VRG | + | - | - | = | - | - | = | = | - | - | = | | 45% |

| vs. r/r | 2016 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 2017 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 2018 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | ** 4Q | +/= |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Finanse** | | | | | | | | | | | | | | |
| Alior Bank | - | - | = | + | - | + | + | - | + | + | - | | = | 55% |
| Handlowy | - | + | + | + | - | - | + | + | + | + | - | | + | 64% |
| ING BSK | = | + | + | + | + | - | + | + | + | = | = | | + | 91% |
| Millennium | = | + | + | + | + | - | + | + | + | + | + | | = | 91% |
| Pekao | - | + | - | + | - | - | = | + | + | = | + | | - | 64% |
| PKO BP | = | + | - | + | - | = | + | + | + | + | + | | + | 82% |
| Santander BP | - | + | + | + | - | - | + | + | = | = | - | + | + | 64% |
| Komercni | - | + | + | + | + | - | - | + | - | + | + | | + | 64% |
| Erste Bank | + | + | + | - | - | - | + | + | + | + | + | + | + | 73% |
| OTP Bank | + | + | + | = | + | + | + | + | + | + | + | | - | 100% |
| PZU | - | - | + | + | + | + | + | + | - | + | + | | = | 73% |
| Kruk | + | - | + | + | + | + | = | - | - | = | + | | + | 73% |
| Skarbiec | - | - | + | = | + | + | - | + | - | - | - | | | 45% |
| **Chemia** | | | | | | | | | | | | | | |
| Ciech | + | + | + | + | + | - | - | + | - | = | - | | - | 64% |
| Grupa Azoty | + | - | - | - | - | + | + | + | - | - | - | | - | 36% |
| **Paliwa** | | | | | | | | | | | | | | |
| Lotos | + | - | + | + | + | + | + | - | - | + | = | | + | 73% |
| MOL | - | - | - | - | + | + | - | + | - | - | + | | + | 36% |
| PGNiG | - | - | - | + | + | = | = | = | - | + | + | | + | 64% |
| PKN Orlen | = | - | - | + | + | + | + | - | - | - | - | + | + | 45% |
| **Energetyka** | | | | | | | | | | | | | | |
| CEZ | = | - | - | - | - | - | - | - | - | - | + | | + | 18% |
| Enea | + | + | + | + | + | + | = | - | = | - | = | | - | 82% |
| Energa | = | = | = | = | - | + | + | - | + | + | - | | = | 73% |
| PGE | - | - | - | - | + | + | = | - | + | + | = | | = | 55% |
| Tauron | - | - | - | + | + | + | = | - | = | - | - | | - | 45% |
| **TMT** | | | | | | | | | | | | | | |
| Netia | - | = | - | = | - | - | - | - | = | - | - | | - | 27% |
| Orange PL | - | - | - | - | - | = | - | + | = | - | + | | + | 36% |
| Play | bd | bd | bd | bd | + | + | + | = | - | - | - | | - | 57% |
| Agora | = | - | - | - | + | + | = | + | - | - | + | | + | 55% |
| Cyfrowy | - | - | + | + | + | + | - | - | = | - | = | | - | 55% |
| Wirtualna | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | | + | 100% |
| Ailleron | + | - | + | + | + | + | - | + | = | + | - | | - | 73% |
| Asseco BS | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | | + | 100% |
| Asseco PL | - | + | - | - | - | - | - | - | + | + | + | | + | 36% |
| Asseco SEE | + | + | = | + | + | + | + | + | + | + | + | | + | 100% |
| Atende | - | + | - | - | + | - | - | + | - | - | + | | - | 36% |
| Comarch | - | + | + | + | - | - | - | - | = | + | + | | - | 55% |
| CD Projekt | + | - | + | + | + | + | - | - | - | - | - | | - | 45% |
| **Przemysł** | | | | | | | | | | | | | | |
| Alumetal | + | + | - | - | - | - | - | + | + | + | + | | = | 55% |
| Amica | + | + | + | = | - | = | - | - | - | + | + | | + | 64% |
| Apator | - | + | - | + | + | - | + | - | - | + | = | | + | 55% |
| Boryszew | + | + | + | - | + | + | + | + | - | - | - | | + | 64% |
| Cognor | - | + | + | + | + | = | + | + | + | + | + | | = | 91% |
| Ergis | - | - | + | + | + | = | = | - | - | = | - | | + | 55% |
| Famur | = | + | + | + | + | = | + | + | + | + | + | | + | 100% |
| Forte | + | + | + | + | - | - | - | - | - | + | - | | + | 45% |
| Grupa Kęty | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | | + | 100% |
| Impexmetal | + | + | + | - | + | + | = | + | + | + | = | | + | 91% |
| JSW | - | - | - | + | + | + | + | + | - | = | = | | - | 64% |
| Kernel | - | - | + | - | - | - | - | - | - | + | + | | + | 27% |
| KGHM | - | - | + | + | + | - | + | - | - | + | - | | - | 55% |
| Kruszwica | - | = | - | + | = | = | = | + | + | + | + | | = | 82% |
| Mangata | + | + | + | - | = | - | = | + | + | + | + | | + | 82% |
| Pfleiderer | + | = | + | = | + | - | + | + | + | - | + | | + | 82% |
| Pozbud | = | - | - | - | - | - | = | + | - | + | + | | + | 45% |
| Stelmet | bd | bd | - | - | - | + | + | = | + | + | = | | = | 56% |
| Tarczyński | - | - | - | - | = | + | + | + | + | + | + | | - | 64% |
| **Deweloperzy** | | | | | | | | | | | | | | |
| Atal | + | + | + | - | + | + | = | + | + | + | = | | - | 91% |
| Dom Dev. | + | + | + | + | - | + | + | + | + | + | - | | + | 82% |
| GTC | + | + | + | + | + | + | - | - | - | - | - | | - | 55% |
| **Handel** | | | | | | | | | | | | | | |
| AmRest | + | + | + | + | = | + | + | - | + | = | + | | + | 91% |
| CCC | - | + | = | + | + | + | + | - | - | - | - | | - | 55% |
| Dino | bd | bd | bd | bd | bd | + | + | + | + | + | + | | + | 100% |
| Eurocash | + | = | - | - | - | = | - | - | + | = | = | | = | 55% |
| Jeronimo | + | = | + | + | = | + | + | + | = | = | = | | = | 100% |
| LPP | - | - | - | - | + | + | + | + | - | + | + | | = | 55% |
| Monnari | + | - | - | - | - | - | - | + | - | + | - | | + | 27% |
| VRG | + | = | = | + | - | + | + | + | + | = | = | | + | 91% |

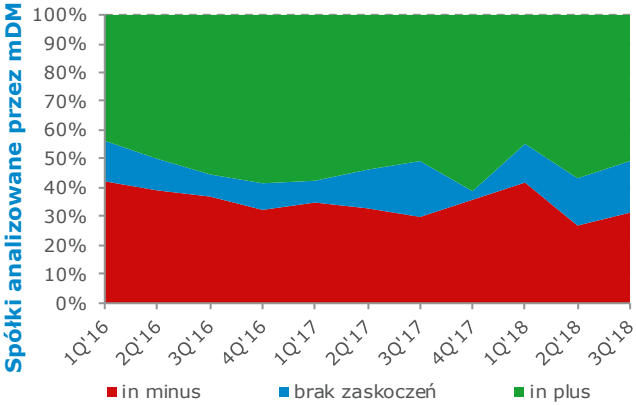
* [+/=] – udział kwartałów w ostatnich 3 latach, w których spółka zaraportowała wyniki zgodne lub powyżej oczekiwań rynkowych oraz w porównaniu r/r
** – kolumna ta pokazuje porównanie naszych oczekiwań wyników kwartału w porównaniu do wyników osiągniętych przez poszczególne spółki rok wcześniej
Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, Dom Maklerski mBanku

## Zaskoczenia na wynikach wszystkich spółek analizowanych przez mDM oraz wybranych sektorów

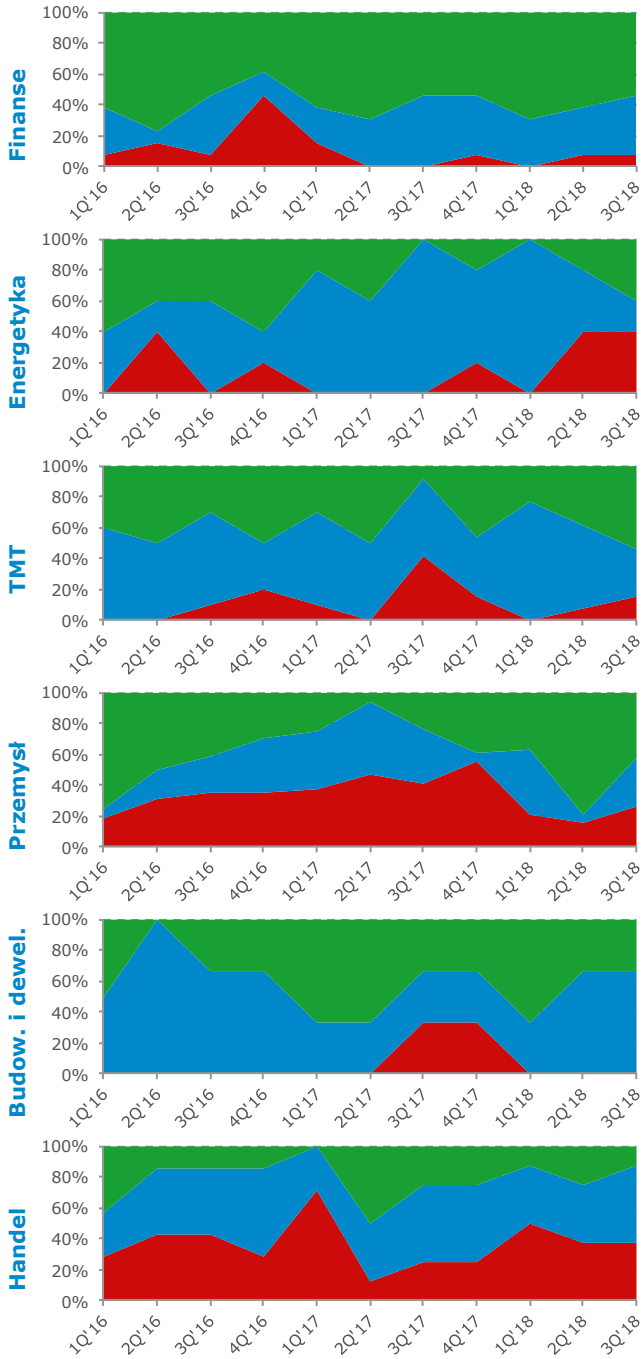
### vs. konsensus



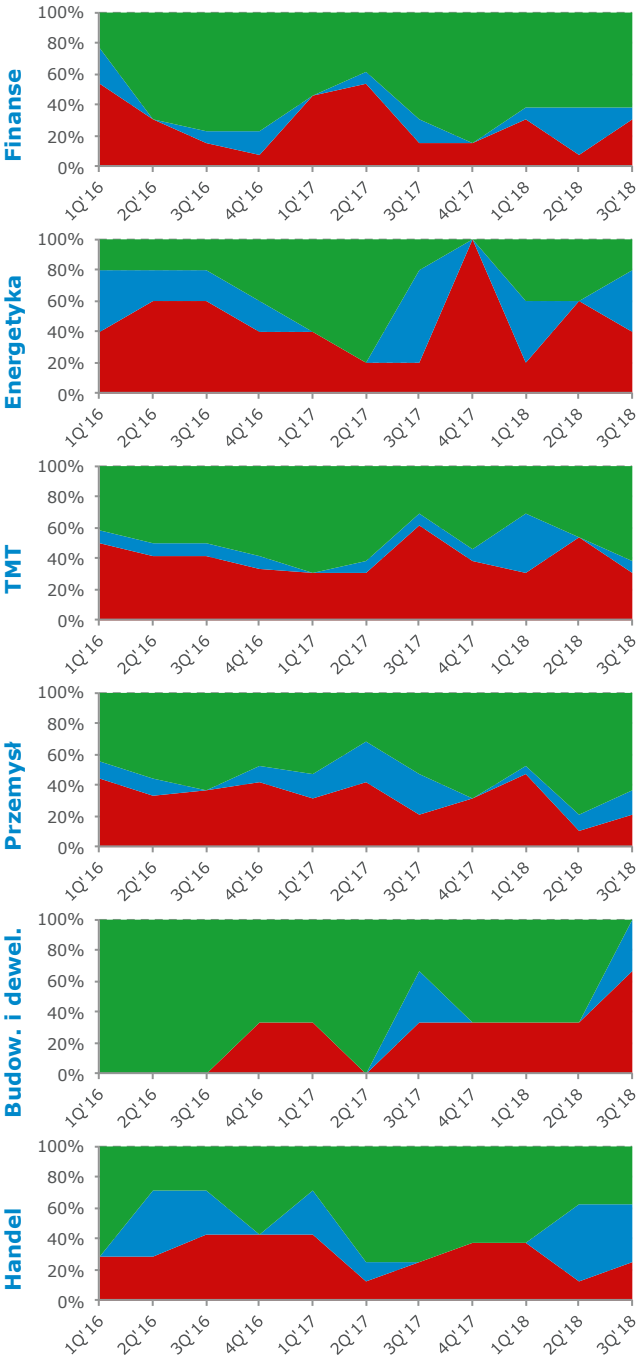

### vs. r/r




### Wyniki sektorów vs. konsensus




### Wyniki sektorów vs. r/r



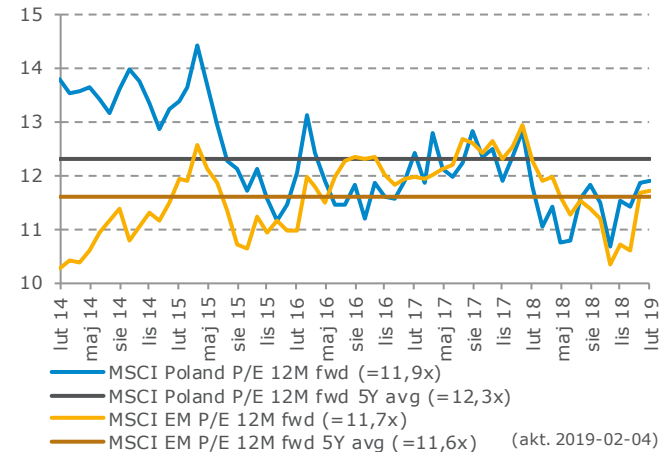

Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, Dom Maklerski mBanku

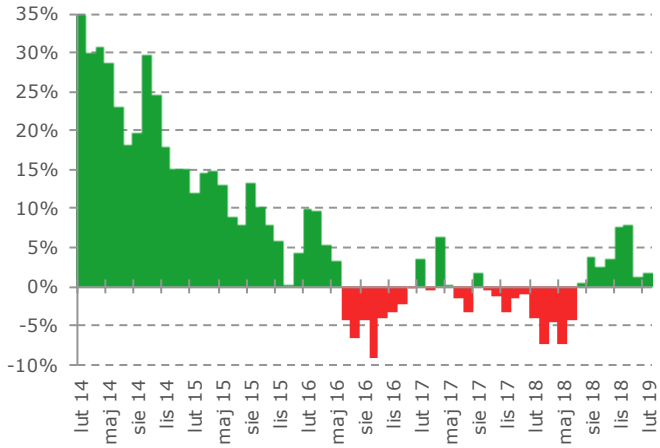
## Zmiana prognozowanego zysku netto na 2018 rok dla spółek wchodzących w skład indeksu WIG30

| sty 18=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 |
| lut 18 | +1% | -2% | -1% | +0% | +1% | +2% | +2% | -5% | -2% | -5% | +1% | +0% | -6% | +0% | +13% | +0% |
| mar 18 | +1% | -5% | -1% | +0% | +3% | +1% | -0% | -1% | -3% | -15% | +0% | +2% | -6% | +0% | +11% | -20% |
| kwi 18 | +1% | -4% | -1% | +0% | +0% | +1% | -0% | -1% | -3% | -15% | -0% | +2% | -7% | +0% | +14% | -19% |
| maj 18 | +1% | -4% | -1% | +0% | +1% | +1% | -1% | +2% | -5% | -15% | -3% | +2% | -16% | -29% | +7% | -18% |
| cze 18 | +0% | -3% | -2% | +0% | +2% | +10% | -2% | +2% | -9% | -14% | -2% | -8% | -16% | -29% | +6% | -19% |
| lip 18 | -1% | -4% | -2% | -2% | +1% | +10% | +1% | +2% | -11% | -14% | -7% | -8% | -36% | -27% | +2% | -23% |
| sie 18 | -2% | -2% | -2% | -2% | +1% | +32% | -0% | -4% | -11% | -14% | -10% | -8% | -28% | -47% | -5% | -25% |
| wrz 18 | -1% | -2% | -2% | -2% | +8% | +32% | -1% | -4% | -12% | -16% | -13% | -6% | -32% | -47% | -7% | -25% |
| paź 18 | -3% | -9% | -4% | -3% | +7% | +27% | -2% | -4% | -15% | -27% | -13% | -7% | -52% | -88% | -11% | -62% |
| lis 18 | -4% | -6% | -4% | -2% | +9% | +46% | -9% | -23% | -20% | -33% | -15% | -26% | -73% | -92% | -13% | -41% |
| gru 18 | -5% | -6% | -4% | -2% | +8% | +46% | -8% | -23% | -21% | -33% | -18% | -26% | -78% | -92% | -17% | -41% |
| sty 19 | -5% | -7% | -4% | -2% | +11% | +43% | -8% | -25% | -26% | -44% | -17% | -24% | -78% | -92% | -19% | -34% |

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

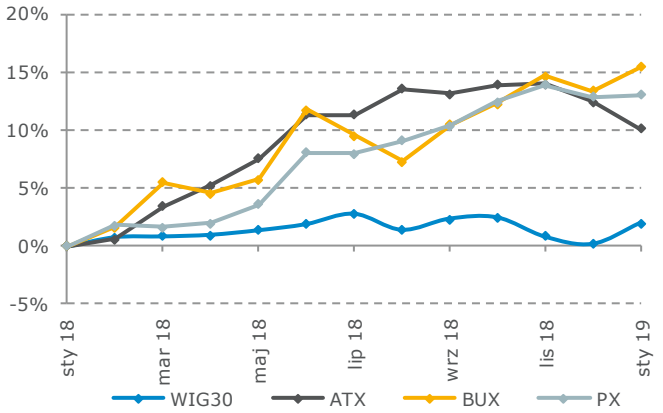
## P/E 12M fwd dla MSCI Polska i Emerging Markets oraz premia/dyskonto wskaźnika dla Polski wobec krajów EM



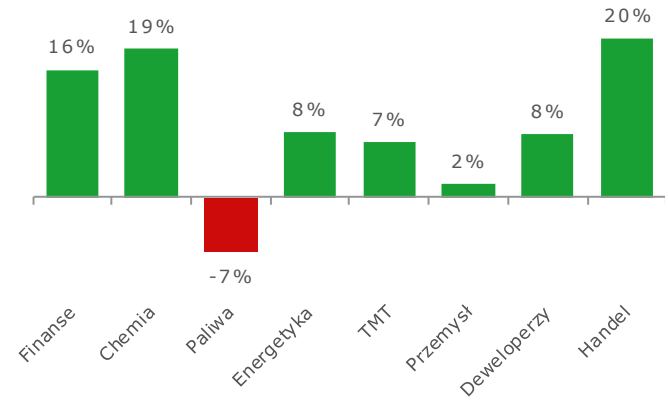

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Zmiana prognozowanego EPS 12M fwd



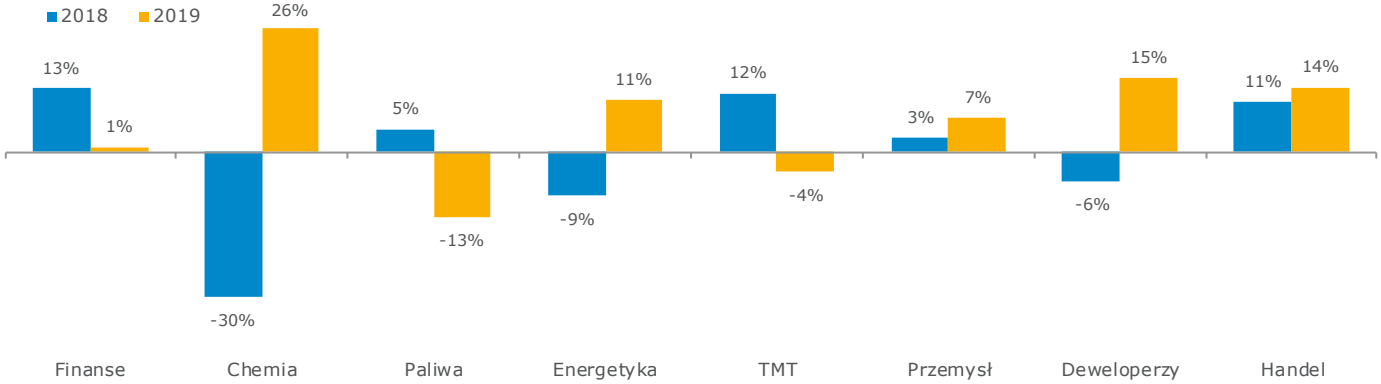

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Potencjał zmiany cen dla sektorów




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

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




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

## Odchylenie prognoz Domu Maklerskiego mBanku od konsensusu

| Spółka | Rekomendacja mDM | TP mDM[1] | Rekomendacje[2] ▲ | ► | ▼ | TP kons.[3] | Różnica TP mDM/kons. | Zysk netto mDM/kons. 2018 | 2019 | 2020 | EBITDA mDM/kons. 2018 | 2019 | 2020 | Liczba prognoz[4] |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Finanse** | | | | | | | | | | | | | | |
| Alior Bank | kupuj | 87,00 | 14 | 2 | 0 | 75,82 | +14,7% | -2% | +12% | +9% | | | | 14/- |
| Handlowy | redukuj | 65,50 | 2 | 7 | 3 | 71,86 | -8,8% | +2% | +7% | +1% | | | | 8/- |
| ING BSK | trzymaj | 191,80 | 4 | 5 | 4 | 193,80 | -1,0% | -1% | -4% | +2% | | | | 8/- |
| Millennium | akumuluj | 10,00 | 4 | 7 | 3 | 9,60 | +4,2% | -2% | -7% | +1% | | | | 8/- |
| Pekao | kupuj | 131,80 | 15 | 4 | 0 | 134,64 | -2,1% | +0% | +6% | +5% | | | | 14/- |
| PKO BP | trzymaj | 40,92 | 6 | 9 | 3 | 42,28 | -3,2% | +1% | +3% | -2% | | | | 14/- |
| Santander Bank Polska | akumuluj | 388,00 | 8 | 8 | 0 | 398,27 | -2,6% | +9% | +0% | +5% | | | | 12/- |
| Komercni Banka | akumuluj | 1 000,0 | 10 | 6 | 0 | 1 018,8 | -1,8% | +2% | +7% | +9% | | | | 10/- |
| Erste Bank | kupuj | 43,72 | 18 | 6 | 0 | 39,75 | +10,0% | +10% | +2% | +6% | | | | 15/- |
| OTP Bank | akumuluj | 13 046 | 10 | 2 | 3 | 12 231 | +6,7% | +0% | +3% | - | | | | 8/- |
| PZU | trzymaj | 46,50 | 9 | 2 | 1 | 46,43 | +0,1% | +2% | +0% | -1% | | | | 7/- |
| Kruk | kupuj | 279,32 | 6 | 2 | 0 | 237,60 | +17,6% | +1% | +4% | +6% | | | | 7/- |
| **Chemia** | | | | | | | | | | | | | | |
| Ciech | kupuj | 75,82 | 10 | 1 | 0 | 62,25 | +21,8% | -25% | +15% | +27% | -2% | +9% | +14% | 8/7 |
| Grupa Azoty | trzymaj | 33,00 | 1 | 5 | 2 | 31,88 | +3,5% | -65% | -54% | -50% | -10% | -11% | -11% | 4/4 |
| **Paliwa** | | | | | | | | | | | | | | |
| Lotos | sprzedaj | 65,36 | 8 | 4 | 3 | 89,39 | -26,9% | +9% | -32% | -40% | +8% | -15% | -18% | 10/13 |
| MOL | trzymaj | 3 433,0 | 10 | 3 | 0 | 3 552,1 | -3,4% | -2% | -27% | -28% | +3% | -8% | -10% | 9/10 |
| PGNiG | trzymaj | 7,72 | 7 | 2 | 3 | 7,13 | +8,3% | -1% | +13% | +19% | +2% | +10% | +11% | 8/7 |
| PKN Orlen | sprzedaj | 83,43 | 3 | 8 | 7 | 107,13 | -22,1% | -2% | -36% | -37% | +15% | -25% | -22% | 18/18 |
| **Energetyka** | | | | | | | | | | | | | | |
| CEZ | trzymaj | 537,80 | 5 | 8 | 4 | 558,62 | -3,7% | -6% | -5% | -12% | -0% | -5% | -5% | 8/9 |
| Enea | kupuj | 13,12 | 8 | 2 | 1 | 11,66 | +12,6% | -25% | +6% | +8% | -6% | +5% | +6% | 10/9 |
| Energa | kupuj | 13,26 | 4 | 5 | 2 | 10,65 | +24,5% | +18% | -1% | -6% | -2% | -1% | -2% | 10/9 |
| PGE | kupuj | 14,47 | 8 | 5 | 1 | 12,13 | +19,3% | -21% | +1% | +8% | -8% | +1% | +3% | 8/7 |
| Tauron | kupuj | 3,12 | 3 | 9 | 1 | 2,35 | +32,8% | -10% | +24% | +32% | +0% | +9% | +11% | 8/7 |
| **TMT** | | | | | | | | | | | | | | |
| Netia | trzymaj | 4,70 | 3 | 3 | 2 | 4,94 | -4,8% | +6% | -3% | +1% | +17% | -4% | -2% | 7/8 |
| Orange Polska | kupuj | 6,40 | 8 | 5 | 3 | 5,53 | +15,7% | - | +54% | +37% | -0% | -2% | +0% | 5/13 |
| Play | trzymaj | 21,30 | 9 | 4 | 1 | 22,74 | -6,3% | +6% | -10% | -14% | +27% | -3% | -3% | 12/14 |
| Agora | kupuj | 16,00 | 2 | 3 | 0 | 13,23 | +21,0% | +75% | - | +780% | +22% | -5% | +1% | 2/3 |
| Cyfrowy Polsat | trzymaj | 23,20 | 5 | 8 | 0 | 25,83 | -10,2% | -3% | -5% | +2% | -1% | -3% | -3% | 11/11 |
| Wirtualna Polska | akumuluj | 61,50 | 6 | 0 | 0 | 62,63 | -1,8% | -4% | +3% | +4% | -1% | +1% | +0% | 5/5 |
| Asseco Poland | akumuluj | 51,20 | 3 | 6 | 0 | 51,95 | -1,4% | +2% | +2% | -4% | -0% | +1% | +0% | 5/5 |
| Asseco BS | równoważ | - | 1 | 2 | 0 | 29,90 | - | +1% | +1% | +3% | +0% | +2% | +3% | 2/2 |
| Asseco SEE | przeważaj | - | 3 | 0 | 0 | 16,95 | - | +2% | +1% | +1% | +1% | +0% | +2% | 2/2 |
| CD Projekt | akumuluj | 217,70 | 11 | 2 | 1 | 186,52 | +16,7% | -26% | -94% | +75% | -26% | -94% | +40% | 9/8 |
| Comarch | trzymaj | 160,80 | 2 | 3 | 1 | 177,73 | -9,5% | -8% | -7% | -7% | -6% | -2% | -2% | 4/4 |
| **Przemysł** | | | | | | | | | | | | | | |
| AC | przeważaj | - | 2 | 0 | 0 | 49,05 | - | -1% | +2% | +2% | -1% | +1% | +1% | 3/3 |
| Alumetal | równoważ | - | 4 | 2 | 0 | 52,45 | - | -6% | +8% | -1% | +1% | +6% | -3% | 5/5 |
| Amica | przeważaj | - | 3 | 2 | 0 | 129,70 | - | +2% | +14% | +11% | +3% | +4% | +2% | 4/5 |
| Apator | równoważ | - | 1 | 3 | 0 | 26,00 | - | +9% | +4% | +0% | +5% | +2% | +0% | 2/2 |
| Famur | kupuj | 6,61 | 4 | 1 | 0 | 6,48 | +2,0% | +2% | +1% | +9% | +0% | -4% | +0% | 6/5 |
| Forte | równoważ | - | 2 | 3 | 2 | 33,50 | - | -29% | -44% | -45% | +0% | -12% | -9% | 5/5 |
| Grupa Kęty | trzymaj | 324,30 | 4 | 7 | 0 | 366,61 | -11,5% | +2% | -13% | -7% | -2% | -8% | -7% | 6/6 |
| JSW | redukuj | 60,68 | 7 | 3 | 4 | 82,09 | -26,1% | +26% | -40% | -64% | +16% | -26% | -28% | 10/9 |
| Kernel | kupuj | 60,85 | 5 | 2 | 0 | 63,46 | -4,1% | -18% | -0% | +15% | -10% | +8% | +15% | 5/4 |
| KGHM | trzymaj | 92,41 | 3 | 6 | 9 | 88,65 | +4,2% | -18% | -3% | -10% | +1% | -4% | -5% | 13/13 |
| Pfleiderer Group | niedoważaj | - | 6 | 0 | 2 | 46,00 | - | -11% | -9% | -12% | +1% | -5% | -6% | 5/4 |
| **Deweloperzy** | | | | | | | | | | | | | | |
| Atal | kupuj | 42,86 | 5 | 0 | 0 | 41,18 | +4,1% | -2% | +4% | +2% | -0% | +5% | +3% | 5/5 |
| Dom Development | akumuluj | 84,10 | 5 | 2 | 0 | 84,14 | -0,1% | +1% | -1% | +10% | +1% | -1% | +14% | 7/6 |
| GTC | trzymaj | 9,60 | 7 | 1 | 1 | 10,03 | -4,3% | +19% | +32% | +121% | +0% | +7% | +10% | 7/7 |
| **Handel** | | | | | | | | | | | | | | |
| AmRest | kupuj | 46,00 | 7 | 2 | 0 | 48,57 | -5,3% | -4% | -5% | -6% | -4% | -6% | -4% | 9/8 |
| CCC | kupuj | 291,00 | 9 | 3 | 1 | 264,31 | +10,1% | -84% | +17% | +17% | -35% | +10% | +10% | 9/9 |
| Dino | trzymaj | 105,90 | 9 | 7 | 2 | 108,18 | -2,1% | +1% | +3% | +1% | -0% | -0% | -3% | 12/13 |
| Eurocash | redukuj | 17,90 | 6 | 6 | 4 | 22,05 | -18,8% | +61% | -18% | -5% | +17% | -6% | -4% | 8/14 |
| Jeronimo Martins | kupuj | 14,60 | 13 | 8 | 3 | 14,37 | +1,6% | -3% | +0% | -1% | -1% | +1% | +0% | 17/18 |
| LPP | akumuluj | 9 300,0 | 5 | 2 | 9 | 8 238,9 | +12,9% | -6% | +21% | +22% | -2% | +8% | +8% | 13/12 |
| Monnari | niedoważaj | - | 2 | 1 | 1 | 8,00 | - | +88% | +14% | +23% | +0% | +9% | +16% | 3/3 |
| VRG | przeważaj | - | 5 | 0 | 1 | 5,12 | - | -4% | +28% | +27% | -5% | +24% | +24% | 4/4 |

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

## Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku

| Spółka | Rekomendacja | Data wydania | Cena w dniu wydania | Cena docelowa | Cena bieżąca | Potencjał zmiany | P/E | | EV/EBITDA | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | | 2018 | 2019 | 2018 | 2019 |
| **Finanse** | | | | | | **+16,3%** | **12,1** | **11,4** | | |
| Alior Bank | kupuj | 2019-02-01 | 57,50 | 87,00 | 58,55 | +48,6% | 10,7 | 7,7 | | |
| Handlowy | redukuj | 2019-02-01 | 69,10 | 65,50 | 70,30 | -6,8% | 13,9 | 13,0 | | |
| ING BSK | trzymaj | 2019-02-01 | 191,40 | 191,80 | 191,00 | +0,4% | 16,8 | 15,0 | | |
| Millennium | akumuluj | 2019-02-01 | 8,82 | 10,00 | 8,92 | +12,1% | 14,8 | 14,7 | | |
| Pekao | kupuj | 2019-02-01 | 110,60 | 131,80 | 111,80 | +17,9% | 13,3 | 11,4 | | |
| PKO BP | trzymaj | 2019-02-01 | 39,51 | 40,92 | 39,78 | +2,9% | 13,3 | 12,0 | | |
| Santander Bank Polska | trzymaj | 2019-02-01 | 373,80 | 388,00 | 378,20 | +2,6% | 16,1 | 14,6 | | |
| Komercni Banka | akumuluj | 2018-12-05 | 906,50 | 1 000 CZK | 915,00 | +9,3% | 11,6 | 11,4 | | |
| Erste Bank | kupuj | 2019-02-04 | 31,00 | 43,72 EUR | 31,00 | +41,0% | 7,6 | 8,9 | | |
| OTP Bank | akumuluj | 2018-12-05 | 11 810 | 13 046 HUF | 11 500 | +13,4% | 9,5 | 9,5 | | |
| PZU | trzymaj | 2019-02-04 | 44,66 | 46,50 | 44,77 | +3,9% | 12,1 | 11,8 | | |
| Kruk | kupuj | 2019-02-04 | 167,60 | 279,32 | 166,30 | +68,0% | 9,1 | 7,8 | | |
| Skarbiec Holding | kupuj | 2018-12-05 | 23,50 | 31,36 | 16,70 | +87,8% | 5,2 | 4,9 | | |
| **Chemia** | | | | | | **+18,9%** | **12,7** | **17,5** | **6,5** | **6,2** |
| Ciech | kupuj | 2019-02-04 | 52,40 | 75,82 | 52,85 | +43,5% | 12,7 | 8,0 | 6,2 | 5,2 |
| Grupa Azoty | trzymaj | 2018-11-23 | 32,36 | 33,00 | 37,14 | -11,1% | - | 27,0 | 6,9 | 7,2 |
| **Paliwa** | | | | | | **-6,6%** | **8,9** | **13,3** | **5,3** | **6,1** |
| Lotos | sprzedaj | 2019-02-04 | 93,00 | 65,36 | 93,56 | -30,1% | 9,2 | 16,2 | 5,5 | 7,9 |
| MOL | trzymaj | 2019-02-04 | 3 284 | 3 433 HUF | 3 284 | +4,5% | 8,7 | 11,8 | 4,1 | 4,7 |
| PGNiG | trzymaj | 2019-02-04 | 7,63 | 7,72 | 7,55 | +2,3% | 11,6 | 9,5 | 5,5 | 4,5 |
| PKN Orlen | sprzedaj | 2019-02-04 | 104,70 | 83,43 | 105,00 | -20,5% | 8,2 | 14,9 | 5,2 | 7,5 |
| **Energetyka** | | | | | | **+8,1%** | **7,8** | **5,9** | **4,5** | **4,2** |
| CEZ | trzymaj | 2019-02-04 | 568,00 | 537,80 CZK | 568,00 | -5,3% | 24,5 | 20,0 | 8,7 | 8,4 |
| Enea | kupuj | 2019-02-04 | 10,73 | 13,12 | 10,84 | +21,0% | 7,8 | 4,2 | 4,5 | 3,6 |
| Energa | kupuj | 2019-02-04 | 10,14 | 13,26 | 10,15 | +30,6% | 4,4 | 5,9 | 4,1 | 4,2 |
| PGE | kupuj | 2019-02-04 | 11,86 | 14,47 | 12,07 | +19,9% | 11,7 | 8,2 | 5,1 | 4,3 |
| Tauron | kupuj | 2019-02-04 | 2,37 | 3,12 | 2,37 | +31,6% | 4,3 | 3,3 | 3,8 | 3,9 |
| **Telekomunikacja, media, IT** | | | | | | **+7,1%** | **22,4** | **18,2** | **6,1** | **6,2** |
| Netia | trzymaj | 2018-11-26 | 4,66 | 4,70 | 5,20 | -9,6% | 28,1 | 34,9 | 4,6 | 5,9 |
| Orange Polska | kupuj | 2018-11-26 | 4,91 | 6,40 | 5,65 | +13,3% | - | 70,9 | 5,0 | 4,7 |
| Play | trzymaj | 2019-02-04 | 22,80 | 21,30 | 22,46 | -5,2% | 7,3 | 7,9 | 4,5 | 5,6 |
| Agora | kupuj | 2018-11-27 | 9,50 | 16,00 | 10,70 | +49,5% | 22,4 | 35,5 | 4,6 | 4,9 |
| Cyfrowy Polsat | trzymaj | 2018-11-26 | 22,50 | 23,20 | 23,72 | -2,2% | 15,4 | 13,7 | 7,1 | 6,5 |
| Wirtualna Polska | akumuluj | 2019-02-04 | 58,40 | 61,50 | 59,00 | +4,2% | 24,2 | 18,5 | 12,1 | 9,9 |
| Asseco Poland | akumuluj | 2019-02-04 | 48,00 | 51,20 | 48,00 | +6,7% | 12,0 | 13,5 | 8,2 | 8,2 |
| CD Projekt | akumuluj | 2019-02-04 | 190,00 | 217,70 | 190,00 | +14,6% | - | - | - | - |
| Comarch | trzymaj | 2019-02-04 | 155,00 | 160,80 | 155,50 | +3,4% | 25,2 | 17,9 | 8,6 | 7,6 |
| **Przemysł, surowce** | | | | | | **+1,8%** | **13,8** | **11,3** | **6,4** | **5,6** |
| Famur | kupuj | 2019-02-04 | 4,98 | 6,61 | 4,99 | +32,5% | 14,1 | 11,3 | 6,5 | 5,6 |
| Grupa Kęty | trzymaj | 2019-01-18 | 336,50 | 324,30 | 331,00 | -2,0% | 12,0 | 13,1 | 8,6 | 8,8 |
| JSW | redukuj | 2019-02-04 | 68,30 | 60,68 | 69,60 | -12,8% | 3,5 | 11,4 | 1,5 | 3,5 |
| Kernel | kupuj | 2018-11-05 | 52,10 | 60,85 | 50,00 | +21,7% | 21,2 | 6,8 | 7,8 | 5,6 |
| KGHM | trzymaj | 2019-02-04 | 94,16 | 92,41 | 95,90 | -3,6% | 13,4 | 8,2 | 5,1 | 4,3 |
| Stelmet | trzymaj | 2019-02-04 | 8,88 | 8,39 | 8,82 | -4,9% | 27,0 | 25,4 | 6,3 | 7,4 |
| **Deweloperzy** | | | | | | **+8,1%** | **7,9** | **8,3** | **6,7** | **7,2** |
| Atal | kupuj | 2018-07-04 | 36,40 | 42,86 | 36,70 | +16,8% | 7,5 | 7,9 | 6,7 | 7,2 |
| Dom Development | akumuluj | 2019-02-04 | 75,00 | 84,10 | 75,00 | +12,1% | 8,3 | 8,6 | 6,7 | 7,2 |
| GTC | trzymaj | 2018-04-06 | 9,39 | 9,60 | 9,32 | +3,0% | 11,8 | 9,7 | 15,3 | 14,4 |
| **Handel** | | | | | | **+20,2%** | **28,5** | **21,9** | **15,0** | **10,7** |
| AmRest | kupuj | 2018-12-05 | 39,60 | 46,00 | 39,00 | +17,9% | 47,5 | 34,0 | 16,0 | 12,8 |
| CCC | kupuj | 2019-02-04 | 178,80 | 291,00 | 178,80 | +62,8% | - | 15,6 | 24,9 | 10,1 |
| Dino | trzymaj | 2019-02-04 | 100,30 | 105,90 | 101,90 | +3,9% | 32,6 | 24,3 | 19,8 | 15,2 |
| Eurocash | redukuj | 2019-02-04 | 20,13 | 17,90 | 19,80 | -9,6% | 19,7 | 28,3 | 7,6 | 7,8 |
| Jeronimo Martins | kupuj | 2019-02-04 | 12,38 | 14,60 EUR | 12,38 | +17,9% | 19,6 | 17,7 | 8,5 | 7,8 |
| LPP | akumuluj | 2019-02-04 | 8 370 | 9 300 | 8 350 | +11,4% | 28,5 | 19,5 | 14,0 | 11,2 |
| **Inne** | | | | | | **+14,8%** | **8,6** | **10,8** | **7,2** | **7,2** |
| PBKM | akumuluj | 2018-12-05 | 62,00 | 66,57 | 58,00 | +14,8% | 8,6 | 10,8 | 7,2 | 7,2 |

## Aktualne pozycjonowania Domu Maklerskiego mBanku

| Spółka | Pozycjonowanie | Data wydania | Cena w dniu wydania | Cena bieżąca | Zmiana ceny od wydania | P/E | | EV/EBITDA | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | 2018 | 2019 | 2018 | 2019 |
| **Spółki IT** | | | | | | **14,0** | **12,4** | **6,2** | **5,3** |
| Ailleron | niedoważaj | 2019-01-31 | 11,75 | 11,00 | -6,4% | 16,8 | 14,2 | 6,9 | 5,5 |
| Asseco BS | równoważ | 2018-03-28 | 28,00 | 29,50 | +5,4% | 15,7 | 15,0 | 10,8 | 10,0 |
| Asseco SEE | przeważaj | 2018-04-26 | 11,70 | 13,35 | +14,1% | 10,6 | 10,5 | 5,1 | 4,7 |
| Atende | równoważ | 2019-01-31 | 4,40 | 4,25 | -3,4% | 12,2 | 10,7 | 5,6 | 5,1 |
| **Spółki przemysłowe** | | | | | | **8,5** | **9,0** | **6,0** | **6,2** |
| AC | przeważaj | 2018-11-30 | 41,50 | 45,00 | +8,4% | 11,5 | 11,1 | 7,7 | 7,5 |
| Alumetal | równoważ | 2018-08-23 | 51,00 | 42,20 | -17,3% | 8,5 | 8,2 | 6,0 | 6,4 |
| Amica | przeważaj | 2018-09-13 | 112,80 | 122,40 | +8,5% | 8,0 | 8,2 | 5,7 | 5,4 |
| Apator | równoważ | 2019-01-30 | 25,40 | 25,80 | +1,6% | 13,2 | 14,3 | 7,9 | 8,2 |
| Boryszew | równoważ | 2018-09-05 | 6,25 | 4,68 | -25,1% | 8,5 | 9,0 | 6,9 | 6,7 |
| Cognor | równoważ | 2018-12-05 | 1,80 | 1,79 | -0,6% | 3,2 | 3,2 | 2,9 | 3,1 |
| Ergis | niedoważaj | 2018-12-05 | 2,80 | 2,56 | -8,6% | 6,0 | 9,5 | 5,6 | 6,1 |
| Forte | równoważ | 2018-10-31 | 40,60 | 23,95 | -41,0% | 16,2 | 13,6 | 10,0 | 9,2 |
| Impexmetal | równoważ | 2018-12-05 | 3,40 | 3,41 | +0,3% | 3,3 | 3,8 | 4,8 | 5,3 |
| Kruszwica | równoważ | 2018-10-16 | 43,90 | 38,00 | -13,4% | 10,4 | 14,2 | 6,0 | 7,3 |
| Mangata | równoważ | 2018-10-01 | 65,40 | 57,60 | -11,9% | 7,2 | 9,0 | 5,6 | 6,2 |
| Pfleiderer Group | niedoważaj | 2019-01-30 | 32,60 | 31,80 | -2,5% | 20,8 | 18,6 | 5,9 | 6,2 |
| Pozbud | przeważaj | 2018-09-04 | 3,57 | 2,15 | -39,8% | 8,2 | 2,5 | 6,7 | 2,7 |
| Tarczyński | niedoważaj | 2018-12-05 | 17,50 | 15,60 | -10,9% | 12,1 | 9,8 | 5,5 | 6,1 |
| TIM | przeważaj | 2018-12-05 | 7,48 | 6,28 | -16,0% | 9,7 | 8,9 | 6,2 | 6,1 |
| **Handel** | | | | | | **11,1** | **8,9** | **7,2** | **4,7** |
| Monnari | niedoważaj | 2018-12-05 | 4,75 | 5,36 | +12,8% | 4,9 | 7,6 | 3,2 | 2,6 |
| VRG | przeważaj | 2018-12-05 | 3,83 | 3,93 | +2,6% | 17,3 | 10,1 | 11,3 | 6,8 |

## Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

| Spółka | Rekomendacja | Poprzednia rekomendacja | Cena docelowa | | Data wydania |
|---|---|---|---|---|---|
| Ailleron | niedoważaj | równoważ | - | - | 2019-01-31 |
| Alior Bank | kupuj | kupuj | 87,00 | PLN | 2019-02-01 |
| Apator | równoważ | niedoważaj | - | - | 2019-01-30 |
| Atende | równoważ | przeważaj | - | - | 2019-01-31 |
| Grupa Kęty | trzymaj | redukuj | 324,30 | PLN | 2019-01-18 |
| Handlowy | redukuj | akumuluj | 65,50 | PLN | 2019-02-01 |
| ING BSK | trzymaj | akumuluj | 191,80 | PLN | 2019-02-01 |
| Millennium | akumuluj | akumuluj | 10,00 | PLN | 2019-02-01 |
| Pekao | kupuj | kupuj | 131,80 | PLN | 2019-02-01 |
| Pfleiderer Group | niedoważaj | równoważ | - | - | 2019-01-30 |
| PKO BP | trzymaj | akumuluj | 40,92 | PLN | 2019-02-01 |
| Santander Bank Polska | trzymaj | akumuluj | 388,00 | PLN | 2019-02-01 |

## Zmiany rekomendacji w przeglądzie miesięcznym

| Spółka | Rekomendacja | Poprzednia rekomendacja | Cena docelowa | | Data wydania |
|---|---|---|---|---|---|
| Asseco Poland | akumuluj | trzymaj | 51,20 | PLN | 2019-02-04 |
| CCC | kupuj | kupuj | 291,00 | PLN | 2019-02-04 |
| CD Projekt | akumuluj | kupuj | 217,70 | PLN | 2019-02-04 |
| CEZ | trzymaj | trzymaj | 537,80 | CZK | 2019-02-04 |
| Ciech | kupuj | kupuj | 75,82 | PLN | 2019-02-04 |
| Comarch | trzymaj | akumuluj | 160,80 | PLN | 2019-02-04 |
| Dino | trzymaj | akumuluj | 105,90 | PLN | 2019-02-04 |
| Dom Development | akumuluj | kupuj | 84,10 | PLN | 2019-02-04 |
| Enea | kupuj | kupuj | 13,12 | PLN | 2019-02-04 |
| Energa | kupuj | kupuj | 13,26 | PLN | 2019-02-04 |
| Erste Bank | kupuj | kupuj | 43,72 | EUR | 2019-02-04 |
| Eurocash | redukuj | trzymaj | 17,90 | PLN | 2019-02-04 |
| Famur | kupuj | kupuj | 6,61 | PLN | 2019-02-04 |
| Jeronimo Martins | kupuj | kupuj | 14,60 | EUR | 2019-02-04 |
| JSW | redukuj | redukuj | 60,68 | PLN | 2019-02-04 |
| KGHM | trzymaj | trzymaj | 92,41 | PLN | 2019-02-04 |
| Kruk | kupuj | kupuj | 279,32 | PLN | 2019-02-04 |
| Lotos | sprzedaj | sprzedaj | 65,36 | PLN | 2019-02-04 |
| LPP | akumuluj | kupuj | 9300,00 | PLN | 2019-02-04 |
| MOL | trzymaj | trzymaj | 3433,00 | HUF | 2019-02-04 |
| PGE | kupuj | kupuj | 14,47 | PLN | 2019-02-04 |
| PGNiG | trzymaj | kupuj | 7,72 | PLN | 2019-02-04 |
| PKN Orlen | sprzedaj | sprzedaj | 83,43 | PLN | 2019-02-04 |
| Play | trzymaj | kupuj | 21,30 | PLN | 2019-02-04 |
| PZU | trzymaj | akumuluj | 46,50 | PLN | 2019-02-04 |
| Stelmet | trzymaj | trzymaj | 8,39 | PLN | 2019-02-04 |
| Tauron | kupuj | kupuj | 3,12 | PLN | 2019-02-04 |
| Wirtualna Polska | akumuluj | kupuj | 61,50 | PLN | 2019-02-04 |

## Statystyki rekomendacji

| Rodzaj rekomendacji | Wszystkie | | Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku | |
|---|---|---|---|---|
| | Liczba | Procent | Liczba | Procent |
| sprzedaj | 2 | 2,9% | 1 | 4,2% |
| redukuj | 3 | 4,3% | 1 | 4,2% |
| niedoważaj | 5 | 7,1% | 2 | 8,3% |
| trzymaj | 17 | 24,3% | 7 | 29,2% |
| równoważ | 10 | 14,3% | 2 | 8,3% |
| akumuluj | 8 | 11,4% | 3 | 12,5% |
| kupuj | 19 | 27,1% | 7 | 29,2% |
| przeważaj | 6 | 8,6% | 1 | 4,2% |

## Kalendarium wydarzeń

| Data | | | Wydarzenie |
|---|---|---|---|
| 5 lut | | **Millennium** | **Publikacja wyników wstępnych za 4Q'18** |
| 6 lut | | **Moneta Money** | **Publikacja wyników za 4Q'18** |
| 6 lut | | **RBI** | **Publikacja wyników wstępnych za 4Q'18** |
| 6 lut | | **Libet** | **Spotkania z Zarządem** (Inner Value, ul. Wilcza 46, Warszawa) - wymagana rejestracja |
| 7 lut | 12:00 | **Grupa Kęty** | **Spotkania z Zarządem** (Hotel Regent, Warszawa) |
| 7 lut | | **Komercni Banka** | **Publikacja wyników za 4Q'18** |
| 7 lut | | **mBank** | **Publikacja wyników wstępnych za 4Q'18** |
| 13 lut | | **ING BSK** | **Publikacja wyników wstępnych za 4Q'18** |
| 15 lut | | **Skarbiec** | **Publikacja wyników za 2Q'18/19** |
| 19 lut | | **Orange Polska** | **Publikacja wyników za 4Q'18** |
| 20 lut | | **Asseco SEE** | **Publikacja wyników za 4Q'18** |
| 21 lut | 11:00 | **Orange Polska** | **Konferencja wynikowa 4Q'18** (Jerozolimskie 160, siedziba Orange Polska) |
| 22 lut | | **MOL** | **Publikacja wyników za 4Q'18** |
| 22 lut | | **Santander** | **Publikacja wyników za 4Q'18** |
| 22 lut | | **Millenium** | **Publikacja wyników za 4Q'18** |
| 26 lut | | **Stelmet** | **Publikacja wyników za 1Q'19** |
| 26 lut | | **Pekao** | **Publikacja wyników za 4Q'18** |
| 27 lut | | **Asseco BS** | **Publikacja wyników za 4Q'18** |
| 27 lut | | **Apator** | **Publikacja wyników za 4Q'18** |
| 27 lut | | **Jeronimo Martins** | **Publikacja wyników za 4Q'18 (po sesji)** |
| 27 lut | | **mBank** | **Publikacja wyników za 4Q'18** |
| 28 lut | | **Alior Bank** | **Publikacja wyników za 4Q'18** |
| 28 lut | | **AmRest** | **Publikacja wyników za 4Q'18** |
| 28 lut | | **Cognor** | **Publikacja wyników za 4Q'18** |
| 28 lut | | **Eurocash** | **Publikacja wyników za 4Q'18** |
| 28 lut | | **Kernel** | **Publikacja wyników za 2Q'19** |
| 28 lut | | **Erste Bank** | **Publikacja wyników wstępnych za 4Q'18** |
| 28 lut | | **GPW** | **Publikacja wyników za 4Q'18** |
| 28 lut | | **Netia** | **Publikacja wyników za 4Q'18** |

## Makroekonomia

### Produkcja przemysłowa

Produkcja przemysłowa wzrosła w grudniu o 2,8% r/r, blisko naszej prognozy (2% r/r) i poniżej konsensusu (między 4,5 a 5% r/r). Stało się tak pomimo braku różnic w liczbie dni roboczych w stosunku do poprzedniego roku i miesiąca (0 r/r, tak jak w listopadzie). Spowolnienie wygenerowała bowiem relatywnie słaba dynamika samego grudnia (-0,4% m/m po wyłączeniu czynników sezonowych i kalendarzowych) i przede wszystkim wysoka baza z poprzedniego roku w górnictwie i przetwórstwie przemysłowym, którą szacowaliśmy na ok. 2 pkt. proc. Dość ciepły grudzień nie przeszkodził przyspieszyć produkcji energii (do 13,4% r/r). Trend w przypadku produkcji przemysłowej pozostaje negatywny. O ile słabości produkcji przemysłowej można było się spodziewać na podstawie wyników PMI, o tyle zjazd subindeksu produkcji do poziomów z 2009 r. póki co nie ma odzwierciedlenia w twardych danych. Być może nadejdzie ono w styczniu – koincydencja czasowa nie jest tutaj bynajmniej idealna. Warto też zauważyć, że polski przemysł radzi sobie – chociażby ze względu na inną strukturę – lepiej od niemieckiego. W kolejnych miesiącach dynamika produkcji powinna oscylować w przedziale 2-5% r/r.

Produkcja budowlano-montażowa wzrosła w grudniu o 12,2% w porównaniu do grudnia roku poprzedniego, kształtując się poniżej zarówno konsensusu (15,1%), jak i naszej bardziej optymistycznej prognozy (17,5%). Po wyeliminowaniu czynników o charakterze sezonowym produkcja wzrosła o 11,4%, w ujęciu miesięcznym spadła natomiast o 0,2%. Tym samym, ostatni kwartał 2018 r. zaznaczył się w budownictwie stagnacją. Warto tez zauważyć – i ma to nie lada implikacje dla początku przyszłego roku – że dwucyfrowe dynamiki budownictwa w 2018 r. to zasługa znakomitego początku roku. Największy wzrost rok do roku w grudniu odnotowano w przedsiębiorstwach zajmujących się budową budynków (24,2%), budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej (11,4%) i robotach specjalistycznych (0,6%). Te 2 ostatnie kategorie, rosnąc wolniej niż w poprzednim miesiącu (w listopadzie rosły o odpowiednio o 20,4% i 18,4% r/r) mogły przyczynić się do niższego niż zakładano odczytu produkcji budowlano-montażowej. Stawianiu budynków natomiast sprzyjał relatywnie ciepły grudzień oraz mała ilość opadów.

### Sprzedaż detaliczna

Serię rozczarowań w danych grudniowych dopełniają słabe dane o sprzedaży detalicznej. W cenach stałych wzrosła ona jedynie o 3,9% r/r, znacznie poniżej konsensusu (6,9% r/r) i naszej i tak pesymistycznej prognozy (5,3% r/r). W cenach bieżących dynamika sprzedaży wyniosła jedynie 4,7% r/r. Analiza szczegółów publikacji pokazuje, że źródeł spowolnienia sprzedaży detalicznej było wiele. Dynamika sprzedaży paliw spadła r/r z uwagi na efekt cenowy (realnie praktycznie bez zmian), który będzie również działać w styczniu. Sprzedaż żywności w cenach bieżących spowolniła wyraźnie (z 3,9 do -1,4% r/r) – był to najmniejszy grudniowy przyrost sprzedaży żywności od 2008 roku. Chłodem powiało również w skorelowanej z nią kategorii sprzedaży w pozostałych niewyspecjalizowanych sklepach (spowolnienie z 6,2 do 5,4% r/r) – tutaj grudzień 2018 r. okazał się być najsłabszy w historii. Słabość sprzedaży dóbr trwałego użytku nas nie zaskakuje. Odnotowany od kilku lat trend przesuwania przedświątecznych zakupów dóbr trwałych z grudnia na listopad (w związku z ukorzeniającą się na polskim gruncie tradycją „czarnych piątków") znalazł w tym roku swoją kulminację. Jedynymi kategoriami dóbr trwałych i półtrwałych, które ostro nie spowolniły w grudniu były samochody (traktujemy to jako normalizację poziomu sprzedaży) oraz książki i gazety. Kategoria pozostałe utrzymała dwucyfrową dynamikę. Nasze ulubione kategorie sprzedaży po wyłączeniach ostro spowolniły – przykładowo, sprzedaż detaliczna po wyłączeniu żywności, paliw i samochodów spowolniła z 10,7 do 6,7% r/r. W szerszej perspektywie widać, że trend spowalniania konsumpcji utrzymuje się. Przesunięcia zakupów i zmiany wzorców sezonowych nie mogą oczywiście tłumaczyć całego zaskoczenia w danych o sprzedaży. W poszukiwaniu innych przyczyn warto spojrzeć na gwałtowne pogorszenie nastrojów konsumenckich, do którego doszło w grudniu (spadek wskaźników GUS o prawie 5 pkt.). W przeszłości tak gwałtowne spadki nie zawsze wiązały się z gorszymi wynikami sprzedaży (weźmy chociażby luty i grudzień 2015 roku), ale możliwe jest, że w punktach zwrotnych pogorszenie nastrojów jest właśnie tym przysłowiowym źdźbłem łamiącym grzbiet wielbłąda. Wskazywałaby na to koincydencja spadków nastrojów i słabości sprzedaży w końcówce 2008 i 2011 roku. Dane o sprzedaży detalicznej należy traktować w pierwszej kolejności jako potwierdzenie faktu, że konsumpcja prywatna weszła na trajektorię spowolnienia. Zaczęło się to w III kwartale 2018 r., a dane z rachunków narodowych za IV kwartał powinny pokazać nieco niższą dynamikę konsumpcji za ostatnie trzy miesiące roku. Rok 2019 przyniesie już wyraźnie słabsze pod tym względem dane – dynamika konsumpcji będzie się w tym roku plasować w przedziale 3,5-4% r/r. Obok niższego wzrostu dochodów do dyspozycji niekorzystnie na konsumpcję działać będzie naszym zdaniem procykliczny wzrost stopy oszczędności.

### Rynek pracy

Według danych GUS, miesięczne tempo wzrostu zatrudnienia spadło w grudniu do 0, a dynamika roczna uplasowała się na poziomie 2,8%. Po kiepskim wyniku z listopada spodziewaliśmy się nieco lepszego wyniku w grudniu, jednak dane nie potwierdziły takiego scenariusza. Słaby efekt sezonowy jest symptomem szerszego zjawiska obniżania się popytu na pracę z uwagi na niską podaż ale również czynniki cykliczne, które powoli zaczynają ważyć na danych realnych i już od pewnego czasu widoczne są w badaniach ankietowych. Rynek pracy najlepsze chwile ma już za sobą. Nawet respondenci ankiet koniunktury są mniej optymistyczni w tym zakresie. Jeśli koniunkcja rekordowego optymizmu i solidnych wzrostów płac wywindowała konsumpcję w okolice 5%, to odwrócenie tych czynników powinno ją spowolnić w 2019 roku i jest to nasz scenariusz bazowy. Nie wierzymy jednak, że niższe tempo wzrostu zatrudnienia jest wskaźnikiem sugerującym znacząco niższą dynamikę płac. Rynek pracy pozostaje rynkiem pracownika (ograniczona podaż), więc nawet dalsze obniżki popytu nie powinny znacząco wpływać na siłę przetargowa pracowników. Adekwatnie należy też oceniać perspektywy dla konsumpcji, przy czym w tej fazie (pierwsza połowa roku) należy liczyć na bardzo duże wsparcie rynku kredytowego. Spowolnienie powinno być bardziej widoczne pod koniec 2019 roku.

### Inflacja

W grudniu inflacja CPI wyniosła wg finalnych danych GUS 1,1% r/r, czyli dokładnie tak, jak szacowano w odczycie flash i poniżej naszej oryginalnej prognozy i konsensusu (odpowiednio: 1,3 i 1,2% r/r). Szczegółowe dane nie przynoszą praktycznie żadnych niespodzianek. Żywność zdrożała o 0,7% m/m (bez zmian w stosunku do odczytu flash), paliwa zaś potaniały o 3,3% m/m (flash -3,2% m/m), a ceny energii w gospodarstwach domowych wzrosły o 0,1% m/m z uwagi na droższe ciepło i gaz (dane flash wskazywały na stabilizację). Drugi element niespodzianki to inflacja bazowa, która spadła z 0,7 do 0,6% r/r – czyli tak, jak przypuszczaliśmy na podstawie danych sprzed dwóch tygodni. Przegląd poszczególnych kategorii w koszyku bazowym nie zaskakuje: ceny w transporcie wzrosły z uwagi

na sezonowy wystrzał cen biletów lotniczych, do wzrostów cen w kategorii Rekreacja i kultura przyczyniły się sezonowe podwyżki w turystyce zorganizowanej oraz droższe książki, gazety i czasopisma. Minimalnie większe od naszych oczekiwań spadki cen odzieży, obuwia, napojów alkoholowych oraz ubezpieczeń (kategoria Inne) dopełniają obrazu zwalniającej inflacji bazowej. W styczniu, z uwagi na nietypowy harmonogram zmian w cenach energii oraz dalsze spadki cen paliw można spodziewać się, że inflacja spadnie poniżej 1%. W całym 2019 roku inflacja będzie kształtować się na poziomie zbliżonym do tegorocznego (między 1,5 a 2,0% r/r): pierwszą połową roku rządzić będą efekty bazowe i ceny energii, przyspieszenie w końcówce zależeć będzie od zachowania ropy naftowej i przyspieszenia inflacji bazowej, w które wciąż wierzymy. Dla RPP jest to oczywiście komfortowa sytuacja, przemawiająca za utrzymywaniem stóp bez zmian w kolejnych latach (sic!). Rynek może oczywiście mieć inne zdanie i w warunkach narastających obaw o wzrost na świecie zacząć wyceniać regularne obniżki stóp procentowych.

**mBank Research**
(E. Pytlarczyk, M. Mazurek, P. Bartkiewicz, M. Zdrolik)
research@mBank.pl

# Finanse

## Alior Bank

### kupuj (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj dla Alior Banku, a sam bank pozostaje top-pick. Nasze obecne prognozy uwzględniają już płaskie stopy procentowe do końca kadencji RPP. Niemniej jednak, pozostajemy optymistami odnośnie wyników, a nasze prognozy są o 9-12% powyżej konsensusu. Nasza prognoza w wysokości 986 mln PLN w 2019 roku jest ambitna, ale zwracamy uwagę, że bez zdarzeń jednorazowych szacujemy wynik netto Alior Banku w 2018 roku na 873 mln PLN co oznacza, że wzrost wyników R/R (bez zdarzeń jednorazowych) wynosi 13%. Jednocześnie nasza prognoza na 2019 rok zawiera dość konserwatywnie założoną karę w wysokości 50 mln PLN (spekulowana wartość kary dla Raiffeisen Polbank) związaną z W Investment. Oprócz dobrych wyników w 2019 roku kluczową dla sentymentu uważamy stabilizację składu Zarządu banku, którego ostatnie rotacje nie były najlepiej odbierane przez uczestników rynku. Pozytywnie odbieramy wyraźne wsparcie PZU zamanifestowane przez obecność przewodniczącego RN, a zarazem CFO PZU na ostatniej telekonferencji z Zarządem. Alior Bank pozostaje nadal najbardziej niedowartościowanym bankiem w polskim sektorze bankowym.

| | | |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 58,55 PLN | **potencjał zmiany** |
| **Cena docelowa** | 87,00 PLN | +48,6% |

| | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|---|---|---|---|
| **aktualna** | **kupuj** | **87,00 PLN** | **2019-02-01** |

| **Podstawowe dane** | | | **ALR** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | ALR | Zmiana 1M | +9,6% | +3,6% |
| ISIN | PLALIOR00045 | Zmiana YTD | +10,2% | +5,0% |
| Liczba akcji (mln) | 129,3 | Średni obrót 1M | 16,3 mln PLN | |
| MC (mln PLN) | 7 568,0 | Średni obrót 6M | 19,4 mln PLN | |
| | | P/E 12M fwd | 8,6 | -36,1% |
| Free float | 74,8% | P/E 5Y avg | 13,5 | dyskonto |

**Prognozy Domu Maklerskiego mBanku**

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Wynik odsetkowy | 1 946 | 3 601 | 3 087 | 3 416 | 3 654 |
| WNDB | 3 198 | 3 797 | 4 113 | 4 469 | 4 731 |
| Koszty | -1 619 | -1 930 | -1 836 | -1 895 | -1 903 |
| Saldo rezerw | -800 | -930 | -1 085 | -1 026 | -1 095 |
| Zysk netto | 575 | 515 | 709 | 986 | 1 113 |
| P/E | 10,3 | 14,7 | 10,7 | 7,7 | 6,8 |
| P/BV | 1,2 | 1,1 | 1,0 | 0,9 | 0,8 |
| ROE | 11,9% | 8,0% | 10,0% | 12,4% | 12,3% |
| DPS | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| DYield | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| **Zmiana prognoz** | | | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
| Wynik odsetkowy | | | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Wynik prowizyjny | | | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Koszty razem | | | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Saldo rezerw | | | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Zysk netto | | | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

**RZiS**

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Wynik odsetkowy | 1 946 | 2 841 | 3 087 | 3 416 | 3 654 |
| Wynik prowizyjny | 331 | 453 | 427 | 434 | 441 |
| Wynik handlowy | 342 | 376 | 465 | 479 | 488 |
| Pozostałe przychody netto | 578 | 127 | 133 | 140 | 147 |
| **Wynik pozaodsetkowy** | **1 252** | **956** | **1 026** | **1 053** | **1 077** |
| **WNDB** | **3 198** | **3 797** | **4 113** | **4 469** | **4 731** |
| Koszty operacyjne | 1 619 | 1 930 | 1 836 | 1 895 | 1 903 |
| **Zysk operacyjny** | **1 579** | **1 867** | **2 276** | **2 574** | **2 828** |
| Saldo rezerw | 800 | 930 | 1 085 | 1 026 | 1 095 |
| Udział w jednostkach zal | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **Wynik brutto** | **779** | **937** | **1 192** | **1 548** | **1 733** |
| Podatek | 73 | 221 | 271 | 325 | 364 |
| Zyski mniejszościowych | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Podatek bankowy | 131 | 201 | 211 | 237 | 256 |
| **Zysk netto** | **575** | **515** | **709** | **986** | **1 113** |

**Bilans**

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| **Kredyty netto** | **46 247** | **51 267** | **56 245** | **61 188** | **65 822** |
| Pozostałe aktywa | 14 913 | 18 227 | 18 705 | 19 450 | 20 385 |
| **Aktywa razem** | **61 160** | **69 494** | **74 950** | **80 638** | **86 207** |
| **Depozyty** | **51 369** | **57 614** | **60 213** | **64 231** | **68 990** |
| Pozostałe zobowiązania | 3 632 | 5 117 | 7 266 | 7 951 | 7 649 |
| Udziały mniejszościowe | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| **Kapitały własne** | **6 159** | **6 761** | **7 470** | **8 456** | **9 569** |

**Wskaźniki**

| (%) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| NIM | 4,1% | 4,3% | 4,4% | 4,5% | 4,5% |
| C/I | 50,6% | 50,8% | 44,6% | 42,4% | 40,2% |
| CoR | 1,9% | 1,8% | 1,9% | 1,7% | 1,6% |
| NPL Ratio | 9,8% | 10,8% | 10,6% | 10,4% | 10,2% |
| Tier 1 | 11,3% | 12,1% | 12,7% | 13,5% | 14,8% |

**Model zdyskontowanych dywidend (DDM)**

| (mln PLN) | wartość | udział |
|---|---|---|
| Etap I (2019-20) | 0 | 0% |
| Korekta o PV | 281 | 2% |
| Etap II (2021-35) | 10 175 | 74% |
| Etap III (2036-55) | 2 473 | 18% |
| Wartość rezydualna | 874 | 6% |
| **Wartość godziwa** | **13 804** | **100%** |
| | | |
| Liczba akcji (mln) | 129 | |
| Koszt kapitału | 8,5% | |
| **Wartość godziwa na akcję (PLN)** | **106,79** | |
| **Cena docelowa za 9M (PLN)** | **113,60** | |

**Model zysków ekonomicznych**

| (mln PLN) | wartość | udział |
|---|---|---|
| Początkowe TNAV | 6 987 | 53% |
| Etap I (2018-20) | 1 234 | 9% |
| Korekta o PV | 785 | 6% |
| Etap II (2021-35) | 3 583 | 27% |
| Etap III (2036-55) | 667 | 5% |
| **Wartość godziwa** | **13 254** | **100%** |
| | | |
| Liczba akcji (mln) | 129 | |
| Koszt kapitału | 8,5% | |
| **Wartość godziwa na akcję (PLN)** | **102,54** | |
| **Cena docelowa za 9M (PLN)** | **109,08** | |

**Podsumowanie wyceny**

| (mln PLN) | waga | wycena |
|---|---|---|
| DDM | 50% | 13 804 |
| Zyski ekonomiczne | 50% | 13 254 |
| Średnia wartość godziwa | | 13 529 |
| na akcję (PLN) | | 104,67 |
| Podatek bankowy | | -22,88 |
| Wartość godziwa na akcję | | 81,79 |
| Koszt kapitału 9M | | 6,4% |
| **Cena docelowa za 9M (PLN)** | | **87,00** |

# Handlowy
## redukuj (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację redukuj dla Banku Handlowy. Nasza rekomendacja jest głównie konsekwencją wycofania 3 podwyżek stóp procentowych jakie mieliśmy założone na 2020 rok. Wycofanie podwyżek z prognoz, w naszym ostatnim raporcie, spowodowało obniżenie naszych prognoz aż o 10%, czyli najwięcej pośród analizowanych przez nas banków. Bank Handlowy jest najbardziej wrażliwym bankiem na ruchy stóp ze względu na jego znaczący udział kredytów konsumenckich w aktywach (37% sumy kredytów). Ponadto uważamy, że premia z jaką bank był notowany historycznie będzie musiała ulec znaczącej redukcji ze względu na zmianę charakteru banku ze spółki dywidendowej na wzrostową. Na koniec 3Q'18 Bank Handlowy nie spełniał wymogu kapitałowego TCR potrzebnego do wypłaty 100% zysku netto, zaś luka ta została znacząco pogłębiona przez nałożony bardzo wysoki bufor ST (> 4 p.p.). 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. Nadal uważamy, że w obliczu niższych dywidend, niskiego udziału w rynku oraz gorszej rentowności w 2020 roku Bank Handlowy lub jego detaliczna część może zostać wystawiona na sprzedaż przez głównego akcjonariusza.

| | | |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 70,30 PLN | **potencjał zmiany** |
| **Cena docelowa** | 65,50 PLN | -6,8% |

| | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|---|---|---|---|
| **aktualna** | **redukuj** | **65,50 PLN** | **2019-02-01** |

| **Podstawowe dane** | | | **BHW** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | BHW | Zmiana 1M | +1,6% | -4,5% |
| ISIN | PLBH00000012 | Zmiana YTD | +1,7% | -3,4% |
| Liczba akcji (mln) | 130,7 | Średni obrót 1M | | 2,5 mln PLN |
| MC (mln PLN) | 9 185,4 | Średni obrót 6M | | 2,9 mln PLN |
| | | P/E 12M fwd | 13,9 | -10,7% |
| Free float | 25,0% | P/E 5Y avg | 15,6 | dyskonto |

### Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Wynik odsetkowy | 1 004 | 1 082 | 1 118 | 1 188 | 1 221 |
| WNDB | 2 082 | 2 079 | 2 222 | 2 328 | 2 394 |
| Koszty | -1 202 | -1 192 | -1 211 | -1 246 | -1 278 |
| Saldo rezerw | -46 | -103 | -72 | -79 | -96 |
| Zysk netto | 602 | 536 | 662 | 705 | 712 |
| P/E | 15,3 | 17,2 | 13,9 | 13,0 | 12,9 |
| P/BV | 1,4 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,2 |
| ROE | 8,8% | 7,8% | 9,5% | 9,8% | 9,7% |
| DPS | 4,68 | 4,60 | 4,10 | 3,80 | 4,05 |
| DYield | 6,7% | 6,5% | 5,8% | 5,4% | 5,8% |
| **Zmiana prognoz** | | | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
| Wynik odsetkowy | | | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Wynik prowizyjny | | | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Koszty razem | | | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Saldo rezerw | | | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Zysk netto | | | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

### RZiS

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Wynik odsetkowy | 1 004 | 1 082 | 1 118 | 1 188 | 1 221 |
| Wynik prowizyjny | 561 | 581 | 548 | 568 | 587 |
| Wynik handlowy | 497 | 396 | 513 | 528 | 541 |
| Pozostałe przychody netto | 48 | 21 | 43 | 44 | 46 |
| **Wynik pozaodsetkowy** | **1 107** | **997** | **1 104** | **1 140** | **1 173** |
| **WNDB** | **2 111** | **2 079** | **2 222** | **2 328** | **2 394** |
| Koszty operacyjne | 1 231 | 1 192 | 1 211 | 1 246 | 1 278 |
| **Zysk operacyjny** | **879** | **888** | **1 011** | **1 082** | **1 116** |
| Saldo rezerw | 46 | 103 | 72 | 79 | 96 |
| Udział w jednostkach zal | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **Wynik brutto** | **834** | **785** | **939** | **1 002** | **1 021** |
| Podatek | 163 | 172 | 194 | 207 | 211 |
| Zyski mniejszościowych | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Podatek bankowy | 69 | 78 | 83 | 90 | 97 |
| **Zysk netto** | **602** | **536** | **662** | **705** | **712** |

### Bilans

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| **Kredyty netto** | **17 170** | **17 854** | **19 860** | **21 659** | **23 246** |
| Pozostałe aktywa | 28 040 | 25 184 | 25 679 | 26 275 | 27 133 |
| **Aktywa razem** | **45 210** | **43 038** | **45 539** | **47 934** | **50 379** |
| **Depozyty** | **29 251** | **32 137** | **26 976** | **27 337** | **27 870** |
| Pozostałe zobowiązania | 9 169 | 3 962 | 11 499 | 13 324 | 15 053 |
| Udziały mniejszościowe | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **Kapitały własne** | **6 790** | **6 939** | **7 064** | **7 273** | **7 456** |

### Wskaźniki

| (%) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| NIM | 2,2% | 2,5% | 2,7% | 2,7% | 2,6% |
| C/I | 58,3% | 57,9% | 54,5% | 53,5% | 53,4% |
| CoR | 0,3% | 0,6% | 0,4% | 0,4% | 0,4% |
| NPL Ratio | 3,6% | 3,5% | 3,1% | 3,1% | 4,1% |
| Tier 1 | 17,4% | 17,9% | 16,8% | 16,8% | 16,9% |

### Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

| (mln PLN) | wartość | udział |
|---|---|---|
| Etap I (2018-19) | 907 | 10% |
| Korekta o PV | 177 | 2% |
| Etap II (2020-34) | 6 259 | 69% |
| Etap III (2035-54) | 1 110 | 12% |
| Wartość rezydualna | 558 | 6% |
| **Wartość godziwa** | **9 011** | **100%** |
| | | |
| Liczba akcji (mln) | 131 | |
| Koszt kapitału | 8,5% | |
| **Wartość godziwa na akcję (PLN)** | **68,97** | |
| **Cena docelowa za 9M (PLN)** | **73,36** | |

### Model zysków ekonomicznych

| (mln PLN) | wartość | udział |
|---|---|---|
| Początkowe TNAV | 8 332 | 91% |
| Etap I (2017-19) | 138 | 1% |
| Korekta o PV | 544 | 6% |
| Etap II (2020-34) | 156 | 2% |
| Etap III (2035-54) | 18 | 0% |
| **Wartość godziwa** | **9 187** | **100%** |
| | | |
| Liczba akcji (mln) | 131 | |
| Koszt kapitału | 8,5% | |
| **Wartość godziwa na akcję (PLN)** | **70,31** | |
| **Cena docelowa za 9M (PLN)** | **74,79** | |

### Podsumowanie wyceny

| (mln PLN) | waga | wycena |
|---|---|---|
| DDM | 50% | 9 011 |
| Zyski ekonomiczne | 50% | 9 187 |
| Średnia wartość godziwa | | 9 099 |
| na akcję (PLN) | | 69,64 |
| Podatek bankowy | | -8,06 |
| Wartość godziwa na akcję | | 61,57 |
| Koszt kapitału 9M | | 6,4% |
| **Cena docelowa za 9M (PLN)** | | **65,50** |

# ING BSK
## trzymaj (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację trzymaj dla ING BSK. Nasze najnowsze prognozy nie zawierają podwyżek stóp procentowych, ale uwzględniają przejęcie pakietu NN TFI (45%) oraz bardziej konserwatywne podejście do salda rezerw. W efekcie, w naszym ostatnim raporcie obniżyliśmy nasze prognozy o 1,8% na 2019 rok oraz 3,6% na 2020. Uważamy, że konsensus na 2019 rok jest nadal za wysoki o 4% (pomimo jego spadku już o 8% przez ostatnie 12 miesięcy), ale realistyczny na 2020. Nasza wycena nadal wskazuje na największą premię do sektora ze względu na bezpieczny profil banku (znikoma ekspozycja na kredyty CHF), dynamiczny rozwój połączony z dywidendą oraz jedną z najwyższych rentowności w regionie (2019 ROE na poziomie 12,8%). Podsumowując uważamy, że potencjał wzrostu dla banku wyczerpał się i trudno oczekiwać o pozytywne zaskoczenie na wynikach czy dywidendzie w 2019 roku.

| | | |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 191,00 PLN | **potencjał zmiany** |
| **Cena docelowa** | 191,80 PLN | +0,4% |

| | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|---|---|---|---|
| **aktualna** | **trzymaj** | **191,80 PLN** | **2019-02-01** |

| **Podstawowe dane** | | | **ING** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | ING | Zmiana 1M | +6,1% | +0,0% |
| ISIN | PLBSK0000017 | Zmiana YTD | +6,1% | +1,0% |
| Liczba akcji (mln) | 130,1 | Średni obrót 1M | | 1,7 mln PLN |
| MC (mln PLN) | 24 849,1 | Średni obrót 6M | | 2,2 mln PLN |
| | | P/E 12M fwd | 14,8 | -5,7% |
| Free float | 25,0% | P/E 5Y avg | 15,7 | dyskonto |

### Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

| **(mln PLN)** | **2016** | **2017** | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
|---|---|---|---|---|---|
| Wynik odsetkowy | 2 953 | 3 453 | 3 743 | 4 139 | 4 570 |
| WNDB | 4 325 | 4 756 | 5 216 | 5 620 | 6 091 |
| Koszty | -2 099 | -2 123 | -2 337 | -2 429 | -2 524 |
| Saldo rezerw | -301 | -421 | -542 | -579 | -642 |
| Zysk netto | 1 253 | 1 403 | 1 478 | 1 658 | 1 856 |
| P/E | 19,8 | 17,7 | 16,8 | 15,0 | 13,4 |
| P/BV | 2,4 | 2,1 | 2,0 | 1,8 | 1,7 |
| ROE | 11,8% | 12,6% | 12,2% | 12,7% | 13,1% |
| DPS | 4,30 | 0,00 | 3,20 | 3,41 | 3,82 |
| DYield | 2,3% | 0,0% | 1,7% | 1,8% | 2,0% |
| **Zmiana prognoz** | | | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
| Wynik odsetkowy | | | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Wynik prowizyjny | | | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Koszty razem | | | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Saldo rezerw | | | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Zysk netto | | | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

### RZiS

| **(mln PLN)** | **2016** | **2017** | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
|---|---|---|---|---|---|
| Wynik odsetkowy | 2 953 | 3 453 | 3 743 | 4 139 | 4 570 |
| Wynik prowizyjny | 1 065 | 1 183 | 1 304 | 1 327 | 1 360 |
| Wynik handlowy | 287 | 117 | 152 | 137 | 144 |
| Pozostałe przychody netto | 19 | 3 | 17 | 17 | 17 |
| **Wynik pozaodsetkowy** | **1 371** | **1 303** | **1 473** | **1 481** | **1 521** |
| **WNDB** | **4 325** | **4 756** | **5 216** | **5 620** | **6 091** |
| Koszty operacyjne | 2 099 | 2 123 | 2 337 | 2 429 | 2 524 |
| **Zysk operacyjny** | **2 225** | **2 633** | **2 879** | **3 191** | **3 567** |
| Saldo rezerw | 301 | 421 | 542 | 579 | 642 |
| Udział w jednostkach zal | 0 | 0 | 0 | 12 | 25 |
| **Wynik brutto** | **1 925** | **2 212** | **2 338** | **2 625** | **2 951** |
| Podatek | 391 | 479 | 491 | 551 | 620 |
| Zyski mniejszościowych | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Podatek bankowy | 280 | 330 | 369 | 415 | 475 |
| **Zysk netto** | **1 253** | **1 403** | **1 478** | **1 658** | **1 856** |

### Bilans

| **(mln PLN)** | **2016** | **2017** | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
|---|---|---|---|---|---|
| **Kredyty netto** | **81 980** | **91 088** | **100 927** | **114 221** | **126 681** |
| Pozostałe aktywa | 35 498 | 34 926 | 34 688 | 37 158 | 39 848 |
| **Aktywa razem** | **117 478** | **126 014** | **135 615** | **151 379** | **166 529** |
| **Depozyty** | **95 825** | **104 503** | **115 295** | **125 406** | **133 178** |
| Pozostałe zobowiązania | 11 175 | 9 716 | 7 798 | 12 416 | 18 642 |
| Udziały mniejszościowe | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **Kapitały własne** | **10 475** | **11 795** | **12 522** | **13 557** | **14 709** |

### Wskaźniki

| **(%)** | **2016** | **2017** | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
|---|---|---|---|---|---|
| NIM | 2,7% | 2,9% | 2,9% | 2,9% | 2,9% |
| C/I | 48,5% | 44,6% | 44,8% | 43,2% | 41,4% |
| CoR | 0,4% | 0,5% | 0,6% | 0,5% | 0,5% |
| NPL Ratio | 2,6% | 2,8% | 2,7% | 2,7% | 2,7% |
| Tier 1 | 13,7% | 15,8% | 15,1% | 14,9% | 15,1% |

### Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

| **(mln PLN)** | **wartość** | **udział** |
|---|---|---|
| Etap I (2018-20) | 1 341 | 5% |
| Korekta o PV | 871 | 3% |
| Etap II (2021-35) | 17 232 | 61% |
| Etap III (2036-55) | 7 165 | 25% |
| Wartość rezydualna | 1 867 | 7% |
| **Wartość godziwa** | **28 476** | **100%** |
| | | |
| Liczba akcji (mln) | 130 | |
| Koszt kapitału | 8,5% | |
| **Wartość godziwa na akcję (PLN)** | **218,88** | |
| **Cena docelowa za 9M (PLN)** | **232,83** | |

### Model zysków ekonomicznych

| **(mln PLN)** | **wartość** | **udział** |
|---|---|---|
| Początkowe TNAV | 11 950 | 41% |
| Etap I (2018-20) | 2 237 | 8% |
| Korekta o PV | 1 735 | 6% |
| Etap II (2021-35) | 10 137 | 35% |
| Etap III (2036-55) | 3 253 | 11% |
| **Wartość godziwa** | **29 311** | **100%** |
| | | |
| Liczba akcji (mln) | 130 | |
| Koszt kapitału | 8,5% | |
| **Wartość godziwa na akcję (PLN)** | **225,30** | |
| **Cena docelowa za 9M (PLN)** | **239,66** | |

### Podsumowanie wyceny

| **(mln PLN)** | **waga** | **wycena** |
|---|---|---|
| DDM | 50% | 28 476 |
| Zyski ekonomiczne | 50% | 29 311 |
| Średnia wartość godziwa | | 28 894 |
| na akcję (PLN) | | 222,09 |
| Podatek bankowy | | -41,78 |
| Wartość godziwa na akcję | | 180,31 |
| Koszt kapitału 9M | | 6,4% |
| **Cena docelowa za 9M (PLN)** | | **191,80** |

# Millennium
## akumuluj (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację akumuluj. Nasza wycena i prognozy uwzględniają brak podwyżek stóp procentowych w 2020 rok oraz efekty fuzji z Eurobankiem. Obniżki stóp procentowych mają pomijalny wpływ na naszą prognozę ponieważ już na wstępie zakładaliśmy konserwatywną dynamikę marży odsetkowej po fuzji. Jednocześnie cały czas pozytywnie oceniamy fuzję z Eurobankiem i uważamy, że była ona jedynym wyjściem dla Banku Millennium w obliczu wzrostu kapitału nadwyżkowego spowodowanego coraz ostrzejszymi wymogami regulacyjnymi. Przypominamy, że 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. Rok 2019 będzie relatywnie cięższy dla Banku Millennium na tle sektora bankowego, ze względu na koszty integracji (szacujemy 200 mln PLN) i w najlepszym wypadku jedynie połowę roku konsolidacji. Oznaczać to będzie płaską dynamikę zysku netto wobec wzrostu rynku na poziomie +14%. Szacujemy, że ewentualne wejście w życie ustawy CHF spowoduje „jedynie" wyzerowanie potencjału wzrostu, który wyznaczamy teraz na 12%.

| | | |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 8,92 PLN | **potencjał zmiany** |
| **Cena docelowa** | 10,00 PLN | +12,1% |

| | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|---|---|---|---|
| **aktualna** | **akumuluj** | **10,00 PLN** | **2019-02-01** |

| **Podstawowe dane** | | | **MIL** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | MIL | Zmiana 1M | +2,4% | -3,7% |
| ISIN | PLBIG0000016 | Zmiana YTD | +0,6% | -4,6% |
| Liczba akcji (mln) | 1 213,1 | Średni obrót 1M | 5,5 mln PLN | |
| MC (mln PLN) | 10 821,0 | Średni obrót 6M | 8,5 mln PLN | |
| | | P/E 12M fwd | 14,2 | +10,2% |
| 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 | 2 282 | 2 783 |
| WNDB | 2 628 | 2 650 | 2 754 | 3 322 | 3 913 |
| Koszty | -1 112 | -1 156 | -1 337 | -1 803 | -1 894 |
| Saldo rezerw | -231 | -255 | -229 | -308 | -400 |
| Zysk netto | 701 | 681 | 733 | 735 | 1 026 |
| P/E | 15,4 | 15,9 | 14,8 | 14,7 | 10,5 |
| P/BV | 1,6 | 1,4 | 1,3 | 1,2 | 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 | | | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Wynik prowizyjny | | | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Koszty razem | | | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Saldo rezerw | | | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Zysk netto | | | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

### RZiS

| **(mln PLN)** | **desp** | **2017** | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
|---|---|---|---|---|---|
| Wynik odsetkowy | 1 506 | 1 696 | 1 804 | 2 282 | 2 783 |
| Wynik prowizyjny | 581 | 664 | 663 | 717 | 771 |
| Wynik handlowy | 491 | 220 | 242 | 276 | 310 |
| Pozostałe przychody netto | 51 | 70 | 45 | 47 | 48 |
| **Wynik pozaodsetkowy** | **1 122** | **953** | **950** | **1 039** | **1 130** |
| **WNDB** | **2 628** | **2 650** | **2 754** | **3 322** | **3 913** |
| Koszty operacyjne | 1 268 | 1 281 | 1 337 | 1 803 | 1 894 |
| **Zysk operacyjny** | **1 360** | **1 369** | **1 417** | **1 519** | **2 019** |
| Saldo rezerw | 231 | 255 | 229 | 308 | 400 |
| Udział w jednostkach zal | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **Wynik brutto** | **1 127** | **1 114** | **1 188** | **1 210** | **1 619** |
| Podatek | 252 | 244 | 256 | 261 | 349 |
| Zyski mniejszościowych | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Podatek bankowy | 174 | 188 | 199 | 214 | 244 |
| **Zysk netto** | **701** | **681** | **733** | **735** | **1 026** |

### Bilans

| **(mln PLN)** | **2016** | **2017** | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
|---|---|---|---|---|---|
| **Kredyty netto** | **47 020** | **47 411** | **52 108** | **67 538** | **71 772** |
| Pozostałe aktywa | 21 773 | 23 730 | 24 473 | 27 632 | 28 597 |
| **Aktywa razem** | **68 793** | **71 141** | **76 581** | **95 170** | **100 369** |
| **Depozyty** | **55 876** | **57 273** | **61 466** | **69 899** | **71 828** |
| Pozostałe zobowiązania | 5 976 | 6 096 | 6 796 | 16 241 | 18 519 |
| Udziały mniejszościowe | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **Kapitały własne** | **6 941** | **7 773** | **8 319** | **9 031** | **10 021** |

### Wskaźniki

| **(%)** | **2016** | **2017** | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
|---|---|---|---|---|---|
| NIM | 2,3% | 2,4% | 2,5% | 2,7% | 2,9% |
| C/I | 48,3% | 48,3% | 48,6% | 54,3% | 48,4% |
| CoR | 0,5% | 0,5% | 0,4% | 0,5% | 0,6% |
| NPL Ratio | 4,5% | 4,6% | 4,8% | 5,4% | 5,2% |
| Tier 1 | 17,3% | 20,3% | 20,4% | 17,6% | 18,3% |

### Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

| **(mln PLN)** | **wartość** | **udział** |
|---|---|---|
| Etap I (2019-20) | 0 | 0% |
| Korekta o PV | 426 | 3% |
| Etap II (2021-35) | 10 355 | 71% |
| Etap III (2036-55) | 3 010 | 21% |
| Wartość rezydualna | 853 | 6% |
| **Wartość godziwa** | **14 644** | **100%** |
| | | |
| Liczba akcji (mln) | 1 213 | |
| Koszt kapitału | 8,5% | |
| **Wartość godziwa na akcję (PLN)** | **12,07** | |
| **Cena docelowa za 9M (PLN)** | **12,84** | |

### Model zysków ekonomicznych

| **(mln PLN)** | **wartość** | **udział** |
|---|---|---|
| Początkowe TNAV | 8 029 | 58% |
| Etap I (2018-20) | 776 | 6% |
| Korekta o PV | 815 | 6% |
| Etap II (2021-35) | 3 061 | 22% |
| Etap III (2036-55) | 1 093 | 8% |
| **Wartość godziwa** | **13 774** | **100%** |
| | | |
| Liczba akcji (mln) | 1 213 | |
| Koszt kapitału | 8,5% | |
| **Wartość godziwa na akcję (PLN)** | **11,35** | |
| **Cena docelowa za 9M (PLN)** | **12,08** | |

### Podsumowanie wyceny

| **(mln PLN)** | **waga** | **wycena** |
|---|---|---|
| DDM | 50% | 14 644 |
| Zyski ekonomiczne | 50% | 13 774 |
| Średnia wartość godziwa | | 14 209 |
| na akcję (PLN) | | 11,71 |
| Podatek bankowy | | -2,31 |
| Wartość godziwa na akcję | | 9,40 |
| Koszt kapitału 9M | | 6,4% |
| **Cena docelowa za 9M (PLN)** | | **10,00** |

# Pekao
## kupuj (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj dla Banku Pekao. Brak podwyżek stóp procentowych w 2020 roku spowodowało obniżenie naszej prognozy o zaledwie 2,8%. Jednocześnie uwzględniamy w naszych prognozach obniżenie wypłaty dywidendy z 90% do 75% w 2019 roku, ale jednoczesne podwyższenie jej z 70% do 75% w kolejnych latach. Zaznaczamy jednocześnie, że pomimo cięcia Pekao będzie oferować nadal jedną z najwyższych dywidend w sektorze. Co więcej, nominalny DPS w 2021 roku będzie wyższy od 2018 roku (84% wypłaty) dzięki wzrostowi ROE z 9% w roku obecnym do 11,7% w 2021. Ponadto, obniżona dywidenda pozwoli utrzymać wzrost kredytów w tempie +9% w kolejnych latach. Uważamy, że inwestycja w walory Pekao cechuje relatywnie wysokie bezpieczeństwo. Spadek prognoz rynkowych w wyniku braku podwyżek jest mocno ograniczone, a wpływ ustawy CHF na wyniki i wycenę jest pomijalny. Ze względu na ww. wymienione argumenty nie zgadzamy się z obecną wyceną rynkową i uważamy, że Pekao zasługuje na premię do sektora i głównego konkurenta PKO BP.

| | | |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 111,80 PLN | **potencjał zmiany** |
| **Cena docelowa** | 131,80 PLN | +17,9% |

| | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|---|---|---|---|
| **aktualna** | **kupuj** | **131,80 PLN** | **2019-02-01** |

| **Podstawowe dane** | | | **PEO** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | PEO | Zmiana 1M | +2,7% | -3,4% |
| ISIN | PLPEKAO00016 | Zmiana YTD | +2,6% | -2,6% |
| Liczba akcji (mln) | 262,5 | Średni obrót 1M | 107,0 mln PLN | |
| MC (mln PLN) | 29 344,1 | Średni obrót 6M | 84,8 mln PLN | |
| | | P/E 12M fwd | 12,0 | -22,2% |
| Free float | 67,2% | P/E 5Y avg | 15,4 | dyskonto |

### Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

| **(mln PLN)** | **2016** | **2017** | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
|---|---|---|---|---|---|
| Wynik odsetkowy | 4 382 | 4 593 | 4 997 | 5 559 | 6 052 |
| WNDB | 7 302 | 7 278 | 7 785 | 8 329 | 8 915 |
| Koszty | -3 494 | -3 535 | -3 715 | -3 728 | -3 843 |
| Saldo rezerw | -501 | -521 | -557 | -641 | -696 |
| Zysk netto | 2 279 | 2 475 | 2 211 | 2 571 | 2 850 |
| P/E | 12,9 | 11,9 | 13,3 | 11,4 | 10,3 |
| P/BV | 1,3 | 1,3 | 1,2 | 1,2 | 1,1 |
| ROE | 9,8% | 10,7% | 9,5% | 10,7% | 11,4% |
| DPS | 8,70 | 8,68 | 7,90 | 6,32 | 7,35 |
| DYield | 7,8% | 7,8% | 7,1% | 5,7% | 6,6% |
| **Zmiana prognoz** | | | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
| Wynik odsetkowy | | | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Wynik prowizyjny | | | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Koszty razem | | | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Saldo rezerw | | | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Zysk netto | | | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

### RZiS

| **(mln PLN)** | **2016** | **2017** | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
|---|---|---|---|---|---|
| Wynik odsetkowy | 4 382 | 4 593 | 4 997 | 5 559 | 6 052 |
| Wynik prowizyjny | 2 390 | 2 353 | 2 445 | 2 520 | 2 593 |
| Wynik handlowy | 508 | 255 | 275 | 173 | 184 |
| Pozostałe przychody netto | 21 | 77 | 68 | 77 | 87 |
| **Wynik pozaodsetkowy** | **2 920** | **2 685** | **2 788** | **2 770** | **2 863** |
| **WNDB** | **7 302** | **7 278** | **7 785** | **8 329** | **8 915** |
| Koszty operacyjne | 3 494 | 3 535 | 3 715 | 3 728 | 3 843 |
| **Zysk operacyjny** | **3 808** | **3 743** | **4 070** | **4 601** | **5 072** |
| Saldo rezerw | 501 | 521 | 557 | 641 | 696 |
| Udział w jednostkach zal | 39 | 453 | 0 | 0 | 0 |
| **Wynik brutto** | **3 346** | **3 675** | **3 513** | **3 960** | **4 375** |
| Podatek | 617 | 677 | 737 | 752 | 831 |
| Zyski mniejszościowych | 0 | -1 | -1 | 0 | 0 |
| Podatek bankowy | 450 | 522 | 565 | 637 | 694 |
| **Zysk netto** | **2 279** | **2 475** | **2 211** | **2 571** | **2 850** |

### Bilans

| **(mln PLN)** | **2016** | **2017** | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
|---|---|---|---|---|---|
| **Kredyty netto** | **122 664** | **132 301** | **139 429** | **152 507** | **166 359** |
| Pozostałe aktywa | 51 551 | 53 165 | 55 623 | 58 113 | 60 739 |
| **Aktywa razem** | **174 215** | **185 466** | **195 052** | **210 620** | **227 097** |
| **Depozyty** | **137 816** | **146 186** | **153 496** | **169 534** | **183 893** |
| Pozostałe zobowiązania | 13 487 | 16 011 | 18 067 | 16 674 | 17 410 |
| Udziały mniejszościowe | 15 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **Kapitały własne** | **22 897** | **23 268** | **23 489** | **24 411** | **25 794** |

### Wskaźniki

| **(%)** | **2016** | **2017** | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
|---|---|---|---|---|---|
| NIM | 2,7% | 2,6% | 2,7% | 2,8% | 2,9% |
| C/I | 48,4% | 48,6% | 48,9% | 46,0% | 44,3% |
| CoR | 0,4% | 0,4% | 0,4% | 0,4% | 0,4% |
| NPL Ratio | 6,0% | 5,4% | 4,8% | 4,7% | 4,6% |
| Tier 1 | 17,6% | 16,1% | 17,3% | 16,5% | 16,2% |

### Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

| **(mln PLN)** | **wartość** | **udział** |
|---|---|---|
| Etap I (2019-20) | 3 166 | 8% |
| Korekta o PV | 838 | 2% |
| Etap II (2021-35) | 26 902 | 67% |
| Etap III (2036-55) | 7 296 | 18% |
| Wartość rezydualna | 2 114 | 5% |
| **Wartość godziwa** | **40 317** | **100%** |
| | | |
| Liczba akcji (mln) | 262 | |
| Koszt kapitału | 8,5% | |
| **Wartość godziwa na akcję (PLN)** | **153,69** | |
| **Cena docelowa za 9M (PLN)** | **163,48** | |

### Model zysków ekonomicznych

| **(mln PLN)** | **wartość** | **udział** |
|---|---|---|
| Początkowe TNAV | 24 842 | 62% |
| Etap I (2018-20) | 2 588 | 6% |
| Korekta o PV | 2 410 | 6% |
| Etap II (2021-35) | 9 408 | 23% |
| Etap III (2036-55) | 1 458 | 4% |
| **Wartość godziwa** | **40 706** | **101%** |
| | | |
| Liczba akcji (mln) | 262 | |
| Koszt kapitału | 8,5% | |
| **Wartość godziwa na akcję (PLN)** | **155,09** | |
| **Cena docelowa za 9M (PLN)** | **164,98** | |

### Podsumowanie wyceny

| **(mln PLN)** | **waga** | **wycena** |
|---|---|---|
| DDM | 50% | 40 317 |
| Zyski ekonomiczne | 50% | 40 706 |
| Średnia wartość godziwa | | 40 511 |
| na akcję (PLN) | | 154,39 |
| Podatek bankowy | | -30,49 |
| Wartość godziwa na akcję | | 123,90 |
| Koszt kapitału 9M | | 6,4% |
| **Cena docelowa za 9M (PLN)** | | **131,80** |

# PKO BP
## trzymaj (bez zmian)

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

Prognozowany przez naszych makro ekonomistów brak podwyżek stóp procentowych do końca kadencji RPP skłonił nas do rewizji naszych prognoz na 2020 rok. W naszym ostatnim raporcie obniżyliśmy prognozę wyniku odsetkowego na 2020 rok o 3,5%, zaś zysku netto o 5,1%. Z drugiej strony uważamy, że niskie środowisko stóp procentowych przełoży się na utrzymanie intensywnej akcji kredytowej co w pewnym stopniu zniweluje negatywny efekt na wyniku odsetkowym. Co interesujące, po cięciach nasze prognozy na 2020 rok znajdują się jedynie 2,1% poniżej oczekiwań rynku co oznaczać może niedoszacowanie przez rynek linii przychodowych i organicznego wzrostu biznesu. Nasze prognozy już zakładają zwiększenie wypłaty dywidendy do 50%, ale nie zawierają wpływu wprowadzenia ustawy CHF. Nasze wstępne szacunki, oparte na dostępnych materiałach wskazują, że ustawa pochłonie 5,7% zysku netto w 2019 i 9,1% w 2020. Niemniej jednak ze względu na spadające obciążenie w kolejnych latach, wpływ ustawy na wycenę jest mocno ograniczony. Należy także pamiętać, że przewalutowanie kredytów CHF na PLN spowoduje uwolnienie około 0,8 mld PLN kapitału. Podsumowując uważamy, że PKO BP jest obecnie adekwatnie wycenione, szczególnie biorąc pod uwagę zagrożenia roku wyborczego.

| | | |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 39,78 PLN | **potencjał zmiany** |
| **Cena docelowa** | 40,92 PLN | +2,9% |

| | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|---|---|---|---|
| **aktualna** | **trzymaj** | **40,92 PLN** | **2019-02-01** |

| **Podstawowe dane** | | | **PKO** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | PKO | Zmiana 1M | +0,5% | -5,5% |
| ISIN | PLPKO0000016 | Zmiana YTD | +0,8% | -4,4% |
| Liczba akcji (mln) | 1 250,0 | Średni obrót 1M | 140,7 mln PLN | |
| MC (mln PLN) | 49 725,0 | Średni obrót 6M | 110,5 mln PLN | |
| | | P/E 12M fwd | 12,3 | -6,7% |
| Free float | 70,6% | P/E 5Y avg | 13,2 | dyskonto |

### Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Wynik odsetkowy | 7 755 | 10 919 | 9 302 | 10 081 | 10 730 |
| WNDB | 12 121 | 12 803 | 13 661 | 14 548 | 15 316 |
| Koszty | -5 590 | -6 024 | -6 212 | -6 431 | -6 640 |
| Saldo rezerw | -1 623 | -1 620 | -1 427 | -1 650 | -1 873 |
| Zysk netto | 2 874 | 3 104 | 3 733 | 4 132 | 4 344 |
| P/E | 17,3 | 16,0 | 13,3 | 12,0 | 11,4 |
| P/BV | 1,5 | 1,4 | 1,3 | 1,2 | 1,1 |
| ROE | 9,1% | 9,0% | 9,9% | 10,2% | 10,1% |
| DPS | 0,00 | 0,00 | 0,55 | 1,49 | 1,65 |
| DYield | 0,0% | 0,0% | 1,4% | 3,8% | 4,2% |

| **Zmiana prognoz** | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
|---|---|---|---|
| Wynik odsetkowy | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Wynik prowizyjny | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Koszty razem | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Saldo rezerw | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Zysk netto | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

### RZiS

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Wynik odsetkowy | 7 755 | 8 606 | 9 302 | 10 081 | 10 730 |
| Wynik prowizyjny | 2 693 | 2 969 | 3 001 | 3 098 | 3 189 |
| Wynik handlowy | 1 024 | 518 | 683 | 681 | 695 |
| Pozostałe przychody netto | 649 | 710 | 675 | 688 | 702 |
| **Wynik pozaodsetkowy** | **4 366** | **4 197** | **4 359** | **4 467** | **4 586** |
| **WNDB** | **12 121** | **12 803** | **13 661** | **14 548** | **15 316** |
| Koszty operacyjne | 5 920 | 6 024 | 6 212 | 6 431 | 6 640 |
| **Zysk operacyjny** | **6 200** | **6 779** | **7 449** | **8 117** | **8 677** |
| Saldo rezerw | 1 623 | 1 620 | 1 427 | 1 650 | 1 873 |
| Udział w jedn. zal. | 35 | 22 | 23 | 24 | 25 |
| **Wynik brutto** | **4 612** | **5 181** | **6 045** | **6 492** | **6 829** |
| Podatek | -907 | -1 140 | -1 360 | -1 363 | -1 434 |
| Zyski mniejszościowych | -2 | -5 | -2 | -2 | -2 |
| Podatek bankowy | 829 | 932 | 951 | 994 | 1 049 |
| **Zysk netto** | **2 874** | **3 104** | **3 733** | **4 132** | **4 344** |

### Bilans

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| **Kredyty netto** | **200 607** | **205 628** | **216 454** | **231 754** | **247 776** |
| Pozostałe aktywa | 84 966 | 91 284 | 95 403 | 99 638 | 103 970 |
| **Aktywa razem** | **285 573** | **296 912** | **311 857** | **331 391** | **351 746** |
| **Depozyty** | **205 066** | **218 800** | **228 982** | **242 291** | **256 414** |
| Pozostałe zobowiązania | 47 938 | 41 856 | 43 571 | 47 532 | 50 657 |
| Udziały mniejszościowe | -16 | -11 | -9 | -10 | -10 |
| **Kapitały własne** | **32 585** | **36 267** | **39 312** | **41 578** | **44 685** |

### Wskaźniki

| (%) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| NIM | 3,0% | 3,0% | 3,2% | 3,3% | 3,3% |
| C/I | 48,8% | 47,1% | 45,5% | 44,2% | 43,3% |
| CoR | 0,8% | 0,8% | 0,7% | 0,7% | 0,8% |
| NPL Ratio | 5,9% | 5,5% | 4,9% | 4,8% | 4,8% |
| Tier 1 | 14,5% | 16,5% | 16,9% | 17,0% | 17,6% |

### Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

| (mln PLN) | wartość | udział |
|---|---|---|
| Etap I (2019-20) | 3 475 | 6% |
| Korekta o PV | 134 | 0% |
| Etap II (2021-35) | 43 117 | 72% |
| Etap III (2036-55) | 10 831 | 18% |
| Wartość rezydualna | 2 587 | 4% |
| **Wartość godziwa** | **60 144** | **100%** |
| | | |
| Liczba akcji (mln) | 1 250 | |
| Koszt kapitału | 8,5% | |
| **Wartość godziwa na akcję (PLN)** | **48,12** | |
| **Cena docelowa za 9M (PLN)** | **51,18** | |

### Model zysków ekonomicznych

| (mln PLN) | wartość | udział |
|---|---|---|
| Początkowe TNAV | 38 243 | 64% |
| Etap I (2018-20) | 3 837 | 6% |
| Korekta o PV | 3 493 | 6% |
| Etap II (2021-35) | 11 106 | 19% |
| Etap III (2036-55) | 2 757 | 5% |
| **Wartość godziwa** | **59 435** | **100%** |
| | | |
| Liczba akcji (mln) | 1 250 | |
| Koszt kapitału | 8,5% | |
| **Wartość godziwa na akcję (PLN)** | **47,55** | |
| **Cena docelowa za 9M (PLN)** | **50,58** | |

### Podsumowanie wyceny

| (mln PLN) | waga | wycena |
|---|---|---|
| DDM | 50% | 60 144 |
| Zyski ekonomiczne | 50% | 59 435 |
| Średnia wartość godziwa | | 59 790 |
| na akcję (PLN) | | 47,83 |
| Podatek bankowy | | -9,36 |
| Wartość godziwa na akcję | | 38,47 |
| Koszt kapitału 9M | | 6,4% |
| **Cena docelowa za 9M (PLN)** | | **40,92** |

# Santander Bank Polska
## trzymaj (bez zmian)

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

Nie zmieniamy naszej rekomendacji trzymaj dla Santander Bank Polska. Po wynikach za 4Q'18 obniżyliśmy nasze prognozy zysku netto na 2020 rok ze względu na koszt ryzyka, który oczekujemy teraz na poziomie 80 p.b. w kolejnych 3 latach oraz ze względu na słabe zachowanie wyniku prowizyjnego. Z drugiej strony, jesteśmy bardziej optymistyczni na wynik odsetkowy, nawet biorąc pod uwagę płaskie środowisko stóp procentowych do końca kadencji RPP. Zarząd oczekuje, że racjonalizacja kosztu finansowania spowoduje wzrost marży odsetkowej o około 30 p.b. co naszym zdaniem jest scenariuszem nader optymistycznym (zakładamy +10 p.b.). Największym zagrożeniem dla prognoz pozostaje ustawa CHF. Niemniej jednak szacujemy, że w skrajnie negatywnym scenariuszu ustawa pochłonie łącznie 760 mln PLN, co obniżyłoby naszą cenę docelową o 6,19 PLN/akcję, ale nie zmieniłoby naszej pozytywnej rekomendacji. Osłodą dla ustawy CHF może być dywidenda. Chociaż Santander nie wypłaci 50% zysku netto, a 25%, czego oczekiwał konsensus, to Zarząd potwierdził chęć wypłaty całego zysku niepodzielonego z lat poprzednich (1 470 mln PLN lub 20,21 PLN na akcję). Ostateczna decyzja odnośnie rekomendacji dywidendy należeć będzie do KNF oraz RN banku.

| | | |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 378,20 PLN | **potencjał zmiany** |
| **Cena docelowa** | 388,00 PLN | +2,6% |

| | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|---|---|---|---|
| **aktualna** | **akumuluj** | **388,00 PLN** | **2019-02-01** |

| **Podstawowe dane** | | | **BZW** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | BZW | Zmiana 1M | +5,3% | -0,7% |
| ISIN | PLBZ00000044 | Zmiana YTD | +5,6% | +0,4% |
| Liczba akcji (mln) | 99,2 | Średni obrót 1M | | 21,6 mln PLN |
| MC (mln PLN) | 37 530,5 | Średni obrót 6M | | 22,3 mln PLN |
| | | P/E 12M fwd | 14,5 | -0,2% |
| Free float | 31,7% | P/E 5Y avg | 14,6 | dyskonto |

### Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Wynik odsetkowy | 4 770 | 5 277 | 5 742 | 6 792 | 7 487 |
| WNDB | 7 606 | 7 764 | 8 349 | 9 657 | 10 417 |
| Koszty | -3 368 | -3 372 | -3 769 | -4 117 | -4 116 |
| Saldo rezerw | -785 | -690 | -1 138 | -1 182 | -1 258 |
| Zysk netto | 2 167 | 2 213 | 2 365 | 2 648 | 3 155 |
| P/E | 17,3 | 17,0 | 16,1 | 14,6 | 12,2 |
| P/BV | 1,9 | 1,7 | 1,5 | 1,4 | 1,3 |
| ROE | 11,1% | 10,6% | 10,1% | 10,3% | 11,4% |
| DPS | 21,33 | 5,40 | 3,10 | 20,24 | 12,98 |
| DYield | 5,6% | 1,4% | 0,8% | 5,4% | 3,4% |

| **Zmiana prognoz** | **2019P** | **2020P** | **2021P** |
|---|---|---|---|
| Wynik odsetkowy | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Wynik prowizyjny | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Koszty razem | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Saldo rezerw | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Zysk netto | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

### RZiS

| (mln PLN) | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P |
|---|---|---|---|---|---|
| Wynik odsetkowy | 5 277 | 5 742 | 6 792 | 7 487 | 8 031 |
| Wynik prowizyjny | 2 013 | 2 058 | 2 271 | 2 323 | 2 400 |
| Wynik handlowy | 323 | 335 | 371 | 375 | 379 |
| Pozostałe przychody netto | 151 | 214 | 222 | 231 | 241 |
| **Wynik pozaodsetkowy** | **2 487** | **2 606** | **2 864** | **2 930** | **3 019** |
| **WNDB** | **7 764** | **8 349** | **9 657** | **10 417** | **11 050** |
| Koszty operacyjne | 3 372 | 3 769 | 4 117 | 4 116 | 4 110 |
| **Zysk operacyjny** | **4 391** | **4 580** | **5 539** | **6 301** | **6 940** |
| Saldo rezerw | 690 | 1 138 | 1 182 | 1 258 | 1 359 |
| Udział w jednostkach zal | 58 | 63 | 63 | 63 | 63 |
| **Wynik brutto** | **3 759** | **3 892** | **4 420** | **5 105** | **5 644** |
| Podatek | 817 | 727 | 888 | 1 026 | 1 134 |
| Zyski mniejszościowych | -305 | -334 | -318 | -320 | -305 |
| Podatek bankowy | -424 | -466 | -565 | -603 | -648 |
| **Zysk netto** | **2 213** | **2 365** | **2 648** | **3 155** | **3 557** |

### Bilans

| (mln PLN) | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P |
|---|---|---|---|---|---|
| **Kredyty netto** | **107 840** | **137 460** | **148 697** | **160 386** | **172 272** |
| Pozostałe aktywa | 44 835 | 68 392 | 71 612 | 75 988 | 80 701 |
| **Aktywa razem** | **152 674** | **205 853** | **220 309** | **236 374** | **252 973** |
| **Depozyty** | **111 481** | **149 617** | **158 759** | **170 347** | **185 107** |
| Pozostałe zobowiązania | 17 850 | 29 914 | 33 050 | 35 574 | 34 929 |
| Udziały mniejszościowe | 1 436 | 1 564 | 1 686 | 1 808 | 1 925 |
| **Kapitały własne** | **21 907** | **24 758** | **26 814** | **28 646** | **31 012** |

### Wskaźniki

| (%) | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P |
|---|---|---|---|---|---|
| NIM | 3,6% | 3,3% | 3,3% | 3,4% | 3,4% |
| C/I | 43,4% | 45,1% | 42,6% | 39,5% | 37,2% |
| CoR | 0,6% | 0,9% | 0,8% | 0,8% | 0,8% |
| NPL Ratio | 5,8% | 4,5% | 4,5% | 4,4% | 4,6% |
| Tier 1 | 15,3% | 11,5% | 12,1% | 12,0% | 12,1% |

### Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

| (mln PLN) | wartość | udział |
|---|---|---|
| Etap I (2018-20) | 4 262 | 10% |
| Korekta o PV | 2 218 | 5% |
| Etap II (2021-35) | 23 554 | 53% |
| Etap III (2036-55) | 10 196 | 23% |
| Wartość rezydualna | 4 031 | 9% |
| **Wartość godziwa** | **44 262** | **100%** |
| | | |
| Liczba akcji (mln) | 99 | |
| Koszt kapitału | 8,5% | |
| **Wartość godziwa na akcję (PLN)** | **446,03** | |
| **Cena docelowa za 9M (PLN)** | **474,47** | |

### Model zysków ekonomicznych

| (mln PLN) | wartość | udział |
|---|---|---|
| Początkowe TNAV | 24 408 | 58% |
| Etap I (2018-20) | 5 051 | 12% |
| Korekta o PV | 283 | 1% |
| Etap II (2021-35) | 10 470 | 25% |
| Etap III (2036-55) | 2 115 | 5% |
| **Wartość godziwa** | **42 327** | **100%** |
| | | |
| Liczba akcji (mln) | 99 | |
| Koszt kapitału | 8,5% | |
| **Wartość godziwa na akcję (PLN)** | **426,53** | |
| **Cena docelowa za 9M (PLN)** | **453,73** | |

### Podsumowanie wyceny

| (mln PLN) | waga | wycena |
|---|---|---|
| DDM | 50% | 44 262 |
| Zyski ekonomiczne | 50% | 42 327 |
| Średnia wartość godziwa | | 43 294 |
| na akcję (PLN) | | 436,28 |
| Podatek bankowy | | -71,54 |
| Wartość godziwa na akcję | | 364,75 |
| Koszt kapitału 9M | | 6,4% |
| **Cena docelowa za 9M (PLN)** | | **388,00** |

# Komercni Banka
## akumuluj (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację akumuluj. 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) pozwali podtrzymać wskaźnik DYield na poziomie około 6% (przy wypłacie 52% zysku netto) w kolejnych dwóch latach. Oczekujemy, że w 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** | 915,00 CZK | **potencjał zmiany** |
| **Cena docelowa** | 1 000,00 CZK | +9,3% |

| | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|---|---|---|---|
| **aktualna** | **akumuluj** | **1 000,00 CZK** | **2018-12-05** |

| **Podstawowe dane** | | | **KOMB.CP** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | KOMB.CP | Zmiana 1M | +7,0% | +1,0% |
| ISIN | CZ0008019106 | Zmiana YTD | +8,0% | +2,9% |
| Liczba akcji (mln) | 188,9 | Średni obrót 1M | 149,5 mln CZK | |
| MC (mld CZK) | 172,8 | Średni obrót 6M | 127,0 mln CZK | |
| | | P/E 12M fwd | 12,2 | -12,2% |
| Free float | 39,6% | P/E 5Y avg | 13,8 | 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 | 12,6 | 11,6 | 11,6 | 11,4 | 11,0 |
| 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% | 5,1% | 5,7% | 5,7% |

| **Zmiana prognoz** | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
|---|---|---|---|
| Wynik odsetkowy | +0,8% | 0,0% | 0,0% |
| Wynik prowizyjny | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Koszty razem | +1,0% | 0,0% | 0,0% |
| Saldo rezerw | -16,4% | 0,0% | 0,0% |
| Zysk netto | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

### RZiS

| **(mln CZK)** | **2016** | **2017** | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
|---|---|---|---|---|---|
| Wynik odsetkowy netto | 21 067 | 20 808 | 22 406 | 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** | **31 989** | **34 401** | **36 339** |
| Koszty operacyjne | -14 033 | -13 374 | -14 641 | -14 876 | -15 215 |
| **Wynik operacyjny** | **17 724** | **17 686** | **17 348** | **19 525** | **21 124** |
| Saldo rezerw | -1 818 | 391 | 750 | -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** |

### Bilans

| **(mld CZK)** | **2016** | **2017** | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
|---|---|---|---|---|---|
| **Kredyty netto** | **580** | **598** | **640** | **672** | **707** |
| Pozostałe aktywa | 343 | 406 | 501 | 521 | 534 |
| **Aktywa razem** | **923** | **1 004** | **1 141** | **1 193** | **1 241** |
| **Depozyty** | **699** | **762** | **843** | **882** | **924** |
| Pozostałe zobowiązania | 118 | 142 | 191 | 197 | 195 |
| Udziały mniejszościowe | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| **Kapitały własne** | **102** | **97** | **103** | **110** | **117** |

### Wskaźniki

| **(%)** | **2016** | **2017** | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
|---|---|---|---|---|---|
| NIM | 2,4% | 2,2% | 2,1% | 2,2% | 2,2% |
| C/I | 44,2% | 43,1% | 45,6% | 43,2% | 41,9% |
| CoR | 0,3% | -0,1% | -0,1% | 0,1% | 0,2% |
| NPL Ratio | 3,8% | 3,1% | 3,1% | 3,3% | 3,5% |
| Tier 1 | 16,2% | 18,0% | 17,5% | 17,6% | 17,7% |

### 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 |
| | | 950 |
| Koszt kapitału 9M | | 5,3% |
| **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 dla Erste Banku, ale obniżamy cenę docelową do 43,72 EUR / akcję. Zaktualizowaliśmy nasze prognozy na 2018 rok zgodnie z komunikatem dotyczącym wstępnych wyników, który zawierał: zysk netto na poziomie 1,8 mld EUR, wynik operacyjny na poziomie 2,7 mld EUR oraz rozwiązanie rezerwy na poziomie 59 mln EUR. Ponadto Zarząd zaproponował wypłatę dywidendy w wysokości 1,40 EUR na akcję. Wyniki zaskoczyły pozytywnie, szczególnie biorąc pod uwagę część operacyjną biznesu, a kurs zareagował bardzo pozytywnie. Z drugiej strony obniżyliśmy nasze prognozy na 2019 i 2020 rok (po 5%) tak, aby uwzględnić podatek bankowy od aktywów w Rumunii. Z kolei nasze prognozy na Rumunię zostały obniżone o 65% na 2019 rok oraz 66% na 2020. W naszych prognozach Rumunia generuje dalej zysk netto, ale ROE spada do około 6%. Ponadto nadal oczekujemy, że Erste Bank czeka powolna normalizacja kosztu ryzyka, która według nas oznacza zawiązanie rezerw w wysokości 135 mln EUR w 2019 roku oraz 233 mln EUR w 2020. Uważamy, że prognoza Zarządu na 2019 rok ponownie będzie ustawiona na bardzo bezpiecznym poziomie, co może wyhamować sentyment do spółki na początku roku. Pomimo znaczącego spadku rentowności w Rumunii, pośród banków regionalnych nadal preferujemy Erste do OTP, ale głównie ze względu na bardzo atrakcyjną wycenę.

| | | |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 31,00 EUR | **potencjał zmiany** |
| **Cena docelowa** | 43,72 EUR | +41,0% |

| | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|---|---|---|---|
| **nowa** | **kupuj** | **43,72 EUR** | **2019-02-04** |
| poprzednia | kupuj | 46,18 EUR | 2018-12-05 |

| **Podstawowe dane** | | | **EBS.AV** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | EBS.AV | Zmiana 1M | +4,7% | -1,4% |
| ISIN | AT0000652011 | Zmiana YTD | +6,7% | +1,6% |
| Liczba akcji (mln) | 429,8 | Średni obrót 1M | 26,2 mln EUR | |
| MC (mln EUR) | 13 323,8 | Średni obrót 6M | 27,5 mln EUR | |
| | | P/E 12M fwd | 9,1 | -20,6% |
| 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 | 4 559 | 4 828 | 5 102 |
| WNDB | 6 484 | 6 475 | 6 735 | 7 090 | 7 446 |
| Koszty | -4 028 | -4 158 | -4 201 | -4 261 | -4 329 |
| Saldo rezerw | -196 | -132 | 59 | -135 | -233 |
| Zysk netto | 1 265 | 1 316 | 1 758 | 1 499 | 1 607 |
| P/E | 10,5 | 10,1 | 7,6 | 8,9 | 8,3 |
| P/BV | 1,1 | 1,0 | 0,9 | 0,9 | 0,8 |
| ROE | 10,8% | 10,0% | 12,2% | 9,8% | 10,0% |
| DPS | 0,50 | 1,00 | 1,20 | 1,40 | 1,46 |
| DYield | 1,6% | 3,2% | 3,9% | 4,5% | 4,7% |
| **Zmiana prognoz** | | | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
| Wynik odsetkowy | | | +0,4% | +0,2% | +0,2% |
| Wynik prowizyjny | | | +0,7% | +0,7% | +0,7% |
| Koszty razem | | | -1,5% | -1,5% | -1,5% |
| Saldo rezerw | | | -3,7% | 0,0% | 0,0% |
| Zysk netto | | | +14,1% | -4,7% | -4,9% |

### RZiS

| (mln EUR) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Wynik odsetkowy netto | 4 375 | 4 353 | 4 559 | 4 828 | 5 102 |
| Wynik prowizyjny | 1 783 | 1 852 | 1 948 | 1 998 | 2 051 |
| Wynik handlowy | 326 | 270 | 227 | 265 | 292 |
| **WNDB** | **6 484** | **6 475** | **6 735** | **7 090** | **7 446** |
| Poz. wynik operacyjny | 79 | -1 | 72 | 38 | 33 |
| Podatek bankowy | -389 | -106 | -113 | -309 | -326 |
| Koszty operacyjne | -4 028 | -4 158 | -4 201 | -4 261 | -4 329 |
| **Zysk operacyjny** | **2 146** | **2 210** | **2 493** | **2 559** | **2 824** |
| Saldo rezerw | -196 | -132 | 59 | -135 | -233 |
| **Zysk operacyjny netto** | **1 950** | **2 078** | **2 552** | **2 424** | **2 590** |
| Zyski nadzwyczajne | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **Zysk brutto** | **1 950** | **2 078** | **2 552** | **2 424** | **2 590** |
| Podatek dochodowy | -414 | -410 | -395 | -518 | -555 |
| Zyski mniejszościowych | -272 | -352 | -399 | -407 | -428 |
| **Zysk netto** | **1 265** | **1 316** | **1 758** | **1 499** | **1 607** |

### 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 | 51 264 | 56 107 | 60 449 |
| Udziały mniejszościowe | 4 142 | 4 416 | 4 815 | 5 222 | 5 650 |
| **Kapitały własne** | **12 460** | **13 872** | **14 935** | **15 662** | **16 471** |

### Wskaźniki

| (%) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| NIM | 2,2% | 2,0% | 2,1% | 2,1% | 2,1% |
| C/I | 60,9% | 64,2% | 61,3% | 59,6% | 57,7% |
| 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% | 13,9% | 13,6% | 13,5% |

### Wycena sumą części (SOTP)

| (mln EUR) | Wartość godziwa | FVPS (EUR) | Zysk netto 2018P | Zysk netto 2019P | Zysk netto 2020P | P/E 2018P | P/E 2019P | P/E 2020P | BV 2018 | P/BV 2018 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Austria** | **7 422** | **17,27** | **647** | **567** | **599** | **11,5** | **13,1** | **12,4** | **4 283** | **1,7** |
| Savings Banks | 501 | 1,17 | 148 | 67 | 72 | 3,4 | 7,4 | 7,0 | 2 763 | 0,2 |
| Erste Oesterreich | 4 245 | 9,88 | 243 | 301 | 321 | 17,5 | 14,1 | 13,2 | 1 520 | 2,8 |
| Austria pozostała | 2 675 | 6,22 | 256 | 199 | 206 | 10,4 | 13,4 | 13,0 | 1 873 | 1,4 |
| **CEE ogółem** | **15 543** | **36,16** | **1 297** | **1 162** | **1 214** | **12,0** | **13,4** | **12,8** | **6 555** | **2,4** |
| Republika Czeska | 8 631 | 20,08 | 619 | 608 | 626 | 13,9 | 14,2 | 13,8 | 2 489 | 3,5 |
| Rumunia | 1 199 | 2,79 | 233 | 90 | 92 | 5,2 | 13,3 | 13,1 | 1 334 | 0,9 |
| Słowacja | 3 153 | 7,34 | 193 | 219 | 246 | 16,3 | 14,4 | 12,8 | 950 | 3,3 |
| Węgry | 1 550 | 3,61 | 143 | 128 | 134 | 10,8 | 12,1 | 11,6 | 823 | 1,9 |
| Chorwacja | 753 | 1,75 | 100 | 103 | 101 | 7,5 | 7,3 | 7,5 | 758 | 1,0 |
| Serbia | 256 | 0,60 | 9 | 13 | 16 | 28,6 | 19,3 | 16,1 | 202 | 1,3 |
| **Pozostałe** | **-5 063** | **-11,78** | **-186** | **-230** | **-205** | **27,2** | **22,0** | **24,7** | **1 440** | **-3,5** |
| **Grupa Erste ogółem** | **17 901** | **41,65** | | | | | | | | |

### Podsumowanie wyceny

| (mln EUR) | waga | wycena |
|---|---|---|
| Koszt kapitału 12M | | 6,6% |
| DDM | 50% | 20 408 |
| Zyski ekonomiczne | 50% | 15 394 |
| Średnia wartość godziwa | | 17 901 |
| na akcję (EUR) | | 41,65 |
| Koszt kapitału 9M | | 5,0% |
| **Cena docelowa za 9M (EUR)** | | **43,72** |

# OTP Bank
## akumuluj (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację akumuluj dla OTP Banku. Uważamy, że konsensus prognoz po silnym wzroście w 2018 roku będzie dalej kontynuował swoją wspinaczkę w 2019 roku. Nasze prognozy na lata 2019-20 są o 5% wyższe od konsensusu (ze zdarzeniami jednorazowymi). 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 aktywów. Do zagrożeń zaliczamy także znaczącą ekspozycję OTP na Rosję i Ukrainę, szczególnie biorąc pod uwagę 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.

| | | |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 11 500,00 HUF | **potencjał zmiany** |
| **Cena docelowa** | 13 046,00 HUF | +13,4% |

| | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|---|---|---|---|
| **aktualna** | **akumuluj** | **13 046,00 HUF** | **2018-12-05** |

| **Podstawowe dane** | | | **OTP.HB** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | OTP.HB | Zmiana 1M | 0,0% | -6,1% |
| ISIN | HU0000061726 | Zmiana YTD | +1,9% | -3,3% |
| Liczba akcji (mln) | 267,0 | Średni obrót 1M | 5,4 mld HUF | |
| MC (mld HUF) | 3 070,9 | Średni obrót 6M | 6,3 mld HUF | |
| | | P/E 12M fwd | 9,7 | -6,0% |
| Free float | 100,0% | P/E 5Y avg | 10,3 | dyskonto |

### 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 | 15,2 | 10,9 | 9,5 | 9,5 | 9,0 |
| P/BV | 2,2 | 1,9 | 1,6 | 1,4 | 1,2 |
| 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% | 2,0% | 2,4% | 2,6% |
| **Zmiana prognoz** | | | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
| Wynik odsetkowy | | | -0,3% | 0,0% | 0,0% |
| Wynik prowizyjny | | | +2,3% | 0,0% | 0,0% |
| Koszty razem | | | +5,8% | 0,0% | 0,0% |
| Saldo rezerw | | | -68,6% | 0,0% | 0,0% |
| Zysk netto | | | +22,4% | 0,0% | 0,0% |

### 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 operac | 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 WNiP | 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** |

### 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% |

### Wycena sumą części (SOTP)

| (mld HUF) | Wartość godziwa | FVPS (HUF) | Zysk netto 2018 | Zysk netto 2019 | Zysk netto 2020 | P/E 2018 | P/E 2019 | P/E 2020 | BV 2018 | P/BV 2018 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Węgry + pozostałe** | **1 979** | **7 411** | **196,8** | **167,2** | **178,2** | **10,1** | **11,8** | **11,1** | **754** | **2,6** |
| **CEE ogółem** | **1 431** | **5 350** | **140,2** | **165,7** | **174,1** | **10,2** | **8,6** | **8,2** | **967** | **1,5** |
| DSK | 618 | 2 314 | 49,2 | 70,5 | 75,8 | 12,6 | 8,8 | 8,2 | 264 | 2,3 |
| OBS | 25 | 93 | 0,6 | 0,6 | 0,4 | 45,0 | 40,3 | 68,2 | 34 | 0,7 |
| OTP Banka Hrvatska | 285 | 1 067 | 27,5 | 26,5 | 27,0 | 10,4 | 10,7 | 10,5 | 278 | 1,0 |
| OTP Banka Romania | 127 | 477 | 7,0 | 10,3 | 10,5 | 18,3 | 12,4 | 12,1 | 56 | 2,3 |
| OTP Russia | 191 | 707 | 27,2 | 31,4 | 32,7 | 7,2 | 6,2 | 6,0 | 163 | 1,2 |
| CJSC OTP Bank | 79 | 296 | 24,7 | 19,7 | 17,6 | 3,2 | 4,0 | 4,5 | 63 | 1,3 |
| OTP Banka Serbia | 80 | 298 | 1,0 | 4,2 | 7,3 | 87,8 | 21,0 | 12,0 | 84 | 1,0 |
| CKB | 26 | 97 | 3,2 | 2,5 | 2,9 | 8,1 | 10,2 | 9,0 | 25 | 1,0 |
| **Suma dywizji** | **3 410** | **12 761** | **337,1** | **333,0** | **352,3** | **10,1** | **10,2** | **9,7** | **1 722** | **2,0** |
| Podatek bankowy | -171 | -642 | | | | | | | | |
| **Grupa OTP ogółem** | **3 239** | **12 119** | | | | | | | | |

### Podsumowanie wyceny

| (mld HUF) | waga | wycena |
|---|---|---|
| Koszt kapitału 12M | | 10,2% |
| DDM | 50% | 3 229 |
| Zyski ekonomiczne | 50% | 3 617 |
| Średnia wartość godziwa | | 3 423 |
| 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
## trzymaj (obniżona)

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

Po znaczącym wzroście kursu akcji obniżamy naszą rekomendację akumuluj do trzymaj dla PZU. Uważamy, że w latach 2019-20 składka przypisana brutto wzrośnie o odpowiednio 2,3% i 2,5%, zaś odszkodowania średniorocznie o 2%. 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 >6,0% 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.

| | | potencjał zmiany |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 44,77 PLN | |
| **Cena docelowa** | 46,50 PLN | +3,9% |

| | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|---|---|---|---|
| **nowa** | **trzymaj** | **46,50 PLN** | **2019-02-04** |
| poprzednia | akumuluj | 46,50 PLN | 2018-12-05 |

| **Podstawowe dane** | | | **PZU** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | PZU | Zmiana 1M | +3,7% | -2,3% |
| ISIN | PLPZU0000011 | Zmiana YTD | +2,0% | -3,2% |
| Liczba akcji (mln) | 863,5 | Średni obrót 1M | 87,7 mln PLN | |
| MC (mln PLN) | 38 659,9 | Średni obrót 6M | 76,7 mln PLN | |
| | | P/E 12M fwd | 11,9 | -3,8% |
| Free float | 64,8% | P/E 5Y avg | 12,3 | 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 | 20,0 | 13,3 | 12,1 | 11,8 | 11,3 |
| P/BV | 3,0 | 2,6 | 2,5 | 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 | 4,6% | 3,1% | 6,0% | 6,2% | 6,3% |

| **Zmiana prognoz** | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
|---|---|---|---|
| Składka przypisana brutto | +0,6% | 0,0% | 0,0% |
| Odszkodowania | -0,6% | 0,0% | 0,0% |
| Wynik inwestycyjny | -8,2% | 0,0% | 0,0% |
| Koszty razem | -0,4% | 0,0% | 0,0% |
| Zysk netto | +0,2% | 0,0% | 0,0% |

### RZiS

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Składka przypisana brutto | 20 219 | 22 847 | 23 290 | 23 700 | 24 282 |
| Składka zarobiona netto | 18 625 | 21 354 | 22 222 | 22 601 | 23 140 |
| Odszkodowania i świadcze | -12 732 | -14 941 | -14 607 | -14 998 | -15 304 |
| Wynik inwestycyjny | 1 300 | 2 217 | 1 020 | 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 | -1 354 | -1 285 | -1 471 |
| Wynik na działalności bank | 648 | 2 487 | 3 971 | 4 631 | 5 305 |
| **Wynik operacyjny** | **2 991** | **5 805** | **6 820** | **7 446** | **8 119** |
| Koszty finansowe | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Jednostki zależne | 16 | 16 | 16 | -3 | 0 |
| **Zysk brutto** | **3 007** | **5 821** | **6 836** | **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** | **3 203** | **3 247** | **3 407** |

### Bilans

| (mln PLN) | 2016 | 2017P | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Aktywa finansowe | **105 286** | **281 854** | **320 415** | **337 255** | **364 803** |
| Pozostałe aktywa | 20 010 | 35 551 | 36 417 | 37 316 | 38 250 |
| Aktywa razem | **125 296** | **317 405** | **356 832** | **374 571** | **403 054** |
| Rezerwy techniczne | **42 194** | **44 558** | **50 119** | **51 151** | **52 282** |
| Pozostałe zobowiązania | 66 018 | 235 246 | 267 512 | 283 015 | 294 982 |
| Udziały mniejszościowe | 4 086 | 22 979 | 23 542 | 23 878 | 38 289 |
| Kapitały własne | **12 998** | **14 622** | **15 660** | **16 527** | **17 500** |

### Wskaźniki

| (%) | 2016 | 2017P | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Odszkodowań | 68,7 | 70,0 | 66,2 | 66,4 | 66,1 |
| Kosztów ogółem | 21,1 | 21,2 | 21,0 | 21,9 | 22,0 |
| Zwrot na portfelu | 4,6 | 5,5 | 1,7 | 2,1 | 2,1 |
| COR majątku | 95,7 | 90,5 | 86,5 | 87,8 | 87,8 |
| Marża op w Życiu | 24,05 | 16,11 | 23,68 | 23,47 | 24,32 |

### 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 (podtrzymana)

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

Zostawiamy rekomendację kupuj dla Kruka, ale obniżamy cenę docelową do 279,32 PLN na akcję. Nasze prognozy zostały obniżone o 4-5% na lata 2019-2021 ze względu na niższe założenia nakładów, ale i niższe pozytywne rewaluacje. Z drugiej strony, obniżamy koszt finansowania utrzymując płaskie stopy procentowe w Polsce w kolejnych latach. Nasza rewizja prognoz próbuje uchwycić efekt najnowszej legislacji w Rumunii, która może wprowadzić limit na odzyski do dwukrotności ceny zapłaconej za wierzytelności konsumenckie niezabezpieczone. Uważamy, że spowoduje to spadek zakupów, które obejmować będą jedynie detaliczne wierzytelności zabezpieczone, wierzytelności korporacyjne oraz wierzytelności nie bankowe (np. od telekomów). Sposobem na nową ustawę może być zakup portfeli nieznacznie przeterminowanych, których cena stosunkowo wysoka (dwukrotność odzysku bliska 80%-90% wartości portfela). Skutkiem ustawy może być też zmniejszenie skali działalności, a co za tym idzie kosztów czego jeszcze nie bierzemy pod uwagę w naszych prognozach. W kolejnych 3 latach oczekujemy nakładów w Rumunii niższych niż 57 mln PLN w roku, wobec czteroletniej średniej na poziomie 238 mln PLN w co spowodowało spadek naszych całkowitych nakładów o 5%. Cały czas podnosimy stare argumenty, które obejmują: i) poprawę operacji we Włoszech, ii) duże zakupy na rynku polskim, iii) atrakcyjną wycenę porównawczą, iv) niskie ryzyko związane z finansowaniem, v) nadchodzące pozytywne rewizje konsensusu (4-6% na lata 2019-20). Zwracamy uwagę na rosnące dyskonto pomiędzy Krukiem a grupą porównawczą, zwłaszcza po publikacji wyników przez Intrum Justitia. Podtrzymujemy, że prognoza Zarządu na poziomie 700 mln PLN zysku netto w 2024 roku jest dość ambitna, ale stanowi jednocześnie potencjał dla wzrostu naszych prognoz i konsensusu.

| | | |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 166,30 PLN | **potencjał zmiany** |
| **Cena docelowa** | 279,32 PLN | +68,0% |

| | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|---|---|---|---|
| **nowa** | **kupuj** | **279,32 PLN** | **2019-02-04** |
| poprzednia | kupuj | 292,77 PLN | 2018-12-05 |

| **Podstawowe dane** | | | **KRU** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | KRU | Zmiana 1M | +4,5% | -1,5% |
| ISIN | PLKRK0000010 | Zmiana YTD | +6,1% | +1,0% |
| Liczba akcji (mln) | 18,9 | Średni obrót 1M | 7,5 mln PLN | |
| MC (mln PLN) | 3 138,3 | Średni obrót 6M | 9,6 mln PLN | |
| | | P/E 12M fwd | 8,1 | -40,1% |
| Free float | 87,0% | P/E 5Y avg | 13,5 | dyskonto |

### Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Przychody ogółem | 783 | 1 055 | 1 184 | 1 337 | 1 488 |
| z zakupu wierzyt. | 725 | 972 | 1 093 | 1 234 | 1 376 |
| z inkasa | 32 | 59 | 65 | 72 | 75 |
| Koszty operacyjne | -117 | -148 | -156 | -174 | -193 |
| Zysk netto | 249 | 295 | 346 | 402 | 442 |
| P/E | 12,3 | 10,6 | 9,1 | 7,8 | 7,1 |
| P/BV | 2,5 | 2,1 | 1,8 | 1,6 | 1,4 |
| ROE | 24,6% | 21,9% | 21,7% | 21,8% | 21,1% |
| DPS | 7,15 | 5,82 | 5,00 | 8,24 | 10,67 |
| DYield | 4,3% | 3,5% | 3,0% | 5,0% | 6,4% |

| **Zmiana prognoz** | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
|---|---|---|---|
| Nabyte pakiety wierzytelności | -4,2% | -4,6% | -8,0% |
| Usługi windykacyjne | 0,0% | +8,3% | +4,0% |
| Pozostałe produkty | +2,8% | +2,8% | +2,8% |
| Koszty ogólne | -6,8% | -6,5% | -9,5% |
| Zysk netto | -2,2% | -3,8% | -3,5% |

### RZiS

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Nabyte pakiety wierzyteln | 454 | 559 | 661 | 747 | 833 |
| Usługi windykacyjne | 9 | 15 | 14 | 19 | 20 |
| Pozostałe produkty | 13 | 15 | 16 | 19 | 22 |
| **Marża pośrednia** | **477** | **589** | **691** | **784** | **874** |
| Koszty ogólne | 117 | 148 | 156 | 174 | 193 |
| Wynik na pozostałej działa | 3 | -2 | -2 | -3 | -3 |
| **EBITDA** | **363** | **439** | **532** | **608** | **678** |
| Amortyzacja | 14 | 19 | 21 | 24 | 26 |
| **EBIT** | **349** | **421** | **511** | **584** | **651** |
| Przychody/koszty finansov | -63 | -86 | -126 | -137 | -161 |
| Zysk brutto | 286 | 335 | 385 | 447 | 491 |
| Podatek dochodowy | 38 | 40 | 39 | 45 | 49 |
| **Zysk netto** | **249** | **295** | **346** | **402** | **442** |
| Nakłady na nowe portfele | 1 286 | 976 | 1 395 | 1 350 | 1 446 |
| Spłaty | -992 | -1 369 | -1 671 | -1 872 | -2 066 |

### Bilans

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Środki pieniężne | 267 | 173 | 103 | 122 | 141 |
| **Zakupione wierzytelno** | **2 676** | **3 169** | **3 937** | **4 649** | **5 405** |
| Pozostałe aktywa | 149 | 218 | 191 | 217 | 245 |
| **Aktywa razem** | **3 092** | **3 560** | **4 231** | **4 987** | **5 791** |
| **Kredyty i pożyczki** | **1 646** | **1 897** | **2 274** | **2 785** | **3 332** |
| Pozostałe zobowiązania | 209 | 202 | 231 | 229 | 245 |
| **Kapitały własne** | **1 237** | **1 460** | **1 726** | **1 973** | **2 213** |

### Wskaźniki

| (%) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Dług netto / KW | 111,4 | 118,0 | 125,7 | 135,0 | 144,2 |
| Dług netto /EBITDA | 380,4 | 392,3 | 407,9 | 438,3 | 470,9 |
| Marża EBITDA | 46,3 | 41,6 | 45,0 | 45,4 | 45,5 |
| Marża EBIT | 44,6 | 39,9 | 43,2 | 43,7 | 43,8 |
| EV / Cash EBITDA | 7,15 | 5,82 | 4,79 | 4,66 | 4,63 |

### Wycena DDM oraz EVA

| (mln PLN) | DDM | EVA |
|---|---|---|
| Początkowe TNAV | | 1 460 |
| Etap I (2017-24) | 1 496 | 2 041 |
| Etap II (2025-44) | 2 383 | 1 034 |
| PV TV | 967 | |
| **Wartość godziwa na 07/2016** | **4 847** | **4 536** |
| Korekta o wartość pieniądza w czasie | 93 | 261 |
| **Obecna wartość firmy** | **4 940** | **4 798** |
| | | |
| Liczba akcji (mln) | 18,9 | 18,9 |
| Koszt kapitału | 7,6% | 7,6% |
| **Wartość godziwa na akcję (PLN)** | **261,77** | **254,22** |
| **Cena docelowa za 9M (PLN)** | **280,61** | **272,52** |

### Podsumowanie DCF

| | (mln PLN) |
|---|---|
| Suma FCF | 11 |
| Wartość rezydualna (TV) | 11 881 |
| Wzrost FCF po prognozie | 3,0% |
| Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV) | 6 454 |
| Wartość firmy (EV) | 6 465 |
| Dług netto | 1 724 |
| Udziałowcy mniejszościowi | 0 |
| **Wartość firmy na 01/2016** | **4 741** |
| Korekta o wartość pieniądza w czasie | 273 |
| **Obecna wartość godziwa** | **5 014** |
| Ilość akcji (mln) | 18,9 |
| **Wartość firmy na akcję (PLN)** | **265,70** |

### Podsumowanie wyceny

| (mln PLN) | waga | wycena |
|---|---|---|
| DDM | 33% | 4 940 |
| Zyski ekonomiczne | 33% | 4 798 |
| DCF | 33% | 5 014 |

### Wycena na akcję

| (PLN) | waga | wycena |
|---|---|---|
| DDM | 33% | 261,77 |
| Zyski ekonomiczne | 33% | 254,22 |
| DCF | 33% | 265,70 |
| Średnia wartość godziwa | | 260,56 |
| Koszt kapitału 9M | | 6,2% |
| **Cena docelowa za 9M (PLN)** | | **279,32** |

# Skarbiec Holding
## kupuj (bez zmian)

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

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj. W naszych prognozach uwzględniamy najnowszą propozycję Ministerstwa Finansów stopniowego obniżenia opłaty stałej do 2,0% w 2022 roku oraz wolniejszy wzrost rynku w średnim terminie. Pozytywną informacją jest dalsza możliwość pobierania opłaty zmiennej przez fundusze inwestycyjne, co nie zawsze było uwzględniane w wycenie rynkowej Skarbca w przeszłości. Jesteśmy zaniepokojeni zmianami w Zarządzie spółki i nadal niewyjaśnioną kwestią finalnego właściciela kontrolnego pakietu Aoram. Prasa spekuluje, że zamieszanie wokół właścicieli skutkowało rozwiązaniem umowy z dystrybutorem (Santander) oraz trwającą rewizją innych dystrybutorów. Obecnie zakładamy wzrost AUM Skarbca w średniorocznym tempie +10,5% przez kolejne 9 lat przy wzroście 7,0% rynku, co przełoży się na rosnący udział rynkowy z 2,6% obecnie do 3,1% w 2026 roku. Oczekujemy, że przez cały okres naszej prognozy Skarbiec Holding płacić będzie sowitą dywidendę ze wskaźnikiem DYield w przedziale 20-27%.

| | | |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 16,70 PLN | **potencjał zmiany** |
| **Cena docelowa** | 31,36 PLN | +87,8% |

| | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|---|---|---|---|
| **aktualna** | **kupuj** | **31,36 PLN** | **2018-12-05** |

| **Podstawowe dane** | | | **SKH** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | SKH | Zmiana 1M | -22,3% | -28,4% |
| ISIN | PLSKRBH00014 | Zmiana YTD | -20,9% | -26,0% |
| Liczba akcji (mln) | 6,8 | Średni obrót 1M | 0,2 mln PLN | |
| MC (mln PLN) | 113,9 | Średni obrót 6M | 0,3 mln PLN | |
| | | P/E 12M fwd | 5,0 | -33,9% |
| Free float | 25,4% | P/E 5Y avg | 7,6 | 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 | 3,5 | 5,8 | 5,2 | 4,9 | 5,0 |
| P/BV | 1,1 | 1,3 | 1,3 | 1,2 | 1,2 |
| ROE | 34,1% | 20,6% | 24,4% | 25,3% | 25,0% |
| DPS | 3,08 | 4,57 | 3,00 | 3,30 | 3,36 |
| DYield | 18,4% | 27,4% | 18,0% | 19,8% | 20,1% |

| **Zmiana prognoz** | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
|---|---|---|---|
| Wynagrodzenie stałe | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Wynagrodzenie zmienne | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Przychody | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Koszty razem | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Zysk netto | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

### RZiS

| **(mln PLN)** | **2016** | **2017** | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
|---|---|---|---|---|---|
| Wynagrodzenie stałe | 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 (podtrzymana)

**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 2018 roku eksport sody z Chin spadł o 11% i był to trzeci z rzędu rok ograniczeń w eksporcie surowca (w 2017 roku -23% r/r; w 2016 roku -10% r/r). ICIS oczekuje wzrostu cen sody o około 5% w 2019 roku, a IHS oczekuje wzrostu w Europie o 7% r/r. Pozytywnie na poziom popytu w środkowej Europie wpływa rozbudowa dwóch znaczących hut szkła (Guardian i Euroglas). Dodatkowo w ubiegłym 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. Aktualizujemy nasze prognozy wyników finansowych o prognozy 4Q'18. Obniżamy naszą cenę docelową z 77,05 do 75,82 PLN oraz pozostawiamy bez zmian rekomendację kupuj.

| | | |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 52,85 PLN | **potencjał zmiany** |
| **Cena docelowa** | 75,82 PLN | +43,5% |

| | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|---|---|---|---|
| **nowa** | **kupuj** | **75,82 PLN** | **2019-02-04** |
| poprzednia | kupuj | 77,05 PLN | 2018-11-05 |

| **Podstawowe dane** | | | **CIE PW** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | CIE PW | Zmiana 1M | +20,1% | +14,1% |
| ISIN | PLCIECH00018 | Zmiana YTD | +19,3% | +14,2% |
| Liczba akcji (mln) | 52,7 | Średni obrót 1M | | 3,5 mln PLN |
| MC (mln PLN) | 2 785,2 | Średni obrót 6M | | 4,7 mln PLN |
| EV (mln PLN) | 4 137,1 | EV/EBITDA 12M fwd | 5,7 | -8,1% |
| Free float | 33,0% | EV/EBITDA 5Y avg | 6,2 | dyskonto |

### Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 3 455 | 3 579 | 3 667 | 3 836 | 4 050 |
| EBITDA skor. | 874 | 808 | 659 | 779 | 856 |
| marża EBITDA | 25,3% | 22,6% | 18,0% | 20,3% | 21,1% |
| EBIT skor. | 650 | 564 | 391 | 489 | 555 |
| Zysk netto skor. | 585 | 373 | 208 | 346 | 399 |
| P/E skor. | 4,8 | 7,5 | 13,4 | 8,0 | 7,0 |
| P/BV | 1,6 | 1,3 | 1,3 | 1,2 | 1,1 |
| EV/EBITDA skor. | 4,5 | 4,5 | 6,3 | 5,2 | 4,6 |
| DPS | 2,85 | 0,00 | 7,50 | 2,28 | 4,27 |
| DYield | 5,4% | 0,0% | 14,2% | 4,3% | 8,1% |

| **Zmiana prognoz** | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
|---|---|---|---|
| EBITDA | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Zysk netto | 0,0% | -0,2% | -0,1% |
| Soda (USD/t) | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Soda Ciech (PLN/t) | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Soda vol (tys. ton) | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Węgiel do celów energetycznych (PLN/t) | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Węgiel koksowy (USD/t) | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Gaz ziemny (PLN/m3) | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

### Rachunek wyników i dane operacyjne

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| EBITDA soda | 799 | 704 | 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** | **601** | **684** | **745** |
| Amortyzacja | 223 | 244 | 268 | 291 | 301 |
| Kapitał obrotowy | 97 | -66 | 66 | 1 | 1 |
| **Przepływy inw.** | **-446** | **-389** | **-650** | **-414** | **-377** |
| CAPEX | 458 | 402 | 650 | 414 | 377 |
| **Przepływy fin.** | **-180** | **-164** | **-420** | **-168** | **-271** |
| Dywidenda/buyback | -150 | 0 | -395 | -120 | -225 |
| FCF | 387 | 234 | -58 | 272 | 370 |
| FCF/EBITDA | 44% | 28% | -9% | 35% | 43% |
| CFO/EBITDA | 95% | 75% | 89% | 88% | 87% |

### Bilans

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Aktywa | 4 502 | 4 644 | 4 634 | 4 903 | 5 131 |
| Aktywa trwałe | 3 210 | 3 205 | 3 644 | 3 768 | 3 846 |
| Kapitał własny | 1 767 | 2 188 | 2 071 | 2 297 | 2 471 |
| Udział mniejszości | -3 | -3 | -3 | -3 | -3 |
| Dług netto | 1 116 | 865 | 1 355 | 1 252 | 1 156 |
| Dług netto/EBITDA (x) | 1,3 | 1,0 | 2,0 | 1,6 | 1,4 |
| Dług netto/kap. wł. (x) | 0,6 | 0,4 | 0,7 | 0,5 | 0,5 |

### Analiza porównawcza

| | P/E | | | EV/EBITDA | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 18P | 19P | 20P | 18P | 19P | 20P |
| Minimum | 4,7 | 4,2 | 3,8 | 5,3 | 5,0 | 4,0 |
| Maksimum | 25,3 | 23,4 | 18,6 | 12,6 | 13,1 | 11,8 |
| Mediana | 10,9 | 9,6 | 8,4 | 7,1 | 6,1 | 5,6 |
| 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 | 3 667 | 3 836 | 4 050 | 4 135 | 4 226 | 4 258 | 4 283 | 4 300 | 4 317 | 4 335 | 4 353 |
| EBITDA | 672 | 779 | 856 | 876 | 889 | 891 | 893 | 888 | 883 | 879 | 874 |
| marża EBITDA | 18,3% | 20,3% | 21,1% | 21,2% | 21,1% | 20,9% | 20,9% | 20,7% | 20,5% | 20,3% | 20,1% |
| EBIT | 404 | 489 | 555 | 561 | 583 | 594 | 591 | 582 | 573 | 564 | 556 |
| Podatek | 146 | 95 | 109 | 110 | 116 | 118 | 118 | 116 | 114 | 113 | 111 |
| CAPEX | -650 | -414 | -377 | -315 | -287 | -294 | -300 | -305 | -309 | -313 | -318 |
| Kapitał obrotowy | 66 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| FCF | -58 | 272 | 370 | 451 | 487 | 479 | 475 | 467 | 460 | 452 | 446 |
| PV FCF | -59 | 255 | 323 | 366 | 366 | 333 | 304 | 276 | 249 | 224 | |
| WACC | 6,9% | 7,3% | 7,4% | 7,5% | 7,6% | 7,7% | 7,8% | 7,9% | 8,1% | 8,2% | 8,3% |
| Risk-free rate | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% |

### Podsumowanie DCF

| (mln PLN) | |
|---|---|
| Beta | 1,0 |
| Wzrost FCF po prognozie | 2,0% |
| Zdyskontowana wartość FCF | 2 636 |
| Dług netto | 1 260 |
| Inne korekty | -71 |
| Wycena DCF na akcję (PLN) | 91,23 |

### Wycena

| (PLN) | waga | cena |
|---|---|---|
| Porównawcza | 50% | 51,40 |
| DCF | 50% | 91,23 |
| Cena wynikowa | | 71,32 |
| Koszt kapitału 9M | | 6,3% |
| **Cena docelowa za 9M** | | **75,82** |

# 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 przejęcie 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 finasowaniu 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. W krótkim okresie negatywnie na sentymencie do akcji może ciążyć perspektywa spadkowych wyników w 4Q'18. Nie zmieniamy naszej wycenę Grupy Azoty (33,00 PLN/akcja) oraz pozostawiamy bez zmian rekomendację trzymaj.

| | | |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 37,14 PLN | **potencjał zmiany** |
| **Cena docelowa** | 33,00 PLN | -11,1% |

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

| **Podstawowe dane** | | | **ATT PW** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | ATT PW | Zmiana 1M | +15,6% | +9,5% |
| ISIN | PLZATRM00012 | Zmiana YTD | +19,1% | +14,0% |
| Liczba akcji (mln) | 99,2 | Średni obrót 1M | | 3,5 mln PLN |
| MC (mln PLN) | 3 684,1 | Średni obrót 6M | | 5,9 mln PLN |
| EV (mln PLN) | 5 091,3 | EV/EBITDA 12M fwd | 5,8 | -12,3% |
| 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. | 9,6 | 6,7 | 61,2 | 27,0 | 24,0 |
| P/BV | 0,6 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| EV/EBITDA skor. | 4,4 | 3,7 | 6,6 | 7,2 | 7,5 |
| DPS | 0,84 | 0,79 | 1,20 | 0,07 | 0,28 |
| DYield | 2,3% | 2,1% | 3,2% | 0,2% | 0,7% |

| **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% |

### 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% |

### 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% |

### 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 (podtrzymana)

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

Bardzo korzystne makro w końcówce roku, przełoży się na bardzo dobre wyniki w 4Q, ale nie powinno to w naszej opinii przesłaniać chmur jakie pojawiają się na horyzoncie dla sektora rafineryjnego. Ilustrację coraz trudniejszych warunków dobrze ilustruje załamanie rentowności na produktach w styczniu. Wycena Lotosu nie wydaje się wymagająca na tle wyników 2018 (5,8x EV/EBITDA LIFO), ale perspektywa zmienia się po podstawieniu średnio cyklicznych marż modelowych (7,8x EV/EBITDA). Wskaźniki powinny też uwzględniać strukturę zysku EBITDA, który w 30% jest budowany przez upstream (w większości wysoko opodatkowane dojrzałe aktywa w Norwegii). Oczywiście buforem bezpieczeństwa dla kursu Lotosu jest przyszłe wezwanie Orlenu, które zachęca rynek do windowania ceny. Przy rosnącej waluacji (od listu intencyjnego MCap +6 mld PLN) rośnie jednak ryzyko spadku entuzjazmu wzywającego (synergie skonsumowane przez LTS, większe wyzwanie związane ze sfinansowaniem tej transakcji, znaczne zwiększenie zadłużenia Grupy) lub zmiany jego strategii (zakup w pierwszym kroku tylko 33% od Skarbu Państwa, przejście na share swap itd.). Nawet ostatnia transakcja na znacznie bardziej marżowych aktywach ADNOC znacząco odbiega od waluacji LTS w przeliczeniu na moce przerobowe, nie wspominając o notowanych rafineriach w Europie czy USA. Nie można też zapominać o ignorowanym póki co ryzyku zablokowania fuzji przez KE poprzez narzucenie zbyt wymagających warunków zgody na koncentrację (sprzedaż części aktywów). Biorąc wszystkie powyższe kwestie pod uwagę utrzymujemy rekomendację sprzedaj, podnosząc cenę docelową do 65,36 PLN/akcję (wycena porównawcza i wyższe wyniki w 2018 r.).

| | | |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 93,56 PLN | **potencjał zmiany** |
| **Cena docelowa** | 65,36 PLN | -30,1% |

| | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|---|---|---|---|
| **nowa** | **sprzedaj** | **65,36 PLN** | **2019-02-04** |
| poprzednia | sprzedaj | 59,84 PLN | 2018-11-15 |

| **Podstawowe dane** | | | **LTS PW** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | LTS PW | Zmiana 1M | +6,2% | +0,1% |
| ISIN | PLLOTOS00025 | Zmiana YTD | +5,7% | +0,6% |
| Liczba akcji (mln) | 184,9 | Średni obrót 1M | 39,3 mln PLN | |
| MC (mln PLN) | 17 296,8 | Średni obrót 6M | 25,4 mln PLN | |
| EV (mln PLN) | 19 554,6 | EV/EBITDA 12M fwd | 5,7 | -3,0% |
| 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 | 29 533,5 | 30 846,9 | 31 211,7 |
| EBITDA | 2 922,6 | 3 072,8 | 3 547,8 | 2 635,2 | 3 203,7 |
| marża EBITDA | 14,0% | 12,7% | 12,0% | 8,5% | 10,3% |
| EBIT | 1 854,7 | 2 228,5 | 2 823,1 | 1 827,8 | 2 258,3 |
| Zysk netto | 1 015,2 | 1 671,8 | 1 885,6 | 1 065,8 | 1 208,9 |
| P/E | 17,0 | 10,3 | 9,2 | 16,2 | 14,3 |
| P/BV | 2,0 | 1,6 | 1,4 | 1,4 | 1,3 |
| EV/EBITDA | 7,6 | 6,4 | 5,5 | 7,9 | 6,3 |
| DPS | 0,00 | 1,00 | 1,00 | 3,06 | 1,73 |
| DYield | 0,0% | 1,1% | 1,1% | 3,3% | 1,8% |
| **Zmiana prognoz** | | | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
| EBITDA LIFO | | | +7,7% | +2,2% | +1,8% |
| Zysk netto | | | +2,8% | +3,5% | +3,3% |
| Brent (USD/Bbl) | | | -2,8% | 0,0% | 0,0% |
| Marża+dyferencjał (USD/Bbl) | | | -1,1% | 0,0% | 0,0% |
| USD/PLN | | | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

**Rachunek wyników i dane operacyjne**

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| **EBITDA LIFO skor.** | **2 596** | **3 050** | **3 255** | **2 601** | **3 131** |
| upstream | 692 | 863 | 898 | 1 019 | 1 252 |
| rafineria | 1 761 | 2 058 | 2 186 | 1 413 | 1 704 |
| detal | 140 | 139 | 169 | 169 | 175 |
| **EV/EBITDA LIFO skor.** | **8,3** | **6,3** | **5,8** | **7,8** | **6,3** |
| Efekt LIFO | -77 | 171 | 456 | 36 | 75 |
| Inne zd. jednorazowe | 404 | -148 | -164 | -2 | -2 |
| **Saldo finansowe** | **-275** | **219** | **-172** | **-97** | **-265** |
| **Przerób ropy mln ton** | **10,4** | **9,6** | **10,7** | **10,4** | **10,2** |
| raf. EBITDA LIFO USD/Bbl | 5,9 | 7,7 | 7,8 | 5,1 | 6,2 |
| detal EBITDA/tonę | 129 | 131 | 140 | 135 | 137 |
| upstream $ EBITDA/boe | 18,0 | 26,9 | 32,6 | 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 |

**Bilans i CF**

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| **CF operacyjny** | **2 654** | **3 127** | **1 925** | **1 189** | **2 385** |
| CFO/EBITDA LIFO skor. | 102% | 103% | 59% | 46% | 76% |
| **Capex** | **1 244** | **1 439** | **1 071** | **1 765** | **1 312** |
| Kapitał obrotowy | 3 867 | 4 035 | 4 962 | 5 743 | 5 777 |
| Kapitał własny | 8 611 | 10 712 | 12 164 | 12 743 | 13 521 |
| **Dług netto** | **4 808** | **2 505** | **2 258** | **3 416** | **3 040** |
| Dług netto/EBITDA (x) | 1,6 | 0,8 | 0,6 | 1,3 | 0,9 |

**Analiza porównawcza**

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

**Model DCF (bez segmentu wydobywczego)**

| (mln PLN) | 18P | 19P | 20P | 21P | 22P | 23P | 24P | 25P | 26P | 27P | + |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Brent (USD/Bbl) | 71,2 | 75,0 | 75,0 | 75,0 | 75,0 | 75,0 | 75,0 | 75,0 | 75,0 | 75,0 | 75,0 |
| Marża+dyferencjał | 6,9 | 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 | 28 055 | 29 249 | 29 283 | 29 525 | 29 256 | 29 256 | 29 256 | 29 256 | 29 256 | 29 312 | 29 312 |
| EBITDA | 2 666 | 1 617 | 1 952 | 2 011 | 2 006 | 2 001 | 1 996 | 1 991 | 1 985 | 1 972 | 1 972 |
| marża EBITDA | 9,5% | 5,5% | 6,7% | 6,8% | 6,9% | 6,8% | 6,8% | 6,8% | 6,8% | 6,7% | 6,7% |
| EBIT | 2 170 | 1 062 | 1 305 | 1 307 | 1 338 | 1 297 | 1 265 | 1 239 | 1 212 | 1 176 | 1 236 |
| Podatek | 412 | 202 | 248 | 248 | 254 | 247 | 240 | 235 | 230 | 224 | 235 |
| CAPEX | -636 | -910 | -732 | -736 | -736 | -736 | -736 | -736 | -736 | -736 | -736 |
| Kapitał obrotowy | -1 063 | -781 | -34 | 18 | -2 | 31 | 23 | 47 | 11 | 5 | 5 |
| FCF | 554 | -276 | 937 | 1 044 | 1 014 | 1 049 | 1 043 | 1 067 | 1 030 | 1 018 | 1 007 |
| PV FCF | 554 | -257 | 810 | 838 | 755 | 723 | 665 | 630 | 563 | 515 | |
| WACC | 7,7% | 7,5% | 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% |

**Podsumowanie DCF**

| (mln PLN) | |
|---|---|
| Beta | 1,0 |
| Wzrost FCF po prognozie | 1,0% |
| Zdyskontowana wartość FCF | 13 063 |
| Dług netto | 2 690 |
| Petrobaltic | 1 852 |
| Wycena DCF na akcję (PLN) | 66,13 |

**Wycena**

| (PLN) | waga | cena |
|---|---|---|
| Porównawcza | 50% | 56,83 |
| DCF | 50% | 66,13 |
| Cena wynikowa | | 61,48 |
| Koszt kapitału 9M | | 6,3% |
| **Cena docelowa za 9M** | | **65,36** |

# MOL
## trzymaj (podtrzymana)

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

Oczekiwane lepsze od wcześniejszych założeń wyniki 4Q oraz aktualizacja wyceny porównawczej wpływają na ~5% podniesienie naszej ceny docelowej do 3 433 HUF/akcję, ale przy obecnej waluacji rynkowej utrzymujemy neutralną rekomendację. 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 mmboe). Potencjalnym katalizatorem, który skłoniłby nas do podniesienia wyceny MOL-a może być ewentualna sprzedaż INA po wyroku arbitrażu oczekiwanym w 1H'19 (szacujemy, że mogłoby to w wygenerować nawet 13-14% wartości dla akcjonariuszy).

| | | potencjał zmiany |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 3 284 HUF | |
| **Cena docelowa** | 3 433 HUF | +4,5% |

| | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|---|---|---|---|
| **nowa** | **trzymaj** | **3 433 HUF** | **2019-02-04** |
| poprzednia | trzymaj | 3 280 HUF | 2018-12-05 |

| **Podstawowe dane** | | | **MOL HB** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | MOL HB | Zmiana 1M | +6,4% | +0,4% |
| ISIN | HU0000153937 | Zmiana YTD | +6,7% | +1,5% |
| Skor. l. akcji (mln) | 738,1 | Średni obrót 1M | 1 894,2 mln HUF | |
| MC (mln HUF) | 2 424 013,9 | Średni obrót 6M | 2 155,1 mln HUF | |
| EV (mln HUF) | 3 088 572,1 | EV/EBITDA 12M fwd | 4,3 | -0,6% |
| 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 | 5 015,6 | 5 350,3 | 5 380,0 |
| EBITDA | 623,4 | 672,7 | 748,2 | 665,7 | 698,2 |
| marża EBITDA | 17,5% | 16,3% | 14,9% | 12,4% | 13,0% |
| EBIT | 307,9 | 354,4 | 387,5 | 287,6 | 309,4 |
| Zysk netto | 263,5 | 307,0 | 278,7 | 205,2 | 231,4 |
| P/E | 9,2 | 7,9 | 8,7 | 11,8 | 10,5 |
| P/BV | 1,6 | 1,4 | 1,3 | 1,2 | 1,1 |
| EV/EBITDA | 5,4 | 4,7 | 4,1 | 4,7 | 4,4 |
| DPS | 70,88 | 78,13 | 127,50 | 102,07 | 107,17 |
| DYield | 2,2% | 2,4% | 3,9% | 3,1% | 3,3% |
| **Zmiana prognoz** | | | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
| CCS EBITDA | | | +2,8% | +0,0% | -0,0% |
| Zysk netto | | | +3,1% | -2,0% | -1,7% |
| Marża+dyferencjał (USD/Bbl) | | | +2,4% | 0,0% | 0,0% |
| Marża petchem (USD/t) | | | +1,0% | +0,1% | +0,0% |
| Brent (USD/Bbl) | | | -2,8% | 0,0% | 0,0% |

### Rachunek wyników i dane operacyjne

| (mld HUF) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| **EBITDA LIFO skor.** | **605** | **673** | **723** | **654** | **698** |
| upstream | 190 | 235 | 335 | 360 | 354 |
| rafineria | 178 | 198 | 178 | 120 | 145 |
| detal | 86 | 97 | 114 | 116 | 119 |
| petchem | 144 | 127 | 97 | 60 | 82 |
| gaz | 54 | 61 | 54 | 58 | 59 |
| koszty ogólne | -48 | -45 | -56 | -60 | -61 |
| **EV/EBITDA LIFO skor.** | **5,5** | **4,7** | **4,3** | **4,8** | **4,4** |
| Efekt LIFO | 25 | 7 | 25 | 11 | 0 |
| Inne zd. jednorazowe | -7 | -7 | 0 | 0 | 0 |
| **Saldo finansowe** | **-35** | **11** | **-21** | **-7** | **-8** |
| raf. EBITDA LIFO USD/Bbl | 4,5 | 5,1 | 4,8 | 3,2 | 3,9 |
| upstream $ EBITDA/boe | 17,7 | 23,9 | 34,3 | 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** | **536** | **577** | **638** |
| CFO/EBITDA LIFO skor. | 86% | 83% | 74% | 88% | 91% |
| **Capex** | **289** | **286** | **307** | **505** | **467** |
| Kapitał obrotowy | 156 | 248 | 391 | 417 | 420 |
| Kapitał własny | 1 492 | 1 741 | 1 916 | 2 028 | 2 162 |
| **Dług netto** | **606** | **435** | **331** | **360** | **294** |
| Dług netto/EBITDA (x) | 1,0 | 0,6 | 0,4 | 0,5 | 0,4 |

### Analiza porównawcza

| | P/E | | | EV/EBITDA | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 18P | 19P | 20P | 18P | 19P | 20P |
| Minimum | 3,1 | 3,0 | 3,0 | 1,8 | 1,7 | 1,7 |
| Maksimum | 20,0 | 21,6 | 16,0 | 11,9 | 11,1 | 10,5 |
| Mediana | 9,7 | 9,3 | 8,1 | 4,7 | 4,8 | 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) | 71 | 75 | 75 | 75 | 75 | 75 | 75 | 75 | 75 | 75 | 75 |
| Marża+dyferencjał | 7,0 | 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 | 4 687 | 5 008 | 5 044 | 5 040 | 5 051 | 5 052 | 5 053 | 5 054 | 5 055 | 5 056 | 5 056 |
| EBITDA | 413 | 305 | 344 | 372 | 409 | 412 | 416 | 419 | 423 | 427 | 427 |
| marża EBITDA | 8,8% | 6,1% | 6,8% | 7,4% | 8,1% | 8,2% | 8,2% | 8,3% | 8,4% | 8,4% | 8,4% |
| EBIT | 248 | 125 | 153 | 161 | 186 | 185 | 186 | 184 | 182 | 189 | 232 |
| Podatek | 63 | 33 | 40 | 41 | 48 | 47 | 47 | 46 | 45 | 47 | 44 |
| CAPEX | -216 | -384 | -347 | -260 | -221 | -195 | -195 | -195 | -195 | -195 | -195 |
| Kapitał obrotowy | -69 | -26 | -2 | 1 | 0 | 1 | 2 | 2 | 2 | 1 | 1 |
| FCF | 65 | -138 | -45 | 73 | 140 | 171 | 176 | 180 | 185 | 186 | 189 |
| PV FCF | 65 | -127 | -38 | 57 | 99 | 112 | 105 | 99 | 93 | 86 | 0 |
| WACC | 8,7% | 8,6% | 8,8% | 9,2% | 9,0% | 9,0% | 9,0% | 9,0% | 9,0% | 9,0% | 9,0% |
| Risk-free rate | 4,5% | 4,5% | 4,5% | 4,5% | 4,5% | 4,5% | 4,5% | 4,5% | 4,5% | 4,5% | 4,5% |

### Podsumowanie DCF

| (mld HUF) | |
|---|---|
| Beta | 1,0 |
| Wzrost FCF po prognozie | 1,0% |
| Zdyskontowana wartość FCF | 1 649 |
| Dług netto i korekty | 229 |
| Segment wydobywczy | 777 |
| Wycena DCF na akcję (HUF) | 3 148 |

### Wycena

| (HUF) | waga | cena |
|---|---|---|
| Porównawcza | 50% | 3 266 |
| DCF | 50% | 3 148 |
| Cena wynikowa | | 3 207 |
| Koszt kapitału 9M | | 7,0% |
| **Cena docelowa za 9M** | | **3 433** |

# PGNiG
## trzymaj (obniżona)

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

Od naszego raportu z czerwca 2018 kurs PGNiG wzrósł o ponad 30% i zbliżył się do naszej ceny docelowej. Nadal podtrzymujemy naszą opinię, że rynek powinien być w tym roku pozytywnie zaskoczony wynikami w segmencie obrotu (brak negatywnego efektu hedgingu naturalnego i wzrost średniej ceny sprzedaży gazu do klientów końcowych), ale przy obecnych poziomach cenowych potencjał wzrostu jest już ograniczony i dlatego obniżamy rekomendację do trzymaj. Skorygowaliśmy nieznacznie nasze prognozy na najbliższe lata z uwagi na niekorzystne decyzje taryfowe w dystrybucji (ubytek 200 mln PLN przychodów regulowanych) i sprzedaży do gospodarstw domowych (implikowany wzrost średniej ceny o 6% vs wzrost kosztów zakupu +20% r/r), ale utrzymujemy wycenę na poziomie 7,72 PLN/akcję z uwagi na zmiany mnożników w grupie porównawczej i przesunięcie czasowe modelu DCF. W średnim horyzoncie czasowym pozytywnymi katalizatorami mogą być rewizje konsensusu EBITDA'19 (~+10%) oraz ostateczne rozstrzygnięcie arbitrażu, ale w krótkim terminie ryzykiem jest zbytnie „odklejenie" się kursu PGN od tendencji na europejskim rynku gazu (od listopada -15%), który w przeciwieństwie do ropy (ta z perspektywy całej Grupy stanowi zabezpieczenie cen w „starym" kontrakcie katarskim) powinien być jednym z kluczowych czynników wpływających na wycenę koncernu (60% EBITDA to upstream). Efekt związany z przepływami kapitału (wejście do indeksu Eurostoxx) może wygasać, szczególnie że wskaźnik EV/EBITDA 12M FWD liczony dla konsensusu domknął lukę do 3-letniej średniej.

| | | |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 7,55 PLN | **potencjał zmiany** |
| **Cena docelowa** | 7,72 PLN | +2,3% |

| | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|---|---|---|---|
| **nowa** | **trzymaj** | **7,72 PLN** | **2019-02-04** |
| poprzednia | kupuj | 7,72 PLN | 2018-11-05 |

| **Podstawowe dane** | | | **PGN PW** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | PGN PW | Zmiana 1M | +8,9% | +2,9% |
| ISIN | PLPGNIG00014 | Zmiana YTD | +9,3% | +4,1% |
| Liczba akcji (mln) | 5 778,3 | Średni obrót 1M | 32,3 mln PLN | |
| MC (mln PLN) | 43 626,3 | Średni obrót 6M | 31,2 mln PLN | |
| EV (mln PLN) | 43 031,9 | EV/EBITDA 12M fwd | 5,2 | +1,5% |
| Free float | 28,1% | EV/EBITDA 5Y avg | 5,1 | premia |

### Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 33 196,0 | 35 857,0 | 41 560,1 | 44 270,3 | 43 653,9 |
| EBITDA | 5 974,0 | 6 579,0 | 7 862,2 | 8 879,7 | 9 251,5 |
| marża EBITDA | 18,0% | 18,3% | 18,9% | 20,1% | 21,2% |
| EBIT | 3 360,0 | 3 910,0 | 5 181,9 | 6 208,4 | 6 534,5 |
| Zysk netto | 2 351,0 | 2 923,0 | 3 773,2 | 4 574,6 | 4 864,4 |
| P/E | 18,6 | 14,9 | 11,6 | 9,5 | 9,0 |
| P/BV | 1,4 | 1,3 | 1,2 | 1,1 | 1,0 |
| EV/EBITDA | 7,4 | 6,7 | 5,5 | 4,5 | 4,1 |
| DPS | 0,18 | 0,20 | 0,07 | 0,13 | 0,24 |
| DYield | 2,4% | 2,6% | 0,9% | 1,7% | 3,1% |
| **Zmiana prognoz** | | | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
| EBITDA | | | -2,9% | -3,3% | -2,0% |
| Zysk netto | | | -1,2% | -3,9% | -1,9% |
| Brent (USD/Bbl) | | | -2,7% | 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** | **8 136** | **9 291** | **9 663** |
| EBITDA | 5 974 | 6 579 | 7 862 | 8 880 | 9 251 |
| wydobycie | 2 206 | 3 865 | 5 529 | 5 333 | 5 419 |
| obrót | 614 | -435 | -597 | 691 | 869 |
| dystrybucja | 2 559 | 2 493 | 2 404 | 2 115 | 2 119 |
| energetyka | 759 | 843 | 702 | 921 | 1 029 |
| pozostałe | -164 | -187 | -176 | -180 | -185 |
| **Saldo finansowe** | **-150** | **12** | **26** | **30** | **96** |
| **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 | 0,53 | 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** | **-5,4** | **1,7** | **3,1** |

### Bilans i CF

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| **CF operacyjny** | **5 922** | **4 816** | **5 743** | **7 295** | **7 592** |
| CFO/EBITDA | 99% | 73% | 73% | 82% | 82% |
| **Capex** | **2 968** | **3 162** | **4 252** | **3 766** | **3 797** |
| Kapitał obrotowy | 3 619 | 5 280 | 6 509 | 6 933 | 6 837 |
| Kapitał własny | 32 013 | 33 626 | 36 904 | 40 700 | 44 142 |
| **Dług netto** | **523** | **428** | **-595** | **-3 375** | **-5 833** |
| 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 | 2,7 | 3,1 | 2,9 | 2,7 | 2,8 | 2,6 |
| Maksimum | 18,6 | 16,1 | 15,4 | 12,6 | 12,3 | 12,2 |
| Mediana | 12,2 | 12,0 | 10,7 | 5,7 | 5,6 | 5,0 |
| waga | 17% | 17% | 17% | 17% | 17% | 17% |

### Model DCF

| (mln PLN) | 18P | 19P | 20P | 21P | 22P | 23P | 24P | 25P | 26P | 27P | + |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Brent (USD/Bbl) | 71,2 | 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 | 41 560 | 44 270 | 43 654 | 44 352 | 43 829 | 40 498 | 40 030 | 38 492 | 37 484 | 38 225 | 38 225 |
| EBITDA | 7 862 | 8 880 | 9 251 | 9 155 | 8 765 | 8 571 | 8 607 | 8 458 | 8 406 | 8 501 | 8 501 |
| marża EBITDA | 18,9% | 20,1% | 21,2% | 20,6% | 20,0% | 21,2% | 21,5% | 22,0% | 22,4% | 22,2% | 22,2% |
| EBIT | 5 182 | 6 208 | 6 534 | 6 373 | 5 949 | 5 704 | 5 639 | 5 462 | 5 337 | 5 297 | 4 459 |
| Podatek | 1 476 | 1 658 | 1 746 | 1 705 | 1 569 | 1 480 | 1 461 | 1 353 | 1 286 | 1 279 | 1 102 |
| CAPEX | -4 252 | -3 766 | -3 797 | -3 823 | -3 938 | -3 960 | -3 981 | -3 981 | -3 998 | -4 041 | -4 041 |
| Kapitał obrotowy | -1 229 | -424 | 97 | -109 | 82 | 522 | 73 | 241 | 158 | -116 | -116 |
| FCF | 905 | 3 031 | 3 805 | 3 517 | 3 340 | 3 654 | 3 239 | 3 365 | 3 280 | 3 064 | 3 242 |
| PV FCF | 905 | 2 783 | 3 207 | 2 721 | 2 372 | 2 382 | 1 939 | 1 849 | 1 654 | 1 419 | |
| WACC | 8,9% | 8,9% | 8,9% | 8,9% | 8,9% | 8,9% | 8,9% | 8,9% | 8,9% | 8,9% | 8,5% |
| Risk-free rate | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% |

### Podsumowanie DCF

| (mln PLN) | |
|---|---|
| Beta | 1,1 |
| Wzrost FCF po prognozie | 2,0% |
| Zdyskontowana wartość FCF | 44 482 |
| Dług netto | 428 |
| Inne korekty | 835 |
| Wycena DCF na akcję (PLN) | 7,77 |

### Wycena

| (PLN) | waga | cena |
|---|---|---|
| Porównawcza | 33% | 8,75 |
| DYield-porównawcza | 17% | 2,59 |
| DCF | 50% | 7,77 |
| Koszt kapitału 9M | | 6,7% |
| **Cena docelowa za 9M** | | **7,72** |

# PKN Orlen
## sprzedaj (podtrzymana)

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

Wizja bardzo dobrych wyników 4Q, po kilku kwartałach mocnych spadków r/r, wywindowała wycenę Orlenu ponownie powyżej 110 PLN, ale publikacja raportu potwierdziła nasze tezy, że czynniki stojące za dobrymi rezultatami w znacznym stopniu miały charakter jednorazowy. Początek roku jest już znacznie bardziej wymagający jeśli chodzi o makro (mocne presja na marże paliwowe, powrót negatywnych tendencji na petrochemii), co może skłaniać do rewizji zbyt pochopnie podnoszonych prognoz na lata 2019-20. W naszym scenariuszu pogorszenia/znormalizowania modelowych marż w petrochemii i rafinerii, PKN jest notowany na EV/EBITDA LIFO'19 na poziomie ~8,0x ze znaczną premią do najbliższych konkurentów. Aktywa o niższej kompleksowości (Możejki, Unipetrol) mogą w takich warunkach dodatkowo ucierpieć na wolumenach, szczególnie że dotychczas były utylizowane prawie na 100% (w przypadku Możejek widać to już w 4Q). Dodatkowo w przypadku akwizycji 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 6,5 mld PLN, czyli o 15 PLN/akcję (ubytek potencjalnych synergii dla akcjonariuszy Orlenu), a potencjalny wzrost zadłużenia Grupy po połączeniu może generować ryzyka bilansowe jeśli warunki makro się nie poprawią z obecnych poziomów. Utrzymujemy rekomendację sprzedaj, ale z uwagi na wycenę porównawczą i lepsze od pierwotnych oczekiwań wyniki za cały 2018 rok podnosimy cenę docelową do 83,43 PLN/akcję.

| | | |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 105,00 PLN | **potencjał zmiany** |
| **Cena docelowa** | 83,43 PLN | -20,5% |

| | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|---|---|---|---|
| **nowa** | **sprzedaj** | **83,43 PLN** | **2019-02-04** |
| poprzednia | sprzedaj | 81,52 PLN | 2018-11-15 |

| **Podstawowe dane** | | | **PKN PW** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | PKN PW | Zmiana 1M | +3,2% | -2,9% |
| ISIN | PLPKN0000018 | Zmiana YTD | -2,9% | -8,1% |
| Liczba akcji (mln) | 427,7 | Średni obrót 1M | 101,6 mln PLN | |
| MC (mln PLN) | 44 909,5 | Średni obrót 6M | 96,9 mln PLN | |
| EV (mln PLN) | 50 520,5 | EV/EBITDA 12M fwd | 5,3 | -7,1% |
| Free float | 67,6% | EV/EBITDA 5Y avg | 5,7 | dyskonto |

### Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 79 553,0 | 95 364,0 | 109 706,0 | 110 780,8 | 113 426,4 |
| EBITDA | 9 642,0 | 11 078,0 | 9 776,0 | 6 589,0 | 7 448,6 |
| marża EBITDA | 12,1% | 11,6% | 8,9% | 5,9% | 6,6% |
| EBIT | 7 532,0 | 8 657,0 | 7 103,0 | 3 695,6 | 4 336,2 |
| Zysk netto | 5 261,0 | 6 655,0 | 5 463,0 | 3 021,5 | 3 250,7 |
| P/E | 8,5 | 6,7 | 8,2 | 14,9 | 13,8 |
| P/BV | 1,7 | 1,4 | 1,3 | 1,2 | 1,1 |
| EV/EBITDA | 5,3 | 4,4 | 5,2 | 7,5 | 6,6 |
| DPS | 2,13 | 3,00 | 3,00 | 3,00 | 3,00 |
| DYield | 2,0% | 2,9% | 2,9% | 2,9% | 2,9% |

| **Zmiana prognoz** | **2018** | **2019P** | **2020P** |
|---|---|---|---|
| EBITDA LIFO | +8,4% | +0,4% | -0,3% |
| Zysk netto | -4,3% | +7,5% | +0,4% |
| Marża+dyferencjał (USD/Bbl) | -2,3% | 0,0% | 0,0% |
| Marża petchem (USD/t) | -2,3% | -0,4% | -0,4% |
| 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** | **8 344** | **6 258** | **7 336** |
| rafineria | 4 549 | 4 689 | 3 794 | 2 118 | 2 698 |
| petchem | 1 776 | 3 034 | 2 069 | 1 933 | 2 375 |
| detal | 1 832 | 2 049 | 2 781 | 2 269 | 2 282 |
| upstream | 255 | 293 | 302 | 374 | 383 |
| energetyka | 0 | 129 | 147 | 291 | 342 |
| koszty ogólne | -744 | -613 | -749 | -728 | -744 |
| **EV/EBITDA LIFO skor.** | **6,6** | **5,1** | **6,0** | **7,9** | **6,6** |
| Efekt LIFO | 86 | 788 | 860 | 332 | 113 |
| Inne zd. jednorazowe | 1 888 | 709 | 572 | 0 | 0 |
| **Saldo finansowe** | **-645** | **60** | **-104** | **36** | **-322** |
| raf. EBITDA LIFO USD/Bbl | 5,2 | 5,1 | 4,3 | 2,5 | 3,2 |
| detal EBITDA/tonę | 224 | 232 | 294 | 236 | 234 |
| **Przerób ropy mln ton** | **30,1** | **33,2** | **33,4** | **31,3** | **31,3** |
| **Prod. petch. (tys. ton)** | **3 071** | **3 551** | **3 616** | **3 781** | **3 781** |

### Bilans i CF

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| **CF operacyjny** | **9 331** | **8 050** | **4 979** | **6 291** | **6 139** |
| CFO/EBITDA LIFO skor. | 122% | 84% | 60% | 101% | 84% |
| **Capex** | **5 033** | **4 039** | **4 453** | **4 250** | **3 650** |
| Kapitał obrotowy | 6 144 | 7 489 | 10 866 | 10 456 | 11 003 |
| Kapitał własny | 26 763 | 32 197 | 35 634 | 37 373 | 39 342 |
| **Dług netto** | **3 363** | **761** | **5 599** | **4 806** | **3 922** |
| Dług netto/EBITDA (x) | 0,3 | 0,1 | 0,6 | 0,7 | 0,5 |

### Analiza porównawcza

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

### Model DCF

| (mln PLN) | 18 | 19P | 20P | 21P | 22P | 23P | 24P | 25P | 26P | 27P | + |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Marża+dyferencjał | 6,3 | 5,0 | 5,5 | 6,0 | 6,0 | 6,0 | 6,0 | 6,0 | 6,0 | 6,0 | 6,0 |
| Marża petchem | 447 | 346 | 380 | 340 | 340 | 340 | 340 | 340 | 340 | 340 | 340,1 |
| USD/PLN | 3,60 | 3,65 | 3,70 | 3,70 | 3,70 | 3,70 | 3,70 | 3,70 | 3,70 | 3,70 | 3,70 |
| Przychody | 109 706 | 110 781 | 113 426 | 114 011 | 114 444 | 114 919 | 115 399 | 115 886 | 116 380 | 116 883 | 116 883 |
| EBITDA | 9 776 | 6 589 | 7 449 | 7 696 | 7 665 | 7 741 | 7 758 | 7 763 | 7 770 | 7 711 | 7 711 |
| marża EBITDA | 8,9% | 5,9% | 6,6% | 6,8% | 6,7% | 6,7% | 6,7% | 6,7% | 6,7% | 6,6% | 6,6% |
| EBIT | 7 103 | 3 696 | 4 336 | 4 623 | 4 527 | 4 555 | 4 507 | 4 422 | 4 321 | 4 296 | 4 261 |
| Podatek | 1 350 | 702 | 824 | 878 | 860 | 865 | 856 | 840 | 821 | 816 | 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 | -3 377 | 410 | -547 | -147 | -57 | -62 | -63 | -64 | -65 | -66 | -66 |
| FCF | -3 651 | 2 047 | 2 428 | 3 220 | 3 298 | 3 363 | 3 389 | 3 409 | 3 434 | 3 379 | 3 230 |
| PV FCF | -3 651 | 1 901 | 2 090 | 2 567 | 2 430 | 2 287 | 2 134 | 1 987 | 1 853 | 1 688 | |
| WACC | 7,6% | 7,7% | 7,8% | 8,0% | 8,2% | 8,3% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 8,0% |
| Risk-free rate | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% |

### Podsumowanie DCF

| (mln PLN) | |
|---|---|
| Beta | 1,0 |
| Wzrost FCF po prognozie | 1,0% |
| Zdyskontowana wartość FCF | 38 292 |
| Dług netto | 2 044 |
| Inne korekty | 0 |
| Wycena DCF na akcję (PLN) | 84,75 |

### Wycena

| (PLN) | waga | cena |
|---|---|---|
| Porównawcza | 50% | 72,21 |
| DCF | 50% | 84,75 |
| Cena wynikowa | | 78,48 |
| Koszt kapitału 9M | | 6,3% |
| **Cena docelowa za 9M** | | **83,43** |

# Energetyka

## CEZ

### trzymaj (podtrzymana)

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

Akcje CEZ w styczniu w ograniczonym stopniu wzięły udziału w „hossie" europejskiego sektora użyteczności publicznej (indeks Stoxx utilities wzrósł YTD o ponad 6%), ale może to wynikać z dość wymagającej waluacji czeskiego koncernu. Aktualnie EV/EBITDA przekracza 8,0x i nawet perspektywa znacznej poprawy wyników w latach kolejnych (wyższe ceny w wytwarzaniu) nie obniża tego wskaźnika do poziomów, które można by uznać za atrakcyjne (7,2x na rok 2021 podczas gdy średnia za ostatnie 5 lat dla EV/EBITDA 12M FWD to 7,1x a wskaźnik ten dla Stoxx Utilities wynosi obecnie 7,3x). Powodów do kupowania akcji nie daje też perspektywa relatywnie niższych dywidend w latach 2019-20 (DYield średnio 4,7% i powrót do 6% dopiero w 2021 roku). Nie widzimy też póki co podstaw do podnoszenia naszych założeń dotyczących realizowanych cen energii w kolejnych latach, szczególnie że powrót logistyki na Renie obniżył ceny węgla w Europie. Ryzykiem dla takiego podejścia są oczywiście dalsze wzrosty cen $CO_2$, ale w tym wypadku po mocniejszym początku roku również obserwujemy stonowanie nastrojów (w efekcie 1Y FWD na energię w Niemczech znów spadł poniżej 50 EUR/MWh). Teoretycznie dobrą wiadomością dla koncernu jest ostatnia deklaracja czeskiej minister przemysłu o możliwym rządowym wsparciu dla projektu elektrowni jądrowej, ale wydaje się że aktualna wycena CEZ praktycznie ignoruje potencjalne negatywne NPV tej inwestycji i scenariusz pomocy państwowej jest scenariuszem bazowym. W tym kontekście utrzymujemy naszą neutralną rekomendację, podwyższając nieznacznie cenę docelową do 537,8 CZK, po kosmetycznych zmianach prognoz.

| | | |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 568,00 CZK | **potencjał zmiany** |
| **Cena docelowa** | 537,80 CZK | -5,3% |

| | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|---|---|---|---|
| **nowa** | **trzymaj** | **537,80 CZK** | **2019-02-04** |
| poprzednia | trzymaj | 518,72 CZK | 2018-11-05 |

| **Podstawowe dane** | | | **CEZ CP** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | CEZ CP | Zmiana 1M | +5,2% | -0,9% |
| ISIN | CZ0005112300 | Zmiana YTD | +6,2% | +1,0% |
| Liczba akcji (mln) | 538,0 | Średni obrót 1M | 112,4 mln CZK | |
| MC (mld CZK) | 305,6 | Średni obrót 6M | 146,9 mln CZK | |
| EV (mld CZK) | 454,5 | EV/EBITDA 12M fwd | 8,0 | +11,6% |
| Free float | 30,2% | EV/EBITDA 5Y avg | 7,2 | premia |

**Prognozy Domu Maklerskiego mBanku**

| (mln CZK) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 203 744,0 | 201 906,0 | 184 873,0 | 195 228,3 | 213 472,1 |
| EBITDA | 62 418,0 | 57 712,0 | 52 239,0 | 53 730,8 | 59 004,6 |
| marża EBITDA | 30,6% | 28,6% | 28,3% | 27,5% | 27,6% |
| EBIT | 26 114,0 | 25 620,0 | 22 704,0 | 24 741,1 | 29 181,5 |
| Zysk netto | 14 281,0 | 18 765,0 | 12 485,9 | 15 297,4 | 18 033,0 |
| P/E | 21,4 | 16,3 | 24,5 | 20,0 | 16,9 |
| P/BV | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 |
| EV/EBITDA | 7,2 | 7,8 | 8,7 | 8,4 | 7,7 |
| DPS | 40,00 | 33,00 | 33,00 | 23,21 | 28,43 |
| DYield | 7,0% | 5,8% | 5,8% | 4,1% | 5,0% |

| **Zmiana prognoz** | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
|---|---|---|---|
| EBITDA | -1,6% | -1,2% | +0,3% |
| Zysk netto | -12,3% | -0,6% | +3,7% |
| Energia (EUR/MWh) | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| EUR/CZK | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| CO2 (EUR/t) | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

**Rachunek wyników i dane operacyjne**

| (mln CZK) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| **EBITDA skor.** | **58 596** | **52 196** | **51 694** | **54 564** | **58 735** |
| EBITDA | 58 206 | 55 155 | 51 694 | 54 564 | 58 735 |
| wytwarzanie | 25 403 | 24 050 | 21 806 | 24 027 | 27 304 |
| wydobycie | 4 413 | 4 056 | 4 026 | 4 171 | 4 222 |
| dystrybucja | 20 386 | 19 067 | 19 177 | 19 669 | 20 084 |
| obrót | 5 489 | 4 613 | 4 422 | 4 435 | 4 459 |
| pozostałe | 2 515 | 3 369 | 2 263 | 2 263 | 2 666 |
| **Saldo finansowe** | **-6 786** | **-2 867** | **-6 827** | **-5 660** | **-6 688** |
| **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 | 118,5 | 118,0 | 117,7 |
| **WRA w mld CZK** | **110,5** | **114,0** | **117,2** | **123,0** | **128,9** |
| zwrot na WRA (EBIT) | 13,0% | 10,4% | 10,0% | 9,9% | 9,8% |

**Bilans i CF**

| (mln CZK) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| **CF operacyjny** | **48 953** | **45 812** | **52 244** | **51 946** | **54 631** |
| CFO/EBITDA | 84% | 83% | 101% | 95% | 93% |
| **Capex** | **35 553** | **30 688** | **34 963** | **34 663** | **34 463** |
| Kapitał obrotowy | 40 832 | 24 140 | 21 680 | 22 894 | 25 034 |
| Kapitał własny | 256 812 | 250 018 | 244 750 | 247 562 | 250 297 |
| **Dług netto** | **140 886** | **139 546** | **144 648** | **144 120** | **144 568** |
| Dług netto/EBITDA (x) | 2,4 | 2,5 | 2,8 | 2,6 | 2,5 |

**Analiza porównawcza**

| | P/E | | | EV/EBITDA | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 18P | 19P | 20P | 18P | 19P | 20P |
| Minimum | 4,2 | 3,2 | 2,7 | 3,8 | 3,6 | 3,3 |
| Maksimum | 21,8 | 21,3 | 19,6 | 10,6 | 9,7 | 9,4 |
| Mediana | 14,5 | 13,2 | 11,2 | 6,6 | 6,5 | 6,2 |
| waga | 17% | 17% | 17% | 17% | 17% | 17% |

**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 |
| 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 | 184 873 | 195 228 | 213 472 | 220 335 | 226 951 | 222 557 | 224 393 | 226 258 | 228 153 | 230 078 | 230 078 |
| EBITDA | 55 372 | 58 335 | 62 600 | 65 685 | 68 989 | 66 004 | 66 682 | 67 344 | 67 982 | 68 594 | 68 594 |
| marża EBITDA | 30,0% | 29,9% | 29,3% | 29,8% | 30,4% | 29,7% | 29,7% | 29,8% | 29,8% | 29,8% | 29,8% |
| EBIT | 22 704 | 24 741 | 29 182 | 31 467 | 35 200 | 31 639 | 32 197 | 32 546 | 32 707 | 32 711 | 35 935 |
| Podatek | 4 314 | 4 701 | 5 544 | 5 978 | 6 686 | 6 008 | 6 113 | 6 179 | 6 208 | 6 208 | 6 828 |
| 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 | 2 460 | -1 214 | -2 139 | -805 | -776 | 515 | -215 | -219 | -222 | -226 | -226 |
| FCF | 18 556 | 17 757 | 20 453 | 25 602 | 28 266 | 27 296 | 27 220 | 27 930 | 28 693 | 29 501 | 28 882 |
| PV FCF | 18 556 | 16 786 | 18 277 | 21 623 | 22 555 | 20 584 | 19 396 | 18 803 | 18 246 | 17 717 | |
| WACC | 5,8% | 5,8% | 5,8% | 5,8% | 5,8% | 5,8% | 5,8% | 5,8% | 5,9% | 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% |

**Podsumowanie DCF**

| (mln CZK) | |
|---|---|
| Beta | 1,0 |
| Wzrost FCF po prognozie | 2,0% |
| Zdyskontowana wartość FCF | 553 866 |
| Dług netto | 157 300 |
| Inne korekty | -57 471 |
| Wycena DCF na akcję (CZK) | 630,30 |

**Wycena**

| (CZK) | waga | cena |
|---|---|---|
| Porównawcza | 33% | 267,46 |
| DYield-porównawcza | 17% | 630,48 |
| DCF | 50% | 630,30 |
| Koszt kapitału 9M | | 5,6% |
| **Cena docelowa za 9M** | | **537,8** |

# Enea
## kupuj (podtrzymana)

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

Enea nie dostarczała w ostatnim czasie pozytywnych katalizatorów dla kursu, ale mimo to w styczniu partycypowała we wzrostowym trendzie całego indeksu WIG-Energia. Podobnie jak pozostałe polskie spółki z sektora, koncern jest wyceniany relatywnie nisko i każda choćby nieznaczna poprawa sentymentu z nawiązką przekłada się na kapitalizację (napływ kapitału do sektorów defensywnych, ograniczanie krótkich pozycji, odpływ środków z funduszy absolutnej stopy zwrotu). Niemniej jednak raportowane przez Zarząd fatalne wyniki Bogdanki (strona kosztowa) i powtarzające się problemy z dyspozycyjnością bloków w Kozienicach (przedłużający się remont i awarie jednostek klasy 500MW, brak stabilnej pracy bloku 1000 MW) skłaniają nas do rewizji prognoz na rok 2019 (EBITDA obniżamy o -9%, a zysk netto -19%, ale nadal na poziomie EBITDA plasujemy się 5% powyżej konsensusu rynkowego). Wydaje się, że kolejny rok z rzędu mimo teoretycznej znakomitej ekspozycji na rozszerzenie rynkowych CDS-ów i wzrost cen węgla, Enea nie będzie w stanie w 100% dostarczyć oczekiwanego wcześniej wzrostu wyników. W efekcie obniżamy naszą cenę docelową do 13,12 PLN/akcję, ale przy aktualnej waluacji nadal implikuje to rekomendację kupuj. W najbliższym czasie głównymi katalizatorami będą: finalizacja umowy inwestorskiej w projekcie Ostrołęka C, publikacja rozporządzeń/nowelizacji do ustawy o cenach energii (wciąż nie ma pewności co do wpływu na rentowność spółek obrotu) oraz spekulacje o konsolidacji w sektorze (potencjalne efekty synergii).

| | | potencjał zmiany |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 10,84 PLN | |
| **Cena docelowa** | 13,12 PLN | +21,0% |

| | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|---|---|---|---|
| **nowa** | **kupuj** | **13,12 PLN** | **2019-02-04** |
| poprzednia | kupuj | 15,58 PLN | 2018-11-29 |

| **Podstawowe dane** | | | **ENA PW** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | ENA PW | Zmiana 1M | +9,5% | +3,4% |
| ISIN | PLENEA000013 | Zmiana YTD | +9,5% | +4,3% |
| Liczba akcji (mln) | 441,4 | Średni obrót 1M | | 6,6 mln PLN |
| MC (mln PLN) | 4 785,2 | Średni obrót 6M | | 7,4 mln PLN |
| EV (mln PLN) | 11 144,4 | EV/EBITDA 12M fwd | 3,6 | -27,2% |
| 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 | 12 636,8 | 14 699,8 | 15 326,8 |
| EBITDA | 2 327,8 | 2 683,6 | 2 476,6 | 3 248,7 | 3 542,3 |
| marża EBITDA | 20,7% | 23,5% | 19,6% | 22,1% | 23,1% |
| EBIT | 1 119,3 | 1 487,7 | 1 008,0 | 1 703,8 | 1 980,6 |
| Zysk netto | 784,4 | 1 070,2 | 617,0 | 1 142,0 | 1 336,6 |
| P/E | 6,1 | 4,5 | 7,8 | 4,2 | 3,6 |
| P/BV | 0,4 | 0,4 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| EV/EBITDA | 4,3 | 4,2 | 4,5 | 3,6 | 3,3 |
| DPS | 0,00 | 0,28 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| DYield | 0,0% | 2,6% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

| **Zmiana prognoz** | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
|---|---|---|---|
| EBITDA | -5,6% | -9,5% | -3,2% |
| Zysk netto | -16,4% | -19,4% | -7,7% |
| Energia (PLN/MWh) | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Węgiel (PLN/t) | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| CO2 (EUR/t) | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

### Rachunek wyników i dane operacyjne

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| **EBITDA skor.** | **2 520** | **2 649** | **2 443** | **3 249** | **3 542** |
| EBITDA | 2 328 | 2 684 | 2 477 | 3 249 | 3 542 |
| wytwarzanie | 517 | 735 | 873 | 1 387 | 1 581 |
| wydobycie | 609 | 709 | 465 | 651 | 629 |
| dystrybucja | 1 111 | 1 073 | 1 117 | 1 147 | 1 186 |
| obrót | 154 | 178 | 13 | 101 | 186 |
| pozostałe | -67 | -13 | 8 | -37 | -40 |
| **Saldo finansowe** | **-51** | **-21** | **-217** | **-202** | **-247** |
| **Produkcja energii TWh** | **13,6** | **21,8** | **26,7** | **27,9** | **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 | 0,5 | 5,0 | 9,0 |
| **WRA w mld PLN** | **7,3** | **7,5** | **8,0** | **8,3** | **8,6** |
| zwrot na WRA (EBIT) | 8,7% | 7,7% | 7,4% | 7,2% | 7,3% |

### Bilans i CF

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| **CF operacyjny** | **2 424** | **2 580** | **2 653** | **2 121** | **3 149** |
| CFO/EBITDA | 104% | 96% | 107% | 65% | 89% |
| **Capex** | **2 688** | **2 058** | **2 329** | **2 512** | **2 848** |
| Kapitał obrotowy | 1 132 | 698 | 660 | 1 503 | 1 567 |
| Kapitał własny | 12 176 | 13 078 | 13 685 | 14 818 | 16 144 |
| **Dług netto** | **4 379** | **5 523** | **5 425** | **6 028** | **5 984** |
| Dług netto/EBITDA (x) | 1,9 | 2,1 | 2,2 | 1,9 | 1,7 |

### Analiza porównawcza

| | P/E | | | EV/EBITDA | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 18P | 19P | 20P | 18P | 19P | 20P |
| Minimum | 4,2 | 3,2 | 2,7 | 3,8 | 3,9 | 3,3 |
| Maksimum | 23,8 | 21,3 | 19,6 | 10,6 | 9,7 | 9,4 |
| Mediana | 15,4 | 14,0 | 12,6 | 6,9 | 6,7 | 6,5 |
| waga | 17% | 17% | 17% | 17% | 17% | 17% |

### 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 | 12 637 | 14 700 | 15 327 | 14 716 | 14 398 | 13 917 | 14 243 | 14 452 | 14 671 | 14 898 | 14 898 |
| EBITDA | 2 477 | 3 249 | 3 542 | 3 920 | 3 699 | 3 300 | 3 412 | 3 441 | 3 313 | 3 352 | 3 352 |
| marża EBITDA | 19,6% | 22,1% | 23,1% | 26,6% | 25,7% | 23,7% | 24,0% | 23,8% | 22,6% | 22,5% | 22,5% |
| EBIT | 1 008 | 1 704 | 1 981 | 2 327 | 2 104 | 1 642 | 1 682 | 1 673 | 1 502 | 1 495 | 1 109 |
| Podatek | 192 | 324 | 376 | 442 | 400 | 312 | 320 | 318 | 285 | 284 | 211 |
| 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 | 38 | -843 | -64 | 62 | 33 | 49 | -33 | -21 | -22 | -23 | -23 |
| FCF | -6 | -430 | 254 | 655 | 641 | 804 | 919 | 929 | 798 | 802 | 875 |
| PV FCF | -6 | -403 | 222 | 535 | 490 | 574 | 613 | 577 | 462 | 433 | 0 |
| WACC | 6,9% | 6,8% | 7,0% | 7,1% | 7,0% | 7,0% | 7,1% | 7,2% | 7,2% | 7,3% | 7,7% |
| Risk-free rate | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% |

### Podsumowanie DCF

| (mln PLN) | |
|---|---|
| Beta | 1,1 |
| Wzrost FCF po prognozie | 2,0% |
| Zdyskontowana wartość FCF | 11 847 |
| Dług netto | 5 523 |
| Inne korekty | -921 |
| Wycena DCF na akcję (PLN) | 12,24 |

### Wycena

| (PLN) | waga | cena |
|---|---|---|
| Porównawcza | 0% | 31,60 |
| DYield-porównawcza | 0% | 0,00 |
| DCF | 100% | 12,24 |
| Koszt kapitału 9M | | 6,7% |
| **Cena docelowa za 9M** | | **13,12** |

# Energa
## kupuj (podtrzymana)

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

W przypadku Energi oczekujemy relatywnie dobrych wyników w 4Q, szczególnie w kontekście problemów zakładanych w Tauronie i Enei. Nie widzimy też póki co twardych podstaw do rewizji prognoz na rok 2019, choć dostrzegamy potencjalne ryzyko związane finalnym kształtem ustawy/rozporządzeń zamrażających ceny energii (Energa ze względu na krótką pozycję na wytwarzaniu jest narażona na odchylenie od średniej ważonej ceny energii na TGE w zakupach do portfela sprzedażowego na rok 2019, co może implikować brak pełnego pokrycia utraconej marży przez przygotowywane rekompensaty). Liczymy jednak, że zaniżona baza odniesienia 2018 (straty na bilansowaniu pozycji na spot w okresie skokowego wzrostu cen w 2H'18) stanowi wystarczający bufor do zamortyzowania tego niekorzystnego zjawiska. Niekorzystne dla spółki mogą być też zapowiedziane zmiany w formule opłaty zastępczej, które zapewne będą prowadzić do przeceny zielonych certyfikatów (na razie rynek świadectw pochodzenia nie zareagował). Na pewno czynnikami wspierającymi dla notowań Energi będą pojawiające się spekulacje o konsolidacji w sektorze (przejęcie przez PGE- choć w przeciwieństwie do „toczącej" się fuzji PKN/LTS w tym wypadku oczekiwalibyśmy raczej fuzji przez wymianę akcji z uwagi na większą łatwość w przegłosowaniu takiego rozwiązania na WZA spółek) i potencjalne rozwodnienie na projekcie Ostrołęka C poprzez możliwe wejście kapitałowe PGE. Utrzymujemy rekomendację kupuj nieznacznie korygując cenę docelową (13,26 PLN) i prognozy, przede wszystkim w segmencie obrotu (zysk netto 2018 uwzględnia już odwrócenie odpisów).

| | | |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 10,15 PLN | **potencjał zmiany** |
| **Cena docelowa** | 13,26 PLN | +30,6% |

| | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|---|---|---|---|
| **nowa** | **kupuj** | **13,26 PLN** | **2019-02-04** |
| poprzednia | kupuj | 13,54 PLN | 2018-11-29 |

| **Podstawowe dane** | | | **ENG PW** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | ENG PW | Zmiana 1M | +11,4% | +5,4% |
| ISIN | PLENERG00022 | Zmiana YTD | +13,9% | +8,8% |
| Liczba akcji (mln) | 414,1 | Średni obrót 1M | | 6,5 mln PLN |
| MC (mln PLN) | 4 202,8 | Średni obrót 6M | | 6,6 mln PLN |
| EV (mln PLN) | 8 451,5 | EV/EBITDA 12M fwd | 4,1 | -15,2% |
| 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 | 10 343,0 | 12 266,2 | 12 689,9 |
| EBITDA | 2 027,0 | 2 160,0 | 2 066,4 | 2 153,8 | 2 168,6 |
| marża EBITDA | 19,9% | 20,5% | 20,0% | 17,6% | 17,1% |
| EBIT | 487,0 | 1 210,0 | 1 371,4 | 1 132,2 | 1 143,0 |
| Zysk netto | 151,0 | 773,0 | 946,5 | 709,4 | 670,2 |
| P/E | 27,8 | 5,4 | 4,4 | 5,9 | 6,3 |
| P/BV | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| EV/EBITDA | 4,4 | 3,9 | 4,1 | 4,2 | 4,4 |
| DPS | 0,49 | 0,19 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| DYield | 4,8% | 1,9% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

| **Zmiana prognoz** | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
|---|---|---|---|
| EBITDA | -0,1% | -2,4% | -1,5% |
| Zysk netto | +18,2% | -5,8% | -4,2% |
| Energia (PLN/MWh) | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Węgiel (PLN/t) | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| CO2 (EUR/t) | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

### Rachunek wyników i dane operacyjne

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| **EBITDA skor.** | **2 040** | **2 091** | **2 066** | **2 154** | **2 169** |
| EBITDA | 2 027 | 2 160 | 2 066 | 2 154 | 2 169 |
| wytwarzanie konw./CHP | 195 | 229 | 134 | 152 | 91 |
| OZE | 119 | 169 | 219 | 270 | 285 |
| dystrybucja | 1 720 | 1 723 | 1 730 | 1 701 | 1 740 |
| obrót | 40 | 85 | 53 | 100 | 124 |
| pozostałe | -48 | -46 | -69 | -70 | -72 |
| **Saldo finansowe** | **-282** | **-208** | **-201** | **-254** | **-313** |
| **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 | 5,0 | 6,1 |
| **WRA w mld PLN** | **11,5** | **11,7** | **12,2** | **12,6** | **12,9** |
| zwrot na WRA (EBIT) | 8,5% | 8,2% | 8,0% | 7,0% | 7,1% |

### Bilans i CF

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| **CF operacyjny** | **1 782** | **2 182** | **1 802** | **1 718** | **1 952** |
| CFO/EBITDA | 88% | 101% | 87% | 80% | 90% |
| **Capex** | **1 580** | **1 280** | **1 693** | **1 971** | **2 327** |
| Kapitał obrotowy | 1 608 | 1 403 | 1 446 | 1 714 | 1 774 |
| Kapitał własny | 8 777 | 9 409 | 10 321 | 11 030 | 11 701 |
| **Dług netto** | **4 664** | **4 064** | **4 204** | **4 712** | **5 401** |
| Dług netto/EBITDA (x) | 2,3 | 1,9 | 2,0 | 2,2 | 2,5 |

### Analiza porównawcza

| | P/E | | | EV/EBITDA | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 18P | 19P | 20P | 18P | 19P | 20P |
| Minimum | 4,2 | 3,2 | 2,7 | 3,8 | 3,6 | 3,3 |
| Maksimum | 23,8 | 21,3 | 19,6 | 10,6 | 9,7 | 9,4 |
| Mediana | 15,4 | 14,0 | 12,6 | 6,9 | 6,7 | 6,5 |
| waga | 17% | 17% | 17% | 17% | 17% | 17% |

### 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 | 10 343 | 12 266 | 12 690 | 12 474 | 12 382 | 12 145 | 12 278 | 12 414 | 12 551 | 12 688 | 12 688 |
| EBITDA | 2 066 | 2 154 | 2 169 | 2 322 | 2 294 | 2 448 | 2 624 | 2 683 | 2 707 | 2 765 | 2 765 |
| marża EBITDA | 20,0% | 17,6% | 17,1% | 18,6% | 18,5% | 20,2% | 21,4% | 21,6% | 21,6% | 21,8% | 21,8% |
| EBIT | 1 371 | 1 132 | 1 143 | 1 252 | 1 262 | 1 348 | 1 452 | 1 474 | 1 457 | 1 508 | 1 508 |
| Podatek | 261 | 215 | 217 | 238 | 240 | 256 | 276 | 280 | 277 | 286 | 286 |
| 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 | -43 | -269 | -59 | 30 | 13 | 33 | -19 | -19 | -19 | -19 | -19 |
| FCF | 70 | -301 | -434 | -218 | -90 | 499 | 770 | 816 | 836 | 881 | 881 |
| PV FCF | 70 | -280 | -377 | -176 | -68 | 350 | 504 | 496 | 472 | 461 | 461 |
| WACC | 7,5% | 7,4% | 7,3% | 7,3% | 7,2% | 7,3% | 7,4% | 7,6% | 7,7% | 7,9% | 7,9% |
| Risk-free rate | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% |

### Podsumowanie DCF

| (mln PLN) | |
|---|---|
| Beta | 1,1 |
| Wzrost FCF po prognozie | 2,0% |
| Zdyskontowana wartość FCF | 9 267 |
| Dług netto | 4 064 |
| Inne korekty | -56 |
| Wycena DCF na akcję (PLN) | 12,43 |

### Wycena

| (PLN) | waga | cena |
|---|---|---|
| Porównawcza | 0% | 24,55 |
| DYield-porównawcza | 0% | 0,00 |
| DCF | 100% | 12,43 |
| Koszt kapitału 9M | | 6,7% |
| **Cena docelowa za 9M** | | **13,26** |

# PGE
## kupuj (podtrzymana)

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

Akcje PGE na fali znacznej poprawy sentymentu do sektora utilities w Europie, przewodziły „hossie" na indeksie WIG Energia. Teoretycznie odczyty z TGE (modelowa marża po koszcie $CO_2$) poprawiły się nieco w styczniu w porównaniu do końcówki roku, ale raczej trudno uznać to za katalizator kilkunastoprocentowych wzrostów kursu YTD. Na pewno nie pomagały też nowe zaskakujące komunikaty ministerstwa energii o lokalizacji kolejnych bloków jądrowych na terenie Elektrowni Bełchatów oraz przedłużający się okres wyczekiwania na rozporządzenia/nowelizację do ustawy o zamrożeniu cen energii. Inwestorzy byli też dość powściągliwi w negatywnych reakcjach na przystąpienie PGE do rozmów ws projektu Ostrołęka C czy spekulacje o przejmowaniu Energi (być może rynek nie wierzy w rozpoczynanie historii konsolidacyjnych w roku wyborczym lub zakłada fuzję poprzez wymianę akcji albo też część inwestorów liczy na powtórzenie scenariusza „win-win" à la fuzja LTS/PKN). Na razie oczywiście trudno wyceniać te katalizatory, ale skłaniamy się ku tezie, że ewentualne łączenie spółek powinno wygenerować dodatkowe synergie, nawet przy ograniczonej determinacji w zakresie dostarczania cięć po stronie kosztowej z uwagi na czynniki społeczne. Póki co korygujemy nieznacznie nasze oczekiwania dla roku 2018 (zgodnie z opublikowanymi wcześniej prognozami na 4Q) i kosmetycznie obniżamy cenę docelową do 14,47 PLN/akcję, utrzymując rekomendację kupuj. Nadal uważamy, że perspektywa FCF na najbliższe lata w pełni uzasadnia powrót do polityki dywidendowej (w latach 2019-22 wskaźnik FCF/EV średnio wyniesie prawie 12% przy bieżącym wskaźniku DN/EBITDA 1,4x).

| | | |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 12,07 PLN | **potencjał zmiany** |
| **Cena docelowa** | 14,47 PLN | +19,9% |

| | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|---|---|---|---|
| **nowa** | **kupuj** | **14,47 PLN** | **2019-02-04** |
| poprzednia | kupuj | 14,82 PLN | 2018-11-29 |

| **Podstawowe dane** | | | **PGE PW** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | PGE PW | Zmiana 1M | +19,4% | +13,3% |
| ISIN | PLPGER000010 | Zmiana YTD | +20,7% | +15,6% |
| Liczba akcji (mln) | 1 869,8 | Średni obrót 1M | 30,9 mln PLN | |
| MC (mln PLN) | 22 568,3 | Średni obrót 6M | 26,1 mln PLN | |
| EV (mln PLN) | 33 180,6 | EV/EBITDA 12M fwd | 4,4 | -8,9% |
| Free float | 42,6% | EV/EBITDA 5Y avg | 4,9 | dyskonto |

### Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 28 092,0 | 23 100,0 | 24 706,2 | 38 648,8 | 42 431,7 |
| EBITDA | 7 376,0 | 7 650,0 | 6 478,8 | 7 629,9 | 8 536,7 |
| marża EBITDA | 26,3% | 33,1% | 26,2% | 19,7% | 20,1% |
| EBIT | 3 512,0 | 3 620,0 | 2 761,8 | 3 869,2 | 4 502,1 |
| Zysk netto | 2 568,0 | 2 660,0 | 1 934,1 | 2 758,6 | 3 276,9 |
| P/E | 8,8 | 8,5 | 11,7 | 8,2 | 6,9 |
| P/BV | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,4 |
| EV/EBITDA | 3,8 | 4,1 | 5,1 | 4,3 | 3,7 |
| DPS | 0,25 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,37 |
| DYield | 2,1% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 3,1% |
| **Zmiana prognoz** | | | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
| EBITDA | | | -4,0% | -0,8% | -0,7% |
| Zysk netto | | | -9,0% | -1,9% | -1,6% |
| Energia (PLN/MWh) | | | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Węgiel (PLN/t) | | | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| CO2 (EUR/t) | | | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

### Rachunek wyników i dane operacyjne

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| **EBITDA skor.** | **6 124** | **6 481** | **6 778** | **7 630** | **8 537** |
| EBITDA | 7 376 | 7 650 | 6 479 | 7 630 | 8 537 |
| wytwarzanie | 4 182 | 4 099 | 2 842 | 3 898 | 4 775 |
| OZE | 365 | 364 | 512 | 614 | 635 |
| dystrybucja | 2 230 | 2 333 | 2 445 | 2 468 | 2 475 |
| obrót | 500 | 811 | 605 | 607 | 609 |
| pozostałe | 99 | 43 | 75 | 43 | 43 |
| **Saldo finansowe** | **-238** | **-330** | **-273** | **-403** | **-395** |
| **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 | 14,1 | 14,0 | 13,8 |
| **WRA w mld PLN** | **15,1** | **15,6** | **16,3** | **16,7** | **17,0** |
| zwrot na WRA (EBIT) | 7,3% | 7,5% | 7,9% | 7,8% | 7,7% |

### Bilans i CF

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| **CF operacyjny** | **6 391** | **7 934** | **4 535** | **7 430** | **7 378** |
| CFO/EBITDA | 87% | 104% | 70% | 97% | 86% |
| **Capex** | **7 935** | **6 071** | **6 103** | **6 354** | **5 153** |
| Kapitał obrotowy | 3 325 | 3 388 | 4 324 | 3 865 | 4 243 |
| Kapitał własny | 42 679 | 45 188 | 47 049 | 49 735 | 52 249 |
| **Dług netto** | **5 045** | **7 487** | **9 401** | **8 801** | **7 733** |
| Dług netto/EBITDA (x) | 0,7 | 1,0 | 1,5 | 1,2 | 0,9 |

### Analiza porównawcza

| | P/E | | | EV/EBITDA | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 18P | 19P | 20P | 18P | 19P | 20P |
| Minimum | 4,2 | 3,2 | 2,7 | 3,8 | 3,6 | 3,3 |
| Maksimum | 23,8 | 21,3 | 19,6 | 10,6 | 9,7 | 9,4 |
| Mediana | 15,4 | 14,0 | 12,6 | 6,9 | 6,7 | 6,5 |
| waga | 17% | 17% | 17% | 17% | 17% | 17% |

### 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 | 24 706 | 38 649 | 42 432 | 40 701 | 39 614 | 37 671 | 37 978 | 38 325 | 38 672 | 39 040 | 39 040 |
| EBITDA | 6 479 | 7 630 | 8 537 | 10 018 | 9 181 | 7 769 | 7 546 | 7 485 | 7 381 | 7 434 | 7 434 |
| marża EBITDA | 26,2% | 19,7% | 20,1% | 24,6% | 23,2% | 20,6% | 19,9% | 19,5% | 19,1% | 19,0% | 19,0% |
| EBIT | 2 762 | 3 869 | 4 502 | 5 897 | 4 988 | 3 459 | 3 091 | 2 864 | 2 573 | 2 621 | 2 995 |
| Podatek | 525 | 735 | 855 | 1 120 | 948 | 657 | 587 | 544 | 489 | 498 | 569 |
| 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 | -936 | 459 | -378 | 173 | 109 | 194 | -31 | -35 | -35 | -37 | -37 |
| FCF | -1 084 | 1 000 | 2 150 | 4 867 | 4 041 | 3 102 | 2 667 | 2 588 | 2 480 | 2 460 | 2 389 |
| PV FCF | -1 084 | 925 | 1 839 | 3 833 | 2 934 | 2 076 | 1 646 | 1 472 | 1 301 | 1 190 | |
| 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% |

### Podsumowanie DCF

| (mln PLN) | |
|---|---|
| Beta | 1,1 |
| Wzrost FCF po prognozie | 2,0% |
| Zdyskontowana wartość FCF | 34 006 |
| Dług netto | 7 487 |
| Inne korekty | -1 165 |
| Wycena DCF na akcję (PLN) | 13,56 |

### Wycena

| (PLN) | waga | cena |
|---|---|---|
| Porównawcza | 0% | 20,57 |
| DYield-porównawcza | 0% | 3,21 |
| DCF | 100% | 13,56 |
| Koszt kapitału 9M | | 6,7% |
| **Cena docelowa za 9M** | | **14,47** |

# Tauron
## kupuj (podtrzymana)

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

Tauron odstawał nieco od indeksu WIG-Energia w styczniu, co prawdopodobnie miało związek z obawami o finalny kształt ustawy/rozporządzeń o zamrożeniu cen energii, jako że TPE ze swoją krótką pozycją w wytwarzaniu jest potencjalnie najbardziej narażony na niepełne pokrycie strat przez rekompensaty (odchylenie w cenach zakupu od średniej ważonej z TGE). Jeśli chodzi o 4Q to również nie spodziewamy się pozytywnego katalizatora dla notowań (oczyszczona EBITDA -18% r/r), aczkolwiek nasze prognozy kwartalne nie stanowią podstaw do rewizji szacunków na rok bieżący. W dłuższym horyzoncie podtrzymujemy pozytywną rekomendację, nieznacznie podnosząc cenę docelową (3,12 PLN/akcję). Przypominamy, że średni FCF w latach 2020-21 może sięgnąć ~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). Liczymy też, że Zarząd przedstawi plany restrukturyzacji portfela wytwórczego, szczególnie że wskazuje na to strategia aukcyjna na rynku mocy (brak zgłoszenia do aukcji znacznej części starych jednostek). Szansą na pozytywne odchylenie od naszych prognoz jest też potencjalny wzrost wydobycia w kopalniach w 2019. Nie można też lekceważyć pojawiających się ostatnio prasowych spekulacji o konsolidacji polskich spółek energetycznych, która przy aktualnych niskich waluacjach może przynieść relatywnie wysokie efekty synergii.

| | | |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 2,37 PLN | **potencjał zmiany** |
| **Cena docelowa** | 3,12 PLN | +31,6% |

| | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|---|---|---|---|
| **nowa** | **kupuj** | **3,12 PLN** | **2019-02-04** |
| poprzednia | kupuj | 3,06 PLN | 2018-11-29 |

| **Podstawowe dane** | | | **TPE PW** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | TPE PW | Zmiana 1M | +10,2% | +4,2% |
| ISIN | PLTAURN00011 | Zmiana YTD | +8,2% | +3,1% |
| Liczba akcji (mln) | 1 752,5 | Średni obrót 1M | | 8,1 mln PLN |
| MC (mln PLN) | 4 153,5 | Średni obrót 6M | | 11,8 mln PLN |
| EV (mln PLN) | 13 674,4 | EV/EBITDA 12M fwd | 4,4 | -8,0% |
| 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 | 18 605,4 | 23 452,6 | 25 088,7 |
| EBITDA | 3 336,8 | 3 545,3 | 3 604,9 | 3 706,9 | 4 214,5 |
| marża EBITDA | 18,9% | 20,4% | 19,4% | 15,8% | 16,8% |
| EBIT | 801,5 | 1 806,3 | 1 511,2 | 1 913,3 | 2 258,4 |
| Zysk netto | 367,5 | 1 380,7 | 970,8 | 1 272,4 | 1 520,4 |
| P/E | 11,3 | 3,0 | 4,3 | 3,3 | 2,7 |
| P/BV | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| EV/EBITDA | 3,8 | 3,7 | 3,8 | 3,9 | 3,3 |
| 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% | +0,3% | +0,3% |
| Zysk netto | -0,2% | +0,6% | +0,5% |
| 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** | **3 297** | **3 707** | **4 214** |
| EBITDA | 3 337 | 3 545 | 3 605 | 3 707 | 4 214 |
| wytwarzanie | 545 | 464 | 754 | 743 | 1 080 |
| wydobycie | -82 | -83 | -167 | -45 | 68 |
| dystrybucja | 2 395 | 2 283 | 2 487 | 2 534 | 2 607 |
| obrót | 490 | 841 | 546 | 486 | 475 |
| pozostałe | -9 | 40 | -15 | -12 | -15 |
| **Saldo finansowe** | **-293** | **-49** | **-277** | **-296** | **-326** |
| **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% | 8,2% | 7,8% | 8,0% |

### Bilans i CF

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| **CF operacyjny** | **3 064** | **3 559** | **3 309** | **3 227** | **3 757** |
| CFO/EBITDA | 92% | 100% | 92% | 87% | 89% |
| **Capex** | **3 647** | **3 562** | **3 577** | **3 652** | **3 116** |
| Kapitał obrotowy | 517 | 489 | 522 | 656 | 702 |
| Kapitał własny | 16 649 | 18 036 | 19 007 | 20 280 | 21 800 |
| **Dług netto** | **8 595** | **8 944** | **9 491** | **10 212** | **9 897** |
| Dług netto/EBITDA (x) | 2,6 | 2,5 | 2,6 | 2,8 | 2,3 |

### Analiza porównawcza

| | P/E | | | EV/EBITDA | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 18P | 19P | 20P | 18P | 19P | 20P |
| Minimum | 4,4 | 4,1 | 3,5 | 4,1 | 3,6 | 3,3 |
| Maksimum | 23,8 | 21,3 | 19,6 | 10,6 | 9,7 | 9,4 |
| Mediana | 15,4 | 14,0 | 12,6 | 6,9 | 6,7 | 6,5 |
| waga | 17% | 17% | 17% | 17% | 17% | 17% |

### 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 | 18 605 | 23 453 | 25 089 | 24 612 | 24 458 | 23 874 | 24 234 | 24 616 | 25 008 | 25 412 | 25 412 |
| EBITDA | 3 375 | 3 707 | 4 214 | 4 561 | 4 432 | 4 175 | 4 243 | 4 346 | 4 358 | 4 469 | 4 469 |
| marża EBITDA | 18,1% | 15,8% | 16,8% | 18,5% | 18,1% | 17,5% | 17,5% | 17,7% | 17,4% | 17,6% | 17,6% |
| EBIT | 1 281 | 1 913 | 2 258 | 2 543 | 2 417 | 2 101 | 2 102 | 2 130 | 2 057 | 2 074 | 1 464 |
| Podatek | 243 | 364 | 429 | 483 | 459 | 399 | 399 | 405 | 391 | 394 | 278 |
| 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 | -33 | -135 | -46 | 13 | 4 | 16 | -10 | -11 | -11 | -11 | -11 |
| FCF | -479 | -443 | 624 | 1 549 | 1 322 | 1 069 | 1 041 | 1 068 | 1 022 | 1 058 | 1 174 |
| PV FCF | -477 | -415 | 548 | 1 271 | 1 010 | 759 | 685 | 650 | 575 | 549 | 0 |
| WACC | 6,3% | 6,3% | 6,6% | 7,0% | 7,4% | 7,6% | 7,9% | 8,1% | 8,3% | 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 | 1,1 |
| Wzrost FCF po prognozie | 2,0% |
| Zdyskontowana wartość FCF | 14 574 |
| Dług netto | 8 944 |
| Inne korekty | -507 |
| Wycena DCF na akcję (PLN) | 2,92 |

### Wycena

| (PLN) | waga | cena |
|---|---|---|
| Porównawcza | 0% | 9,14 |
| DYield-porównawcza | 0% | 0,00 |
| DCF | 100% | 2,92 |
| Koszt kapitału 9M | | 6,7% |
| **Cena docelowa za 9M** | | **3,12** |

# Telekomunikacja, media, IT

## Netia

### trzymaj (bez zmian)

**Paweł Szpigiel** +48 22 438 24 06 pawel.szpigiel@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 = 4,6x/5,9x uznajemy za mało atrakcyjne, porównując je zwłaszcza do Orange Polska. 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** | 5,20 PLN | **potencjał zmiany** |
| **Cena docelowa** | 4,70 PLN | -9,6% |

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

| **Podstawowe dane** | | | **NET PW** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | NET PW | Zmiana 1M | +3,2% | -2,9% |
| ISIN | PLNETIA00014 | Zmiana YTD | +4,0% | -1,1% |
| Liczba akcji (mln) | 337,0 | Średni obrót 1M | 0,2 mln PLN | |
| MC (mln PLN) | 1 752,6 | Średni obrót 6M | 0,5 mln PLN | |
| EV (mln PLN) | 1 969,3 | EV/EBITDA 12M fwd | 5,7 | +18,3% |
| 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 | 427 | 345 | 356 |
| marża EBITDA | 28,0% | 26,6% | 31,1% | 25,6% | 26,4% |
| EBIT | 25 | 72 | 80 | 74 | 90 |
| Zysk netto | 33 | 35 | 62 | 50 | 61 |
| P/E | 53,7 | 49,4 | 28,1 | 34,9 | 28,9 |
| P/BV | 0,9 | 1,0 | 0,9 | 0,9 | 0,9 |
| EV/EBITDA | 4,6 | 5,3 | 4,6 | 5,9 | 5,9 |
| DPS | 0,39 | 0,20 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| DYield | 7,6% | 3,8% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| **Zmiana prognoz** | | | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
| Przychody | | | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| EBITDA | | | -6,0% | 0,0% | 0,0% |
| EBIT | | | -30,0% | 0,0% | 0,0% |
| Zysk netto | | | -6,6% | 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 |
| rozl. międzyop. i hurt. | 209 | 234 | 237 | 244 | 249 |
| inne | 183 | 188 | 205 | 213 | 217 |
| Koszty sprzedaży | 294 | 275 | 271 | 270 | 274 |
| Koszty ogól. zarządu | 149 | 148 | 129 | 129 | 130 |
| **EBIT** | **25** | **72** | **80** | **74** | **90** |
| marża | 1,7% | 5,0% | 5,8% | 5,5% | 6,7% |
| **Zysk netto** | **32,6** | **35,5** | **62,3** | **50,2** | **60,5** |

**Bilans i CF**

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| **CF operacyjny** | **442** | **346** | **362** | **342** | **341** |
| CFO/EBITDA | 104% | 90% | 100% | 99% | 96% |
| **Capex** | **-209** | **-268** | **-278** | **-390** | **-390** |
| Aktywa ogółem | 2 450 | 2 401 | 2 465 | 2 517 | 2 657 |
| Kapitał własny | 1 896 | 1 778 | 1 865 | 1 919 | 1 980 |
| **Dług netto** | **204** | **285** | **220** | **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% |

**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 | 362 | 345 | 356 | 371 | 378 | 385 | 392 | 400 | 408 | 417 | 417 |
| marża EBITDA | 24,6% | 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 | 14 | 74 | 90 | 106 | 113 | 120 | 130 | 148 | 166 | 192 | 192 |
| Podatek | 3 | 14 | 17 | 20 | 21 | 23 | 25 | 28 | 32 | 37 | 37 |
| **NOPLAT** | **12** | **60** | **73** | **86** | **91** | **97** | **105** | **120** | **135** | **156** | **156** |
| CAPEX | -78 | -390 | -390 | -221 | -211 | -207 | -211 | -216 | -220 | -225 | -225 |
| Kapitał obrotowy | 1 | 8 | -1 | 0 | 0 | 0 | -1 | -2 | -2 | -3 | -3 |
| **FCF** | **5** | **-51** | **-52** | **130** | **145** | **155** | **156** | **154** | **154** | **153** | **153** |
| PV FCF | 5 | -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% |

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

Podtrzymujemy pozytywne podejście do Orange Polska. Spółka wykaże wzrost EBITDA o 5% w 4Q'18, co powinno wzbudzić pozytywny sentyment rynku, zwłaszcza że równocześnie spodziewamy się publikacji spadku wyników w Cyfrowym Polsacie i Play. 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 2019 r. 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 wzrost EBITDA w najbliższych latach i pomimo wielkich inwestycji (CAPEX = 18,3% przychodów w 2019 r.) wykazuje dość wysoki FCFE (odpowiednio 6,5% i 8,8% FCFE w 2019/2020). Po okresie dużych inwestycji do 2020 r. na „miedź XXI wieku" czyli technologię FTTx, spodziewamy się spadku nakładów na światłowód od 2021 r. i powrotu do dywidendy (od 2020 r.). Obecny poziom wyceny, najniższy wśród polskich telekomów, tj. 4,3x na EV/EBITDA'19 jest naszym zdaniem niski i tworzy okazję inwestycyjną.

| | | |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 5,65 PLN | **potencjał zmiany** |
| **Cena docelowa** | 6,40 PLN | +13,3% |

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

| **Podstawowe dane** | | | **OPL PW** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | OPL PW | Zmiana 1M | +12,1% | +6,0% |
| ISIN | PLTLKPL00017 | Zmiana YTD | +18,0% | +12,8% |
| Liczba akcji (mln) | 1 312,0 | Średni obrót 1M | | 11,4 mln PLN |
| MC (mln PLN) | 7 412,8 | Średni obrót 6M | | 9,1 mln PLN |
| EV (mln PLN) | 14 168,8 | EV/EBITDA 12M fwd | 4,7 | +1,5% |
| Free float | 49,3% | EV/EBITDA 5Y avg | 4,6 | premia |

### Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 11 538 | 11 381 | 11 025 | 11 096 | 11 214 |
| EBITDA skor. | 3 163 | 3 011 | 2 779 | 2 891 | 3 062 |
| marża EBITDA | 27,4% | 26,5% | 25,2% | 26,1% | 27,3% |
| EBIT | -1 354 | 229 | 325 | 423 | 632 |
| Zysk netto | -1 746 | -75 | -34 | 105 | 286 |
| P/E | - | - | - | 70,9 | 26,0 |
| P/BV | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 |
| EV/EBITDA | 4,5 | 4,9 | 5,0 | 4,7 | 4,4 |
| DPS | 0,25 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,25 |
| DYield | 4,4% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 4,4% |
| **Zmiana prognoz** | | | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
| Przychody | | | +0,3% | 0,0% | 0,0% |
| EBITDA | | | +2,1% | 0,0% | 0,0% |
| EBIT | | | +22,3% | 0,0% | 0,0% |
| Zysk netto | | | - | 0,0% | 0,0% |
| CAPEX | | | -0,5% | 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 usł. głosowe (tys.) | 3 932 | 3 684 | 3 388 | 3 014 | 2 602 |
| **Przychody** | **11 538** | **11 381** | **11 025** | **11 096** | **11 214** |
| telefonia komórkowa | 6 324 | 6 141 | 2 464 | 2 302 | 2 175 |
| telefonia stacjonarna | 4 720 | 4 571 | 1 083 | 925 | 783 |
| pozostałe | 494 | 669 | 7 478 | 7 869 | 8 256 |
| **Koszty** | **8 445** | **8 655** | **8 315** | **8 300** | **8 226** |
| koszty pracownicze | 1 636 | 1 690 | 1 566 | 1 436 | 1 381 |
| usługi obce | 6 432 | 6 416 | 6 365 | 6 508 | 6 500 |
| poz. przychody i koszty | 377 | 341 | 198 | 176 | 170 |
| rozwiązanie stos. pracy | 0 | 208 | 186 | 180 | 175 |
| sprzedaż aktywów | 70 | 81 | 128 | 95 | 75 |
| **EBITDA** | **3 163** | **2 807** | **2 838** | **2 891** | **3 062** |
| marża | 27,4% | 24,7% | 25,7% | 26,1% | 27,3% |
| **Zysk netto** | **-1 746** | **-60** | **-34** | **105** | **286** |

### Bilans i CF

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| **CF operacyjny** | **2 549** | **2 064** | **1 498** | **2 672** | **2 858** |
| CFO/EBITDA | 81% | 74% | 53% | 83% | 84% |
| **Capex** | **-5 604** | **-1 643** | **-2 021** | **-2 166** | **-2 052** |
| Aktywa ogółem | 22 588 | 22 933 | 22 651 | 22 667 | 23 062 |
| Kapitał własny | 10 007 | 9 936 | 10 485 | 10 838 | 11 301 |
| **Dług netto** | **6 932** | **6 436** | **6 702** | **6 169** | **5 530** |
| Dług netto/EBITDA (x) | 2,2 | 2,3 | 2,4 | 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% |

### Model DCF

| (mln PLN) | 18P | 19P | 20P | 21P | 22P | 23P | 24P | 25P | 26P | 27P | + |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 11 025 | 11 096 | 11 214 | 11 308 | 11 408 | 11 517 | 11 599 | 11 666 | 11 708 | 11 720 | 11 720 |
| EBITDA | 2 838 | 2 891 | 3 062 | 3 126 | 3 185 | 3 244 | 3 279 | 3 312 | 3 333 | 3 337 | 3 337 |
| marża EBITDA | 25,7% | 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 | 325 | 423 | 632 | 723 | 801 | 869 | 906 | 931 | 1 473 | 1 455 | 1 455 |
| Podatek | 62 | 80 | 120 | 137 | 152 | 165 | 172 | 177 | 280 | 276 | 276 |
| **NOPLAT** | **263** | **343** | **512** | **586** | **648** | **704** | **734** | **754** | **1 193** | **1 179** | **1 179** |
| CAPEX | -1 893 | -1 933 | -1 850 | -1 683 | -3 189 | -1 759 | -1 786 | -1 824 | -1 860 | -1 882 | -1 882 |
| Kapitał obrotowy | -855 | -156 | -213 | -153 | -116 | -115 | -89 | -91 | -96 | -101 | -101 |
| **FCF** | **31** | **721** | **879** | **1 153** | **-272** | **1 205** | **1 232** | **1 220** | **1 097** | **1 078** | **1 078** |
| PV FCF | 30 | 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 | 51,6% | 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% |

### 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
## trzymaj (obniżona)

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

Notowania Play wzrosły o blisko 36% od wydania naszego listopadowego raportu analitycznego. 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 = 13,0%/11,1%) oraz dywidendę (DivYield'19 = 5,7%). Tym samym Play jest jedyną Spółką w sektorze, która w istotny sposób dzieli się zyskiem z akcjonariuszami. Jednak z drugiej strony spodziewamy się, że spółka zaraportuje spadek wyniku EBITDA o 4% R/R za 4Q'18, co będzie częściowo wynikać ze spadku rentowności obrotu sprzętem. Stąd, po wzrostach obniżamy nasze zalecenie inwestycyjny do trzymaj z kupuj. Sądzimy, że potencjał do dalszych wzrostów chwilowo wyczerpał się. 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** | 22,46 PLN | **potencjał zmiany** |
| **Cena docelowa** | 21,30 PLN | -5,2% |

| | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|---|---|---|---|
| **nowa** | **trzymaj** | **21,30 PLN** | **2019-02-04** |
| poprzednia | kupuj | 21,30 PLN | 2018-11-26 |

| **Podstawowe dane** | | | **PLY PW** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | PLY PW | Zmiana 1M | +7,9% | +1,8% |
| ISIN | LU1642887738 | Zmiana YTD | +8,0% | +2,8% |
| Liczba akcji (mln) | 253,7 | Średni obrót 1M | | 7,2 mln PLN |
| MC (mln PLN) | 5 698,1 | Średni obrót 6M | | 17,4 mln PLN |
| EV (mln PLN) | 12 374,6 | EV/EBITDA 12M fwd | 5,4 | -7,1% |
| 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 | 6 833 | 6 911 | 7 019 |
| EBITDA | 1 924 | 1 904 | 2 740 | 2 161 | 2 210 |
| marża EBITDA | 31,5% | 28,5% | 40,1% | 31,3% | 31,5% |
| EBIT | 1 290 | 1 107 | 1 370 | 1 276 | 1 266 |
| Zysk netto | 712 | 387 | 782 | 719 | 729 |
| P/E | 8,0 | 14,7 | 7,3 | 7,9 | 7,8 |
| P/BV | 4,2 | - | - | 17,8 | 7,9 |
| EV/EBITDA | 5,6 | 6,5 | 4,5 | 5,6 | 5,4 |
| DPS | 0,00 | 0,00 | 2,56 | 1,29 | 1,29 |
| DYield | 0,0% | 0,0% | 11,4% | 5,7% | 5,7% |

| **Zmiana prognoz** | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
|---|---|---|---|
| Przychody | +0,8% | 0,0% | 0,0% |
| EBITDA | -0,4% | 0,0% | 0,0% |
| EBIT | -0,7% | 0,0% | 0,0% |
| Zysk netto | -0,9% | 0,0% | 0,0% |
| CAPEX | +0,6% | 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** | **6 833** | **6 911** | **7 019** |
| przychody z usług | 4 493 | 4 878 | 5 083 | 5 225 | 5 328 |
| obrót sprzętem | 1 625 | 1 792 | 1 749 | 1 686 | 1 691 |
| **Koszty** | **4 193** | **4 766** | **4 682** | **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 | 1 439 | 1 416 | 1 438 |
| koszty osobowe | 228 | 526 | 270 | 278 | 286 |
| usługi obce | 567 | 606 | 484 | 531 | 574 |
| pozostałe | 138 | 65 | 109 | 93 | 94 |
| **EBITDA skoryg.** | **2 035** | **2 298** | **2 165** | **2 191** | **2 240** |
| marża | 33,3% | 34,4% | 31,7% | 31,7% | 31,9% |
| **Zysk netto** | **712** | **387** | **782** | **719** | **729** |

### Bilans i CF

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| **CF operacyjny** | **1 588** | **1 389** | **1 963** | **1 974** | **1 998** |
| CFO/EBITDA skor. | 78% | 60% | 91% | 90% | 89% |
| **Capex** | **-2 316** | **-650** | **-781** | **-887** | **-852** |
| Aktywa ogółem | 8 747 | 8 831 | 8 657 | 8 581 | 8 629 |
| Kapitał własny | 1 343 | -213 | -80 | 320 | 722 |
| **Dług netto** | **5 111** | **6 710** | **6 692** | **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% |

### Model DCF

| (mln PLN) | 18P | 19P | 20P | 21P | 22P | 23P | 24P | 25P | 26P | 27P | + |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 6 833 | 6 911 | 7 019 | 7 113 | 7 184 | 7 241 | 7 289 | 7 330 | 7 366 | 7 398 | 7 398 |
| EBITDA | 2 151 | 2 161 | 2 210 | 2 250 | 2 266 | 2 285 | 2 273 | 2 261 | 2 247 | 2 237 | 2 237 |
| marża EBITDA | 32,2% | 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 | 1 370 | 1 276 | 1 266 | 1 269 | 1 279 | 1 202 | 1 179 | 1 179 | 1 205 | 1 218 | 1 218 |
| Podatek | 260 | 242 | 241 | 241 | 243 | 228 | 224 | 224 | 229 | 231 | 231 |
| **NOPLAT** | **1 110** | **1 034** | **1 026** | **1 028** | **1 036** | **973** | **955** | **955** | **976** | **986** | **986** |
| CAPEX | -781 | -887 | -852 | -800 | -1 719 | -1 190 | -1 022 | -733 | -737 | -740 | -740 |
| Kapitał obr. + inne | -195 | -238 | -286 | -310 | -310 | -312 | -314 | -316 | -316 | -318 | -318 |
| **FCF** | **915** | **794** | **831** | **899** | **-5** | **555** | **713** | **988** | **966** | **948** | **948** |
| PV FCF | 900 | 732 | 718 | 726 | -4 | 394 | 474 | 614 | 561 | 513 | |
| WACC | 6,9% | 6,7% | 6,8% | 6,9% | 6,7% | 6,7% | 6,8% | 6,9% | 7,0% | 7,2% | 7,2% |
| Dług netto / EV | 58,1% | 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% |

### 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

Podtrzymujemy pozytywne podejście do Agory ze względu na (1) atrakcyjną wycenę, tj. EV/EBITDA'18/'19 = 4,6x/4,9x, oraz (2) perspektywę dobrych wyników finansowych za 4Q'18. Spodziewamy się, że Agora wykaże poprawę na linii skorygowana EBITDA o >11% R/R. Będzie to efekt bardzo dobrych rezultatów segmentu Film i Książka dzięki rekordowej sprzedaży biletów (zakładamy +20% R/R sprzedanych wejściówek i wyniku EBITDA segmentu na poziomie 25,7 mln PLN, tj. +39% R/R). Podtrzymujemy nasze oczekiwania cięć 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. Jednym z głównych czynników ryzyka jest dla nas działalność M&A. Agora poinformowała ostatnio rynek, że jest zainteresowana przejęciem spółki Eurozet (właściciela m.in. Radia Zet) wraz z podmiotem zależnym od Media Development Investment Fund (odpowiednio 40% i 60% udziałów). Lista potencjalnych przejmujących jest długa (m.in. Fratria, Zbigniew Jakubas, ZPR Media i PMPG Polskie Media), stąd cena za aktywo może być dość wysoka (spodziewamy się 200-250 mln PLN). Do transakcji podchodzimy negatywnie. Agora powinna się naszym zdaniem skupić na przejęciach w bardziej perspektywicznych sektorach. Naszym zdaniem radio takim nie jest.

| | | |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 10,70 PLN | **potencjał zmiany** |
| **Cena docelowa** | 16,00 PLN | +49,5% |

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

| **Podstawowe dane** | | | **AGO PW** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | AGO PW | Zmiana 1M | +7,4% | +1,4% |
| ISIN | PLAGORA00067 | Zmiana YTD | +7,0% | +1,9% |
| Liczba akcji (mln) | 46,6 | Średni obrót 1M | | 0,2 mln PLN |
| MC (mln PLN) | 498,4 | Średni obrót 6M | | 0,2 mln PLN |
| EV (mln PLN) | 493,4 | EV/EBITDA 12M fwd | 4,6 | -13,8% |
| Free float | 76,9% | EV/EBITDA 5Y avg | 5,3 | dyskonto |

### Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 1 198 | 1 165 | 1 139 | 1 168 | 1 213 |
| EBITDA | 115 | 30 | 108 | 104 | 117 |
| marża EBITDA | 9,6% | 2,6% | 9,4% | 8,9% | 9,7% |
| EBIT | 17 | -73 | 22 | 24 | 39 |
| Zysk netto | -17 | -84 | 22 | 14 | 26 |
| P/E | - | - | 22,4 | 35,5 | 18,9 |
| P/BV | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| EV/EBITDA | 4,6 | 17,4 | 4,6 | 4,9 | 4,5 |
| DPS | 0,75 | | 0,50 | 0,50 | 0,50 |
| DYield | 7,0% | | 4,7% | 4,7% | 4,7% |
| **Zmiana prognoz** | | | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
| Przychody | | | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| EBITDA | | | +20,7% | 0,0% | 0,0% |
| EBIT | | | +102,9% | 0,0% | 0,0% |
| Zysk netto | | | +23,2% | 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** | **1 139** | **1 168** | **1 213** |
| prasa | 268 | 236 | 213 | 203 | 200 |
| film i książka | 364 | 416 | 418 | 434 | 465 |
| reklama zewnętrzna | 168 | 163 | 170 | 177 | 186 |
| internet | 168 | 169 | 176 | 191 | 198 |
| radio | 113 | 114 | 116 | 119 | 122 |
| druk | 156 | 102 | 72 | 70 | 67 |
| wyłączenia | -38 | -34 | -25 | -26 | -26 |
| **EBITDA** | **115** | **30** | **98** | **104** | **117** |
| marża | 9,6% | 2,6% | 8,6% | 8,9% | 9,7% |
| **Zysk netto** | **-16,6** | **-83,5** | **22,2** | **14,0** | **26,4** |

### Bilans i CF

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| **CF operacyjny** | **111** | **77** | **76** | **91** | **101** |
| CFO/EBITDA | 92% | 258% | 77% | 87% | 86% |
| **Capex** | **-90** | **-70** | **-85** | **-77** | **-95** |
| Aktywa ogółem | 1 610 | 1 406 | 1 391 | 1 389 | 1 410 |
| Kapitał własny | 1 153 | 996 | 970 | 953 | 956 |
| **Dług netto** | **93** | **4** | **-31** | **-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% |

### Model DCF

| (mln PLN) | 2H'18 | 19P | 20P | 21P | 22P | 23P | 24P | 25P | 26P | 27P | + |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 603 | 1 168 | 1 213 | 1 272 | 1 329 | 1 368 | 1 389 | 1 411 | 1 433 | 1 457 | 1 486 |
| EBITDA | 64 | 104 | 117 | 135 | 151 | 161 | 163 | 165 | 166 | 166 | 169 |
| marża EBITDA | 10,6% | 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 | 22 | 24 | 39 | 58 | 77 | 88 | 92 | 90 | 87 | 86 | 88 |
| Podatek | 4 | 4 | 7 | 11 | 15 | 17 | 18 | 17 | 16 | 16 | 17 |
| **NOPLAT** | **17** | **19** | **31** | **47** | **62** | **71** | **75** | **73** | **70** | **70** | **71** |
| CAPEX | -39 | -77 | -95 | -96 | -98 | -68 | -73 | -76 | -78 | -80 | -82 |
| Kapitał obrotowy | -7 | -8 | -8 | -7 | -6 | -4 | -3 | -2 | -1 | -1 | -1 |
| **FCF** | **14** | **15** | **7** | **22** | **33** | **72** | **71** | **70** | **70** | **69** | **70** |
| PV FCF | 14 | 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% |

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

Cyfrowy Polsat jest obecnie notowany na EV/EBITDA'19 = 6,5x, tj. najwyżej w polskim sektorze telekomunikacyjnym. Tymczasem nie oczekujemy wzrostu wyniku EBITDA w 2019 r., a FCFE Yield jest wysoki jednak nie wyróżnia się istotnie na tle konkurentów na tyle by uzasadnić wysokie premią waluacyjną do OPL i 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 pojemność 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 kontent dla głównej konkurencji nC+.

| | | |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 23,72 PLN | **potencjał zmiany** |
| **Cena docelowa** | 23,20 PLN | -2,2% |

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

| **Podstawowe dane** | | | **CPS PW** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | CPS PW | Zmiana 1M | +6,0% | -0,1% |
| ISIN | PLCFRPT00013 | Zmiana YTD | +5,1% | -0,0% |
| Liczba akcji (mln) | 639,5 | Średni obrót 1M | 11,9 mln PLN | |
| MC (mln PLN) | 15 170,0 | Średni obrót 6M | 11,3 mln PLN | |
| EV (mln PLN) | 26 150,6 | EV/EBITDA 12M fwd | 6,3 | -10,2% |
| 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 | 10 764 | 11 458 | 11 623 |
| EBITDA | 3 641 | 3 617 | 3 671 | 3 810 | 3 912 |
| marża EBITDA | 37,4% | 36,8% | 34,1% | 33,3% | 33,7% |
| EBIT | 1 669 | 1 834 | 1 693 | 1 825 | 2 018 |
| Zysk netto | 1 041 | 981 | 985 | 1 111 | 1 337 |
| P/E | 14,6 | 15,5 | 15,4 | 13,7 | 11,3 |
| P/BV | 1,3 | 1,3 | 1,1 | 1,1 | 1,0 |
| EV/EBITDA | 7,3 | 7,1 | 7,1 | 6,5 | 6,0 |
| DPS | 0,00 | 0,32 | 0,00 | 0,32 | 0,43 |
| DYield | 0,0% | 1,3% | 0,0% | 1,3% | 1,8% |
| **Zmiana prognoz** | | | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
| Przychody | | | +0,6% | 0,0% | 0,0% |
| EBITDA | | | -0,1% | 0,0% | 0,0% |
| EBIT | | | -0,1% | 0,0% | 0,0% |
| Zysk netto | | | -0,2% | 0,0% | 0,0% |
| CAPEX | | | +0,1% | 0,0% | 0,0% |

### Rachunek wyników i dane operacyjne*

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| **Przychody** | **9 730** | **9 829** | **9 917** | **10 110** | **10 275** |
| detaliczne od klinetów | 6 325 | 6 068 | 5 913 | 6 002 | 6 087 |
| hurtowe | 2 466 | 2 539 | 2 873 | 2 932 | 2 988 |
| sprzedaż sprzętu | 851 | 1 055 | 961 | 999 | 1 019 |
| pozostałe | 88 | 167 | 171 | 176 | 181 |
| **Koszty** | **7 868** | **8 016** | **8 291** | **8 369** | **8 382** |
| kontent | 1 066 | 1 154 | 1 311 | 1 456 | 1 490 |
| dystrybucja 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 | 609 | 646 | 668 |
| sprzęt | 1 333 | 1 324 | 1 141 | 1 169 | 1 173 |
| windykacja i odpisy | 63 | 67 | 84 | 75 | 76 |
| pozostałe koszty | 214 | 227 | 334 | 331 | 336 |
| **Zysk netto** | **1 041** | **981** | **921** | **1 078** | **1 297** |

### Bilans i CF**

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| **CF operacyjny** | **2 885** | **3 126** | **2 913** | **3 008** | **3 131** |
| CFO/EBITDA | 78% | 86% | 85% | 87% | 88% |
| **Capex** | **-590** | **-739** | **-1 176** | **-1 030** | **-1 045** |
| Aktywa ogółem | 27 729 | 27 756 | 27 833 | 27 175 | 26 638 |
| Kapitał własny | 11 230 | 12 074 | 13 038 | 13 913 | 14 932 |
| **Dług netto** | **11 140** | **10 508** | **8 501** | **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% |

### Model DCF

| (mln PLN) | 18P | 19P | 20P | 21P | 22P | 23P | 24P | 25P | 26P | 27P | + |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 11 291 | 11 458 | 11 623 | 11 796 | 11 965 | 12 130 | 12 291 | 12 452 | 12 616 | 12 787 | 12 787 |
| EBITDA | 3 812 | 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 | 1 726 | 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** | **1 398** | **1 478** | **1 635** | **1 772** | **1 881** | **1 964** | **2 019** | **2 067** | **2 114** | **2 186** | **2 186** |
| CAPEX | -1 454 | -1 420 | -1 435 | -1 331 | -2 335 | -2 998 | -1 360 | -1 797 | -1 915 | -1 440 | -1 440 |
| Kapitał obrotowy | -211 | -145 | -122 | -93 | -83 | -83 | -83 | -83 | -93 | -105 | -105 |
| **FCF** | **1 819** | **1 899** | **1 972** | **2 139** | **1 158** | **506** | **2 156** | **1 730** | **1 613** | **2 082** | **2 082** |
| PV FCF | 1 791 | 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 | 41,2% | 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% |

### 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
## akumuluj (obniżona)

**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 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. Spodziewamy się, że wzrost przychodów ze sprzedaży z wyłączeniem barteru i telewizji w 4Q'18 wyniesie blisko 26% (>24% po 9M'18 R/R). Warto podkreślić, że pomimo szybkiego rozwoju (e-commerce wykazuje niższą rentowność), Wirtualna Polska utrzymuje wysoką marżę EBITDA (spodziewamy się spadku jedynie o 1 p.p. – z pominięciem zd. jednorazowych, barteru i wpływu biznesu telewizyjnego). Podkreślamy także, 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. Stąd podtrzymujemy pozytywne podejście do Wirtualnej Polski , jednak ze względu na blisko 12% wzrost notowań w styczniu, obniżamy nasze zalecenie inwestycyjne z kupuj do akumuluj.

| | | potencjał zmiany |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 59,00 PLN | |
| **Cena docelowa** | 61,50 PLN | +4,2% |

| | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|---|---|---|---|
| **nowa** | **akumuluj** | **61,50 PLN** | **2019-02-04** |
| poprzednia | kupuj | 61,50 PLN | 2018-12-05 |

| **Podstawowe dane** | | | **WPL PW** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | WPL PW | Zmiana 1M | +10,5% | +4,4% |
| ISIN | PLWRTPL00027 | Zmiana YTD | +11,7% | +6,6% |
| Liczba akcji (mln) | 29,8 | Średni obrót 1M | | 1,2 mln PLN |
| MC (mln PLN) | 1 756,7 | Średni obrót 6M | | 0,8 mln PLN |
| EV (mln PLN) | 1 989,9 | EV/EBITDA 12M fwd | 10,0 | -3,9% |
| 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 | 564 | 625 | 675 |
| EBITDA | 123 | 130 | 164 | 196 | 216 |
| marża EBITDA | 29,6% | 27,8% | 29,1% | 31,5% | 31,9% |
| EBIT | 81 | 79 | 109 | 136 | 152 |
| Zysk netto | 57 | 45 | 73 | 95 | 111 |
| P/E | 30,9 | 38,9 | 24,2 | 18,5 | 15,8 |
| P/BV | 4,3 | 4,2 | 3,8 | 3,4 | 3,0 |
| EV/EBITDA | 15,8 | 15,0 | 12,1 | 9,9 | 8,7 |
| DPS | 0,00 | 1,10 | 0,96 | 1,29 | 1,66 |
| DYield | 0,0% | 1,9% | 1,6% | 2,2% | 2,8% |

| **Zmiana prognoz** | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
|---|---|---|---|
| Przychody | -1,1% | 0,0% | 0,0% |
| EBITDA | +1,2% | 0,0% | 0,0% |
| EBIT | +0,9% | 0,0% | 0,0% |
| Zysk netto | +0,7% | 0,0% | 0,0% |
| CAPEX | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

### Rachunek wyników i dane operacyjne

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| **Przychody** | **415** | **466** | **564** | **625** | **675** |
| gotówkowe | 377 | 425 | 541 | 574 | 620 |
| barterowe | 37,8 | 33,0 | 23,5 | 24,7 | 25,7 |
| **Koszty** | **334** | **387** | **455** | **489** | **524** |
| amortyzacja | 42,1 | 51,0 | 55,4 | 60,5 | 64,1 |
| zużycie mater. i energii | 5,6 | 5,9 | 6,0 | 6,3 | 6,5 |
| wynagrodzenia | 124 | 134 | 164 | 171 | 177 |
| pozostałe | 162 | 196 | 230 | 251 | 276 |
| **EBITDA** | **123** | **130** | **164** | **196** | **216** |
| marża | 29,6% | 27,8% | 29,1% | 31,5% | 31,9% |
| **EBITDA skorygowana** | **136** | **151** | **180** | **197** | **213** |
| marża | 322,9% | 295,2% | 31,8% | 31,5% | 31,5% |
| **EBIT** | **81** | **79** | **109** | **136** | **152** |
| marża | 19,5% | 16,9% | 19,3% | 21,8% | 22,4% |
| **Zysk netto** | **53,8** | **35,3** | **72,5** | **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

| | P/E | | | EV/EBITDA | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 18P | 19P | 20P | 18P | 19P | 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 | 564 | 625 | 675 | 718 | 756 | 791 | 824 | 855 | 883 | 910 | 933 |
| EBITDA | 164 | 196 | 216 | 230 | 244 | 254 | 263 | 270 | 275 | 280 | 287 |
| marża EBITDA | 29,1% | 31,5% | 31,9% | 32,1% | 32,2% | 32,2% | 32,0% | 31,6% | 31,1% | 30,7% | 31,5% |
| Amortyzacja | 55 | 60 | 64 | 67 | 70 | 72 | 74 | 76 | 78 | 80 | 82 |
| EBIT | 109 | 136 | 152 | 163 | 174 | 182 | 189 | 194 | 197 | 200 | 205 |
| Podatek | 21 | 26 | 29 | 31 | 33 | 35 | 36 | 37 | 37 | 38 | 39 |
| **NOPLAT** | **88** | **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** | **-4** | **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
## akumuluj (podwyższona)

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

Po bardzo słabym 2017 r., Asseco Poland notuje wyraźną poprawę w 2018 r. Po wzrostach wyników w 9M'18, spodziewamy się że w ostatnim kwartale zysk netto będzie aż 50% wyższy R/R. Dodatkowo, po doniesieniach prasowych dot. problemu z przejęciem utrzymania systemu KSI przez Comarch od Asseco, zdecydowaliśmy się na podwyższenie prognoz spółki matki. Comarch nie przeszedł testów przejęcia 5 usług w tym trzech kluczowych (m.in. na waloryzację emerytur). ZUS potwierdził już, że prowadzi rozmowy z podmiotami, które mogłyby z wolnej ręki realizować kluczowe usługi. Podkreślamy, że żadne scenariusz nie jest przesądzony, jednak z wysokim ZUS zdecyduje się na realizację niektórych zleceń z Asseco Poland, co zakładamy z naszych prognozach. Stąd podwyższamy zysk netto Asseco Poland z 274 mln PLN do 295 mln PLN (tj. o 7,7% w górę). Po aktualizacji wskaźników dla spółek porównywalnych, nasza nowa cena docelowa to 51,20 PLN, co implikuje 7% potencjału wzrostowego. Obecnie Asseco Poland jest notowane na P/E'19 = 13,5x, tj. z 8% dyskontem do spółek porównywalnych. Ze względu na wyższą prognozę wyników (a oczekiwania wysokich wyników w 4Q'18) zmieniamy naszą prognozę dywidendy na 2019 r. Sądzimy, że Asseco wypłaci stabilną R/R dywidendę, tj. 3,01 PLN, co implikuje wysoki DivYield = 6,3%. Zakładamy spadek wypłaty od 2020 r., jednak zakładana wielkość dywidendy 2,30 r. implikuje także wysoki Yield = 4,8%.

| | | potencjał zmiany |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 48,00 PLN | |
| **Cena docelowa** | 51,20 PLN | +6,7% |

| | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|---|---|---|---|
| **nowa** | **akumuluj** | **51,20 PLN** | **2019-02-04** |
| poprzednia | trzymaj | 49,60 PLN | 2018-12-05 |

| **Podstawowe dane** | | | **ACP PW** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | ACP PW | Zmiana 1M | +3,3% | -2,7% |
| ISIN | PLSOFTB00016 | Zmiana YTD | +4,1% | -1,1% |
| Liczba akcji (mln) | 83,0 | Średni obrót 1M | | 4,6 mln PLN |
| MC (mln PLN) | 3 984,0 | Średni obrót 6M | | 6,7 mln PLN |
| | | P/E 12M fwd | 12,7 | +3,3% |
| 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 | 9 160 | 9 372 | 9 616 |
| EBITDA | 1 070 | 933 | 1 174 | 1 172 | 1 225 |
| marża EBITDA | 13,5% | 12,1% | 12,8% | 12,5% | 12,7% |
| EBIT | 769 | 644 | 790 | 794 | 851 |
| Zysk netto | 301 | 596 | 333 | 295 | 302 |
| P/E | 13,2 | 6,7 | 12,0 | 13,5 | 13,2 |
| P/BV | 0,7 | 0,8 | 0,7 | 0,7 | 0,7 |
| P/S | 0,50 | 0,52 | 0,43 | 0,43 | 0,41 |
| DPS | 3,01 | 3,01 | 3,01 | 3,01 | 2,30 |
| DYield | 6,3% | 6,3% | 6,3% | 6,3% | 4,8% |

| **Zmiana prognoz** | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
|---|---|---|---|
| Przychody | -0,4% | +0,4% | +0,4% |
| EBITDA | +4,4% | +2,4% | +2,2% |
| EBIT | +6,6% | +3,4% | +3,0% |
| Zysk netto | +6,8% | +7,7% | +7,1% |
| CAPEX | 0,0% | +0,4% | +0,4% |

### Rachunek wyników i dane operacyjne

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| **Przychody** | **7 932** | **7 724** | **9 160** | **9 372** | **9 616** |
| zmiana | 0,0% | -2,6% | 18,6% | 2,3% | 2,6% |
| rynek polski | 1 599 | 1 514 | 1 646 | 1 706 | 1 756 |
| rynek pd-wsch. Europy | 571 | 590 | 637 | 678 | 711 |
| rynek zachodnioeur. | 579 | 608 | 703 | 726 | 741 |
| rynek środkowoeur. | 754 | 785 | 949 | 858 | 875 |
| rynek izraelski | 4 247 | 4 218 | 5 242 | 5 383 | 5 513 |
| rynek wschodnioeur. | 58 | 10 | 6 | 20 | 20 |
| **EBIT** | **769** | **644** | **790** | **794** | **851** |
| Amortyzacja | 300 | 289 | 384 | 378 | 374 |
| **EBITDA** | **1 070** | **933** | **1 174** | **1 172** | **1 225** |
| marża | 13,5% | 12,1% | 12,8% | 12,5% | 12,7% |
| Jednostki stowarzyszone | -242 | 169 | -230 | -276 | -316 |
| Podatek | -166 | -163 | -179 | -176 | -185 |
| **Zysk netto** | **301** | **596** | **333** | **295** | **302** |

### Bilans i CF

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| **CF operacyjny** | **883** | **793** | **688** | **953** | **983** |
| CFO/EBITDA | 83% | 77% | 59% | 81% | 80% |
| **Capex** | **-211** | **-233** | **-253** | **-262** | **-272** |
| Aktywa ogółem | 12 791 | 13 044 | 15 723 | 15 861 | 16 189 |
| Kapitał własny | 5 505 | 5 520 | 5 669 | 5 709 | 5 821 |
| **Dług netto** | **358** | **235** | **338** | **137** | **-213** |
| Dług netto/EBITDA (x) | 0,3 | 0,2 | 0,3 | 0,1 | -0,2 |

### Analiza porównawcza

| | P/E | | |
|---|---|---|---|
| | 18P | 19P | 20P |
| Maximum | 27,2 | 24,4 | 21,8 |
| Minimum | 9,6 | 8,0 | 7,5 |
| Mediana | 16,1 | 14,5 | 13,4 |
| waga | 33% | 33% | 33% |

### Skrót z modeli DCF

| (mln PLN) | 18P | 19P | 20P | 21P | 22P | 23P | 24P | 25P | 26P | 27P | + |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Asseco Poland (matka)** | | | | | | | | | | | |
| Przychody | 907 | 869 | 891 | 909 | 927 | 945 | 964 | 984 | 1 003 | 1 023 | 1 023 |
| EBITDA | 242 | 185 | 180 | 181 | 183 | 184 | 185 | 185 | 185 | 184 | 184 |
| NOPLAT | 150 | 119 | 120 | 121 | 121 | 122 | 122 | 122 | 121 | 119 | 119 |
| **FCF** | **108** | **119** | **100** | **109** | **118** | **112** | **112** | **111** | **110** | **108** | **108** |
| WACC | 8,8% | 8,8% | 8,7% | 8,7% | 8,7% | 8,6% | 8,6% | 8,6% | 8,6% | 8,7% | |
| **Asseco Business Solutions** | | | | | | | | | | | |
| Przychody | 258 | 273 | 284 | 293 | 300 | 307 | 314 | 322 | 330 | 337 | 344 |
| EBITDA | 94 | 101 | 108 | 111 | 114 | 117 | 120 | 123 | 126 | 129 | 132 |
| NOPLAT | 61 | 66 | 71 | 73 | 75 | 77 | 79 | 81 | 83 | 85 | 86 |
| **FCF** | **48** | **59** | **63** | **66** | **68** | **70** | **71** | **73** | **75** | **77** | **78** |
| WACC | 8,5% | 8,5% | 8,5% | 8,5% | 8,5% | 8,5% | 8,5% | 8,5% | 8,5% | 0,0% | |
| **Asseco South Eastern Europe** | | | | | | | | | | | |
| Przychody | 637 | 678 | 711 | 737 | 757 | 773 | 785 | 794 | 801 | 806 | 822 |
| EBITDA | 121 | 129 | 137 | 143 | 148 | 152 | 157 | 161 | 166 | 170 | 173 |
| NOPLAT | 61 | 65 | 68 | 70 | 72 | 73 | 74 | 74 | 75 | 75 | 77 |
| **FCF** | **31** | **36** | **39** | **45** | **49** | **53** | **58** | **62** | **66** | **70** | **72** |
| 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% | 1 512 |
| ACE | 10x PE | 93% | 527 |
| ABS | DCF | 46% | 1 049 |
| ASEE | DCF | 51% | 859 |
| R. zachodnioeurop. | 10x PE | 100% | 340 |
| Formula Systems | rynek | 26% | 1 992 |
| R-Style Softlab | 6x PE | 100% | 0 |
| Pozostałe | 10x PE | 0% | 276 |
| **Razem** | | | **4 067** |
| Wycena 1 akcji | | | 49,01 |

### Wycena

| (PLN) | waga | cena |
|---|---|---|
| Porównawcza | 50% | 47,25 |
| SOTP | 50% | 49,01 |
| Cena wynikowa | | 48,13 |
| Koszt kapitału 9M | | 6,4% |
| **Cena docelowa za 9M** | | **51,20** |

# CD Projekt
## akumuluj (obniżona)

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

| | | |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 190,00 PLN | **potencjał zmiany** |
| **Cena docelowa** | 217,70 PLN | +14,6% |

| | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|---|---|---|---|
| **nowa** | **akumuluj** | **217,70 PLN** | **2019-02-04** |
| poprzednia | kupuj | 170,40 PLN | 2018-11-23 |

| **Podstawowe dane** | | | **CDR PW** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | CDR PW | Zmiana 1M | +28,4% | +22,3% |
| ISIN | PLOPTTC00011 | Zmiana YTD | +30,5% | +25,3% |
| Liczba akcji (mln) | 96,1 | Średni obrót 1M | 67,5 mln PLN | |
| MC (mln PLN) | 18 262,8 | Średni obrót 6M | 58,5 mln PLN | |
| EV (mln PLN) | 17 683,4 | EV/EBITDA 12M fwd | 21,4 | -3,9% |
| Free float | 64,9% | EV/EBITDA 5Y avg | 22,2 | dyskonto |

Od wydania naszej ostatniej rekomendacji (23 listopad 2018) kurs CDR wzrósł 40%. Podtrzymujemy nasze pozytywne podejście do spółki oraz podwyższamy oczekiwania dotyczące sprzedaży Cyberpunk 2077 (C2077) w roku z 17,9 mln sztuk do 21 mln sztuk. Argumentem przemawiającym za podniesieniem oczekiwań jest bardzo dobra sprzedaż gry Red Dead Redemption 2 (RDR2), która według szacunków osiągnęła sprzedaż 15 mln sztuk w 8 dni oraz 17 mln sztuk w 12 dni. Według analityków rynkowych, RDR2 może sprzedać do 24 mln sztuk w okresie do 31 marca 2019 roku, prowadząc dystrybucję wyłącznie na konsole XONE oraz PS4. Potencjalna baza docelowa graczy C2077 powinna być większa przy założeniu premiery gry na wszystkie platformy. W naszych prognozach uwzględniamy zmiany prowizji zaproponowane przez Steam dla producentów gier zakładające 20% prowizji dla gier, które wygenerowały więcej niż 50 mln USD przychodu. Jednocześnie istotnie obniżamy nasze szacunki sprzedaży dla gry Gwint oraz przyjmujemy konserwatywne podejście dotyczące planów wydawniczych kolejnych jednoosobowych kampanii do gry Gwint. 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. Niewątpliwie istotnym momentem pod względem informacyjnym będą targi E3, które odbędą się na początku czerwca w Los Angeles. Ze względu na zakładaną słabą sprzedaż gry Wojna Krwi oraz coraz niższą sprzedaż W3, zakładamy istotny spadek wyników r/r w 4Q'18. Niemniej zaznaczamy, że najistotniejszymi czynnikami wpływającymi na notowania CDR będą informację o C2077. Uwzględniając powyższe wyznaczamy cenę docelową 217,7 PLN i obniżamy rekomendację do akumuluj.

### Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

| **(mln PLN)** | **2016** | **2017** | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 584 | 463 | 348 | 303 | 2 979 |
| EBITDA | 308 | 246 | 112 | 42 | 2 244 |
| marża EBITDA | 52,7% | 53,1% | 32,3% | 13,8% | 75,3% |
| EBIT | 304 | 241 | 108 | 36 | 2 238 |
| Zysk netto | 251 | 200 | 90 | 35 | 1 875 |
| P/E | 72,2 | 90,3 | - | - | 9,7 |
| P/BV | 23,3 | 20,5 | 18,6 | 18,0 | 6,5 |
| EV/EBITDA | 56,8 | 71,0 | 157,3 | 425,5 | 7,1 |
| DPS | 0,00 | 1,06 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| DYield | 0,0% | 0,6% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| **Zmiana prognoz** | | | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
| EBITDA | | | -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% |

### Wyniki i przepływy operacyjne

| **(mln PLN)** | **2016** | **2017** | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
|---|---|---|---|---|---|
| Produkcja gier (S) | 476 | 330 | 223 | 170 | 2 838 |
| Produkcja gier (EBIT) | 324 | 223 | 112 | 40 | 2 239 |
| Produkcja gier (marża) | 68,2% | 67,4% | 50,3% | 23,5% | 78,9% |
| GOG.com (S) | 133,5 | 169,6 | 131,1 | 133,8 | 140,5 |
| GOG.com (EBIT) | 6,4 | 18,4 | -4,7 | -3,4 | -1,3 |
| GOG.com (marża) | 4,8% | 10,8% | -3,6% | -2,5% | -0,9% |
| **Przepływy oper.** | **259** | **232** | **67** | **44** | **1 982** |
| Amortyzacja | 4 | 5 | 5 | 5 | 6 |
| Kapitał obrotowy | -11 | 34 | -7 | 2 | -112 |
| **Przepływy inw.** | **-440** | **-291** | **-87** | **-46** | **-160** |
| CAPEX | -12 | -13 | -20 | -9 | -10 |
| **Nakłady na produkcję** | **56** | **77** | **111** | **137** | **150** |
| FCF | 203 | 144 | -39 | -100 | 1 866 |
| FCF/EBITDA | -35% | -239% | 83% | 77% | 72% |
| CFO/EBITDA | 60% | 104% | 88% | 82% | 82% |

### Wskaźniki

| **(mln PLN)** | **2016** | **2017** | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
|---|---|---|---|---|---|
| Wiedźmin 3 (S) | 472 | 288 | 174 | 119 | 107 |
| Gwint (S) | 3 | 43 | 45 | 45 | 31 |
| Cyberpunk 2077 (S) | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 617 |
| | | | | | |
| Produkcja w toku | 62 | 142 | 252 | 380 | 211 |
| Środki pieniężne | 217 | 67 | 56 | 59 | 1 928 |
| Dług netto | -597 | -647 | -579 | -482 | -2 351 |
| Dług netto/EBITDA (x) | -1,9 | -2,6 | -5,2 | -11,5 | -1,0 |

### Analiza porównawcza

| | **P/E 12M fwd 4Y avg** | **EV/EBIT 12M fwd 4Y avg** |
|---|---|---|
| Minimum | 15,1 | 4,8 |
| Maksimum | 19,3 | 11,4 |
| Mediana | 19,0 | 8,5 |
| waga | 50% | 50% |

### Model DCF

| **(mln PLN)** | **18P** | **19P** | **20P** | **21P** | **22P** | **23P** | **24P** | **25P** | **26P** | **27P** | **+** |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| W3 (tys. szt.) | 2 230 | 1 853 | 1 622 | 1 395 | 1 380 | 1 165 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| C2077 (tys. szt.) | | 0 | 21 000 | 6 213 | 4 525 | 3 375 | 2 300 | 2 225 | 1 075 | 0 | 0 |
| Gra AAA (tys. szt.) | | | | | 6 000 | 5 000 | 4 000 | 3 000 | 2 500 | 1 500 | 0 |
| Przychody | 348 | 303 | 2 979 | 2 597 | 1 495 | 3 442 | 1 951 | 3 542 | 2 056 | 1 210 | - |
| EBITDA | 112 | 42 | 2 244 | 2 133 | 1 112 | 2 819 | 1 445 | 2 842 | 1 476 | 769 | - |
| marża EBITDA | 32,3% | 13,8% | 75,3% | 82,2% | 74,4% | 81,9% | 74,0% | 80,2% | 71,8% | 63,6% | - |
| EBIT | 108 | 36 | 2 238 | 2 127 | 1 106 | 2 813 | 1 438 | 2 835 | 1 470 | 763 | - |
| Podatek | 20 | 7 | 425 | 404 | 210 | 534 | 273 | 539 | 279 | 145 | - |
| CAPEX | -132 | -146 | -160 | -173 | -186 | -199 | -209 | -208 | -214 | -221 | - |
| Kapitał obrotowy | -7 | 2 | -112 | 16 | 46 | -82 | 62 | -67 | 62 | 35 | - |
| FCF | -39 | -100 | 1 866 | 1 645 | 803 | 2 155 | 1 126 | 2 210 | 1 166 | 440 | 1 127 |
| PV FCF | -39 | -93 | 1 596 | 1 297 | 584 | 1 443 | 695 | 1 257 | 611 | 212 | - |
| WACC | 8,5% | 8,5% | 8,5% | 8,5% | 8,5% | 8,5% | 8,5% | 8,5% | 8,5% | 8,5% | - |
| Risk-free rate | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | - |

### Podsumowanie DCF

| **(mln PLN)** | |
|---|---|
| Beta | 1,0 |
| Wzrost FCF po prognozie | 4,0% |
| Zdyskontowana wartość FCF | 12 102 |
| Dług netto | -647 |
| Inne korekty | 0 |
| Wycena DCF na akcję (PLN) | 211,32 |

### Wycena

| **(PLN)** | **waga** | **cena** |
|---|---|---|
| Porównawcza | 50% | 198,10 |
| DCF | 50% | 211,30 |
| cena wynikowa | | 204,70 |
| koszt kapitału 9M | | 6,4% |
| **cena docelowa za 9M** | | **217,70** |

# Comarch
## trzymaj (obniżona)

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

Comarch 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 kontakt ERP w historii Spółki na >5 tysięcy urządzeń we francuskiej sieci La Halle), wzrost zamówień z rynku telekomunikacyjnego, pobudzenie w obszarze publicznym. Z drugiej strony spodziewamy się (1) spadku wyniku EBITDA o 12% w 4Q'18, a (2) dodatkowo problemy związane z przejęciem kontraktu na utrzymanie systemu KSI w ZUS mogą przełożyć się na pogorszenie sentymentu do spółki. Stąd obniżamy nasze zalecenie inwestycyjne z Akumuluj do Trzymaj. Korygujemy prognozy wyników finansowych w dół (o 5% na linii EBITDA w 2019 r. i 3% w 2020 r.), zakładając że części prac dot. systemu KSI trafi z wolnej ręki do wykonania przez Asseco Poland. Nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 160,80 PLN. Spółka jest wyceniana obecnie na 7,6X EV/EBITDA'19, tj. z 19% dyskontem do spółek porównywalnych.

| | | |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 155,50 PLN | **potencjał zmiany** |
| **Cena docelowa** | 160,80 PLN | +3,4% |

| | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|---|---|---|---|
| **nowa** | **trzymaj** | **160,80 PLN** | **2019-02-04** |
| poprzednia | akumuluj | 173,30 PLN | 2018-12-05 |

| **Podstawowe dane** | | | **CMR PW** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | CMR PW | Zmiana 1M | +3,7% | -2,4% |
| ISIN | PLCOMAR00012 | Zmiana YTD | +2,3% | -2,8% |
| Liczba akcji (mln) | 8,1 | Średni obrót 1M | 0,2 mln PLN | |
| MC (mln PLN) | 1 264,7 | Średni obrót 6M | 0,4 mln PLN | |
| EV (mln PLN) | 1 311,7 | EV/EBITDA 12M fwd | 7,1 | -4,2% |
| Free float | 59,2% | EV/EBITDA 5Y avg | 7,4 | dyskonto |

### 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 | 153 | 168 | 185 |
| marża EBITDA | 15,8% | 9,0% | 11,4% | 12,0% | 12,4% |
| EBIT | 113 | 34 | 88 | 100 | 114 |
| Zysk netto | 70 | 43 | 50 | 71 | 84 |
| P/E | 18,0 | 29,3 | 25,2 | 17,9 | 15,0 |
| P/BV | 1,5 | 1,4 | 1,4 | 1,3 | 1,3 |
| EV/EBITDA | 7,0 | 13,1 | 8,6 | 7,6 | 7,0 |
| DPS | 0,00 | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 10,00 |
| DYield | 0,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 6,4% |

| **Zmiana prognoz** | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
|---|---|---|---|
| Przychody | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| EBITDA | -8,9% | -5,0% | -2,7% |
| EBIT | -14,6% | -8,2% | -4,2% |
| Zysk netto | -15,8% | -8,6% | -4,5% |
| CAPEX | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

### Rachunek wyników i dane operacyjne

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| **Przychody** | **1 109** | **1 102** | **1 343** | **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 | 371 | 392 |
| marża | 30,9% | 24,3% | 27,1% | 26,5% | 26,2% |
| koszty sprzedaży | 131 | 134 | 141 | 147 | 153 |
| koszty ogólnego zarządu | 101 | 98 | 113 | 119 | 124 |
| **EBIT** | **113** | **34** | **88** | **100** | **114** |
| marża | 10,2% | 3,1% | 6,5% | 7,1% | 7,6% |
| **Zysk netto** | **70,1** | **43,1** | **50,2** | **70,8** | **84,3** |

### Bilans i CF

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| **CF operacyjny** | **88** | **61** | **86** | **120** | **143** |
| CFO/EBITDA | 50% | 62% | 56% | 72% | 77% |
| **Capex** | **-121** | **-141** | **-83** | **-71** | **-72** |
| Aktywa ogółem | 1 439 | 1 503 | 1 601 | 1 679 | 1 712 |
| Kapitał własny | 861 | 880 | 918 | 977 | 980 |
| **Dług netto** | **-49** | **19** | **31** | **-6** | **5** |
| Dług netto/EBITDA (x) | -0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,0 | 0,0 |

### Analiza porównawcza

| | P/E | | | EV/EBITDA | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 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% |

### 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 | 153 | 168 | 185 | 194 | 201 | 209 | 217 | 224 | 229 | 234 | 238 |
| marża EBITDA | 11,4% | 12,0% | 12,4% | 12,3% | 12,2% | 12,2% | 12,1% | 12,0% | 11,9% | 11,8% | 12,0% |
| Amortyzacja | 65 | 69 | 71 | 73 | 75 | 77 | 79 | 81 | 83 | 84 | 86 |
| EBIT | 88 | 100 | 114 | 122 | 126 | 132 | 138 | 143 | 147 | 150 | 153 |
| Podatek | 26 | 28 | 30 | 32 | 33 | 35 | 36 | 38 | 39 | 39 | 40 |
| **NOPLAT** | **62** | **72** | **84** | **90** | **93** | **97** | **101** | **105** | **108** | **110** | **113** |
| CAPEX | -83 | -71 | -72 | -76 | -78 | -80 | -82 | -84 | -85 | -87 | -89 |
| Kapitał obrotowy | -33 | -19 | -12 | -10 | -7 | -8 | -8 | -7 | -5 | -5 | -5 |
| **FCF** | **11** | **50** | **70** | **76** | **82** | **86** | **91** | **95** | **100** | **103** | **105** |
| PV FCF | 12 | 47 | 60 | 60 | 60 | 58 | 56 | 54 | 52 | 50 | |
| 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 | 1,5% | 2,4% | 0,0% | 0,4% | 0,7% | 0,6% | 0,2% | 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 | 1 288 |
| Dług netto | 19 |
| Inne korekty | 16 |
| Wycena DCF na akcję (PLN) | 154,09 |

### Wycena

| (PLN) | waga | cena |
|---|---|---|
| Porównawcza | 50% | 148,25 |
| DCF | 50% | 154,09 |
| cena wynikowa | | 151,17 |
| koszt kapitału 9M | | 6,4% |
| **cena docelowa za 9M** | | **160,80** |

# Przemysł, surowce

## Famur

### kupuj (podtrzymana)

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

Utrzymujące się powyżej pieniężnego kosztu wydobycia ceny węgla energetycznego oraz koksowego 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 rosnąć 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. Naszym zdaniem głównym motorem wzrostu sprzedaży Grupy Famur w 2019 roku będzie segment Underground (+7% r/r), co wynika przede wszystkim ze zwiększenia obrotów w segmencie kombajnów chodnikowych (+15% r/r – efekt podpisanych nowych umów na dzierżawę kombajnów z Kompanią Węglową i JSW w 2018 roku). Naszym zdaniem Famur może pozytywnie zaskoczyć wynikami za 4Q'18. Dodatkowo naszym zdaniem po sprzedaży PBSZ Famur stać jest na wypłatę nawet 266 mln PLN dywidendy w 2019 roku, co przekłada się na DYield na poziomie około 9% (rekomendacja prawdopodobnie przy wynikach za 4Q'18). Podwyższamy naszą wycenę Famur (do 6,61 PLN/akcja z 6,41 PLN/akcja) oraz pozostawiamy bez zmian rekomendację kupuj.

| | | |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 4,99 PLN | **potencjał zmiany** |
| **Cena docelowa** | 6,61 PLN | +32,5% |

| | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|---|---|---|---|
| **nowa** | **kupuj** | **6,61 PLN** | **2019-02-04** |
| poprzednia | kupuj | 6,41 PLN | 2018-11-30 |

| **Podstawowe dane** | | | **FMF PW** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | FMF PW | Zmiana 1M | -7,6% | -13,7% |
| ISIN | PLFAMUR00012 | Zmiana YTD | -7,6% | -12,7% |
| Liczba akcji (mln) | 574,8 | Średni obrót 1M | 1,1 mln PLN | |
| MC (mln PLN) | 2 868,1 | Średni obrót 6M | 1,2 mln PLN | |
| EV (mln PLN) | 3 070,1 | EV/EBITDA 12M fwd | 5,5 | -7,6% |
| Free float | 35,3% | EV/EBITDA 5Y avg | 5,9 | dyskonto |

**Prognozy Domu Maklerskiego mBanku**

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 1 030 | 1 460 | 2 251 | 2 097 | 2 152 |
| EBITDA | 239 | 308 | 471 | 487 | 481 |
| marża EBITDA | 23,2% | 21,1% | 20,9% | 23,2% | 22,3% |
| EBIT | 114 | 133 | 281 | 318 | 336 |
| Zysk netto | 94 | 49 | 204 | 253 | 274 |
| P/E | 25,9 | 57,5 | 14,1 | 11,3 | 10,5 |
| P/BV | 2,4 | 1,9 | 1,9 | 1,9 | 1,8 |
| EV/EBITDA | 9,6 | 9,7 | 6,5 | 5,6 | 5,4 |
| DPS | 0,00 | 0,00 | 0,44 | 0,46 | 0,31 |
| DYield | 0,0% | 0,0% | 8,8% | 9,3% | 6,2% |

| **Zmiana prognoz** | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
|---|---|---|---|
| Przychody | 0,0% | -1,1% | -1,1% |
| EBITDA | 0,0% | -1,0% | -1,0% |
| Zysk netto | 0,0% | -1,5% | -1,4% |
| Obroty Underground | -1,6% | -0,8% | -0,8% |
| Obroty Surface | -4,1% | -2,5% | -2,5% |
| Marża Underground | +1,0% | +0,1% | +0,1% |
| Marża Surface | -1,1% | -0,0% | -0,0% |

**Wyniki i przepływy operacyjne**

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Obroty Underground | 741 | 1 019 | 1 518 | 1 626 | 1 671 |
| Obroty Surface | 289 | 292 | 348 | 371 | 379 |
| Marża Underground | 25,8% | 25,0% | 27,7% | 26,4% | 26,8% |
| Marża Surface | 18,0% | 8,3% | 4,7% | 9,9% | 10,4% |
| **Przepływy oper.** | **315** | **192** | **269** | **486** | **404** |
| Amortyzacja | 125 | 175 | 190 | 168 | 145 |
| Kapitał obrotowy | 95 | -16 | -155 | 55 | -20 |
| **Przepływy inw.** | **-85** | **-231** | **-93** | **122** | **-83** |
| CAPEX | 83 | 132 | 93 | -122 | 83 |
| **Przepływy fin.** | **185** | **287** | **-416** | **-376** | **-182** |
| Zmiana długu | 196 | -88 | -150 | -100 | 0 |
| Dywidenda/buyback | 0 | 0 | -253 | -266 | -177 |
| FCF | 240 | -91 | 176 | 606 | 315 |
| FCF/EBITDA | 101% | -30% | 37% | 124% | 66% |
| CFO/EBITDA | 132% | 44% | 57% | 100% | 84% |

**Bilans**

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Aktywa | 1 775 | 3 138 | 3 171 | 3 000 | 3 117 |
| Aktywa trwałe | 670 | 1 099 | 1 002 | 712 | 650 |
| Goodwill | 220 | 222 | 222 | 222 | 222 |
| Kapitał własny | 993 | 1 437 | 1 487 | 1 474 | 1 570 |
| Udział mniejszości | 0 | 115 | 31 | 31 | 31 |
| Dług netto | -135 | 80 | 171 | -162 | -300 |
| 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 | 11,2 | 10,2 | 9,5 | 8,4 | 6,5 | 6,0 |
| Maksimum | 18,8 | 16,5 | 15,2 | 12,2 | 10,8 | 9,8 |
| Mediana | 13,9 | 12,2 | 11,5 | 9,1 | 8,0 | 7,5 |
| waga | 17% | 17% | 17% | 17% | 17% | 17% |

**Model DCF**

| (mln PLN) | 18P | 19P | 20P | 21P | 22P | 23P | 24P | 25P | 26P | 27P | + |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 2 251 | 2 097 | 2 152 | 2 196 | 2 240 | 2 286 | 2 332 | 2 379 | 2 427 | 2 476 | 2 526 |
| zmiana (r/r) | 39,9% | -6,8% | 2,6% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% |
| EBITDA | 471 | 487 | 481 | 472 | 470 | 479 | 488 | 496 | 509 | 523 | 530 |
| marża EBITDA | 20,9% | 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 | 281 | 318 | 336 | 346 | 354 | 362 | 369 | 377 | 384 | 392 | 390 |
| Podatek | 46 | 58 | 62 | 65 | 67 | 68 | 70 | 71 | 73 | 75 | 75 |
| NOPAT | 235 | 260 | 273 | 281 | 287 | 294 | 299 | 305 | 311 | 317 | 315 |
| CAPEX | -93 | 122 | -83 | -122 | -125 | -127 | -130 | -132 | -135 | -138 | -141 |
| Kapitał obrotowy | -155 | 55 | -20 | -16 | -16 | -16 | -17 | -17 | -17 | -18 | -18 |
| FCF | 176 | 606 | 315 | 269 | 263 | 267 | 271 | 275 | 284 | 292 | 298 |
| PV FCF | 177 | 562 | 270 | 212 | 191 | 179 | 167 | 156 | 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% |

**Podsumowanie DCF**

| (mln PLN) | |
|---|---|
| Beta | 1,0 |
| Wzrost FCF po prognozie | 2,0% |
| Zdyskontowana wartość FCF | 2 204 |
| Dług netto | 333 |
| Inne korekty | -10 |
| Wycena DCF na akcję (PLN) | 7,02 |

**Wycena**

| (PLN) | waga | cena |
|---|---|---|
| Porównawcza | 50% | 5,43 |
| DCF | 50% | 7,02 |
| Cena wynikowa | | 6,22 |
| Koszt kapitału 9M | | 6,3% |
| **Cena docelowa za 9M** | | **6,61** |

# Grupa Kęty
## trzymaj (bez zmian)

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

Dynamicznie spadające ceny aluminium w końcówce 2018 roku, to dobra informacja dla Grupy Kęty. W segmencie systemów aluminiowych, który generuje 40% EBITDA całej Grupy, aluminium odpowiada za około 1/3 kosztów wytworzenia. Niższe oczekiwane ceny aluminium, naszym zdaniem mogą złagodzić negatywny efekt wzrostu mocy produkcyjnych przez głównego krajowego konkurenta Ponzio Polska. Na początku lutego (6 II) Zarząd Grupy Kęty prawdopodobnie przedstawi szacunkowe prognozy na 2019 roku. Dotychczasowe wypowiedzi wskazywały na jednocyfrowy wzrost r/r. Podtrzymujemy, że wzrost mocy w zakresie systemów aluminiowych w 2019 roku (o około 10% w skali kraju), słabszy popyt na wyroby wyciskane (spadek PMI w Europie) oraz wzrost kosztów osobowych i energetycznych powodować będą, że Grupie ciężko będzie pobić zeszłoroczne wyniki. Wciąż również Grupa Kęty jest notowana z ponad 40% premią do spółek porównywalnych na lata 2019 i 2020. Naszym zdaniem najwyższe od lat zadłużenie (800 mln PLN na koniec 2018 roku; 1,7x EBITDA) oraz możliwe gorsze ściąganie należności w efekcie dużej ekspozycji na branżę budowlaną (około 60% obrotów) będzie powodować, że Zarząd bardziej konserwatywnie podejdzie do poziomu rekomendowanej dywidendy za 2018 rok. Zakładamy, że Kęty w 2019 roku wypłacą 19,4 PLN dywidendy na akcję (70% wyniku netto za 2018 rok) i będzie to drugi rok z rzędu spadku DPS. Nie zmieniamy naszej ceny docelowej 324,30 PLN/akcja oraz rekomendacji trzymaj.

| | | |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 331,00 PLN | **potencjał zmiany** |
| **Cena docelowa** | 324,30 PLN | -2,0% |

| | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|---|---|---|---|
| **aktualna** | **trzymaj** | **324,30 PLN** | **2019-01-18** |

| **Podstawowe dane** | | | **KTY PW** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | KTY PW | Zmiana 1M | +0,8% | -5,3% |
| ISIN | PLKETY000011 | Zmiana YTD | +0,6% | -4,5% |
| Liczba akcji (mln) | 9,5 | Średni obrót 1M | | 0,5 mln PLN |
| MC (mln PLN) | 3 159,5 | Średni obrót 6M | | 1,4 mln PLN |
| EV (mln PLN) | 3 955,8 | EV/EBITDA 12M fwd | 8,0 | -13,6% |
| 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 | 2 976 | 2 979 | 3 154 |
| EBITDA | 394 | 421 | 463 | 454 | 482 |
| marża EBITDA | 17,4% | 15,9% | 15,5% | 15,2% | 15,3% |
| EBIT | 282 | 301 | 336 | 322 | 339 |
| Zysk netto | 278 | 236 | 264 | 241 | 253 |
| P/E | 11,3 | 13,3 | 12,0 | 13,1 | 12,5 |
| P/BV | 2,2 | 2,3 | 2,3 | 2,2 | 2,1 |
| EV/EBITDA | 9,0 | 8,9 | 8,6 | 8,8 | 8,3 |
| DPS | 17,95 | 30,00 | 23,94 | 19,36 | 17,64 |
| DYield | 5,4% | 9,1% | 7,2% | 5,8% | 5,3% |

| **Zmiana prognoz** | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
|---|---|---|---|
| EBITDA | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Zysk netto | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Aluminium (USD/t) | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Premia 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 | 117 | 111 | 130 |
| EBITDA SWW | 139 | 150 | 175 | 180 | 185 |
| EBITDA SSA | 160 | 172 | 180 | 179 | 184 |
| EBITDA pozostałe | -10 | -13 | -16 | -16 | -17 |
| EBITDA/użyte aluminium | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| **Przepływy oper.** | **315** | **276** | **275** | **356** | **336** |
| Amortyzacja | 112 | 120 | 126 | 132 | 143 |
| Kapitał obrotowy | -51 | -91 | -111 | -37 | -81 |
| **Przepływy inw.** | **-270** | **-187** | **-230** | **-200** | **-150** |
| CAPEX | 270 | 187 | 230 | 200 | 150 |
| **Przepływy fin.** | **-43** | **-85** | **-119** | **-110** | **-195** |
| Dywidenda/buyback | -170 | -285 | -229 | -185 | -168 |
| FCF | 84 | 86 | 70 | 160 | 192 |
| FCF/EBITDA | 21% | 20% | 15% | 35% | 40% |
| CFO/EBITDA | 80% | 66% | 59% | 78% | 70% |

### Bilans

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Aktywa | 2 323 | 2 499 | 2 694 | 2 848 | 2 953 |
| Aktywa trwałe | 1 396 | 1 439 | 1 560 | 1 632 | 1 644 |
| Kapitał własny | 1 405 | 1 363 | 1 398 | 1 454 | 1 539 |
| Udział mniejszości | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Dług netto | 397 | 591 | 795 | 849 | 857 |
| Dług netto/EBITDA (x) | 1,0 | 1,4 | 1,7 | 1,9 | 1,8 |
| 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 | 2,8 | 2,7 | 2,7 | 2,6 | 3,5 | 3,1 |
| Maksimum | 31,1 | 149,5 | 20,8 | 12,3 | 10,6 | 9,7 |
| Mediana | 8,7 | 11,6 | 8,5 | 7,5 | 6,8 | 5,1 |
| waga | 17% | 17% | 17% | 17% | 17% | 17% |

### Model DCF

| (mln PLN) | 18P | 19P | 20P | 21P | 22P | 23P | 24P | 25P | 26P | 27P | + |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Aluminium (USD/t) | 2 109 | 1 900 | 2 000 | 2 000 | 2 000 | 2 000 | 2 000 | 2 000 | 2 000 | 2 000 | 2 000 |
| Prem. prod. (USD/t) | 164 | 130 | 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 | 2 976 | 2 979 | 3 154 | 3 251 | 3 321 | 3 360 | 3 407 | 3 418 | 3 427 | 3 427 | 3 427 |
| EBITDA | 463 | 454 | 482 | 489 | 495 | 500 | 506 | 504 | 503 | 500 | 499 |
| marża EBITDA | 15,5% | 15,2% | 15,3% | 15,1% | 14,9% | 14,9% | 14,8% | 14,8% | 14,7% | 14,6% | 14,6% |
| EBIT | 336 | 322 | 339 | 351 | 358 | 369 | 377 | 373 | 369 | 365 | 361 |
| Podatek | 51 | 56 | 59 | 62 | 64 | 66 | 68 | 67 | 67 | 66 | 65 |
| CAPEX | -230 | -200 | -150 | -120 | -122 | -125 | -127 | -130 | -132 | -135 | -138 |
| Kapitał obrotowy | -111 | -37 | -81 | 1 | 11 | -12 | -15 | -8 | -7 | -4 | -4 |
| FCF | 70 | 160 | 192 | 308 | 320 | 297 | 295 | 299 | 297 | 295 | 292 |
| PV FCF | 71 | 150 | 167 | 248 | 239 | 206 | 190 | 178 | 164 | 151 | |
| WACC | 7,7% | 7,7% | 7,6% | 7,7% | 7,7% | 7,7% | 7,8% | 7,8% | 7,8% | 7,8% | 7,8% |
| Risk-free rate | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% |

### Podsumowanie DCF

| (mln PLN) | |
|---|---|
| Beta | 1,0 |
| Wzrost FCF po prognozie | 2,0% |
| Zdyskontowana wartość FCF | 1 765 |
| Dług netto | 819 |
| Inne korekty | 0 |
| Wycena DCF na akcję (PLN) | 370,83 |

### Wycena

| (PLN) | waga | cena |
|---|---|---|
| Porównawcza | 50% | 239,30 |
| DCF | 50% | 370,83 |
| Cena wynikowa | | 305,07 |
| Koszt kapitału 9M | | 6,3% |
| **Cena docelowa za 9M** | | **324,30** |

# JSW
## redukuj (podtrzymana)

**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 460 mln PLN. Wśród największych z nich będą to energia elektryczna (+168 mln PLN; wyższe rynkowe ceny energii), koszty usług obcych (+47 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. Po nieoczekiwanych szokach podażowych z 2H'18 wolumeny produkcji powracają do normalności, co powoduje presję na ceny węgla koksującego W samym JSW problemem jest spadający w 2019 roku udział produkcji węgla koksującego. Dodatkowo w 1Q'19 Grupie prawdopodobnie nie uda się pobić zeszłorocznych bardzo wysokich wolumenów produkcji (już dwa wypadki w jednej kopalni w styczniu). JSW biorąc pod uwagę oczekiwane spadkowe wyniki w kolejnym roku oraz bieżący program inwestycyjny już w 2019 roku przestanie generować wolne przepływy gotówki (FCF). Oczekujemy słabych wyników finansowych za 4Q'18 oraz prawdopodobnie wysokiej dynamiki spadku rezultatów w 1Q'19 (wysoka baza). Aktualizujemy nasze prognozy o wyniki 4Q'18, podnosimy cenę docelową z 59,14 PLN/akcja do 60,68 PLN/akcja oraz podtrzymujemy rekomendację redukuj.

| | | potencjał zmiany |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 69,60 PLN | |
| **Cena docelowa** | 60,68 PLN | -12,8% |

| | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|---|---|---|---|
| **nowa** | **redukuj** | **60,68 PLN** | **2019-02-04** |
| poprzednia | redukuj | 59,14 PLN | 2018-12-05 |

| **Podstawowe dane** | | | **JSW PW** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | JSW PW | Zmiana 1M | +5,6% | -0,4% |
| ISIN | PLJSW0000015 | Zmiana YTD | +3,5% | -1,7% |
| Liczba akcji (mln) | 117,4 | Średni obrót 1M | 12,7 mln PLN | |
| MC (mln PLN) | 8 171,8 | Średni obrót 6M | 15,5 mln PLN | |
| EV (mln PLN) | 5 312,2 | EV/EBITDA 12M fwd | 2,6 | -27,5% |
| Free float | 44,8% | EV/EBITDA 5Y avg | 3,5 | dyskonto |

### Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 6 731 | 8 877 | 9 664 | 8 971 | 8 688 |
| EBITDA skor. | 1 055 | 3 509 | 3 211 | 1 767 | 1 466 |
| marża EBITDA | 15,7% | 39,5% | 33,2% | 19,7% | 16,9% |
| EBIT skor. | 216 | 2 684 | 2 471 | 885 | 419 |
| Zysk netto skor. | -2 | 2 189 | 1 996 | 720 | 338 |
| P/E skor. | - | 3,7 | 4,1 | 11,4 | 24,2 |
| P/BV | 2,0 | 1,3 | 0,9 | 0,9 | 0,9 |
| EV/EBITDA skor. | 8,3 | 1,9 | 1,7 | 3,5 | 4,6 |
| DPS | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 5,94 | 2,45 |
| DYield | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 8,5% | 3,5% |

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

### Wyniki i przepływy operacyjne

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Prod. węgla (tys. t) | 16 835 | 14 768 | 15 023 | 15 500 | 15 750 |
| Prod. w. koks. (tys. t) | 11 580 | 10 675 | 10 353 | 10 372 | 11 091 |
| Udział węgla koks. (%) | 69% | 72% | 69% | 67% | 70% |
| Prod. w. ener. (tys. t) | 5 255 | 4 093 | 4 670 | 5 128 | 4 659 |
| Prod. koksu (tys. t) | 4 145 | 3 458 | 3 556 | 3 500 | 3 400 |
| **Przepływy oper.** | **897** | **2 871** | **3 052** | **1 364** | **1 287** |
| Amortyzacja | 839 | 825 | 740 | 881 | 1 046 |
| Kapitał obrotowy | -349 | -76 | -9 | -210 | -50 |
| **Przepływy inw.** | **-354** | **-2 170** | **-1 600** | **-1 500** | **-1 550** |
| CAPEX | 372 | 737 | 1 600 | 1 500 | 1 550 |
| **Przepływy fin.** | **278** | **-701** | **-222** | **-689** | **-284** |
| Dywidenda/buyback | 0 | 0 | 0 | -698 | -288 |
| FCF | 289 | 2 129 | 1 056 | -113 | -215 |
| FCF/EBITDA skor. | 27% | 61% | 33% | -6% | -15% |
| CFO/EBITDA skor. | 85% | 82% | 95% | 77% | 88% |

### Bilans

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Aktywa | 11 520 | 12 090 | 14 399 | 14 245 | 14 225 |
| Aktywa trwałe | 9 097 | 8 118 | 8 987 | 9 625 | 10 175 |
| Kapitał własny | 4 003 | 6 389 | 8 716 | 8 737 | 8 788 |
| Udział mniejszości | 67 | 232 | 232 | 232 | 232 |
| Dług netto | 513 | -1 641 | -3 092 | -2 267 | -1 720 |
| Dług netto/EBITDA skor. | 0,5 | -0,5 | -1,0 | -1,3 | -1,2 |
| Dług netto/kap. wł. (x) | 0,1 | -0,3 | -0,4 | -0,3 | -0,2 |

### Analiza porównawcza

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

### Model DCF

| (mln PLN) | 18P | 19P | 20P | 21P | 22P | 23P | 24P | 25P | 26P | 27P | + |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| W. koksowy (USD/t) | 183 | 180 | 165 | 165 | 165 | 165 | 165 | 165 | 165 | 165 | 165 |
| W. energet. (PLN/t) | 246 | 265 | 245 | 245 | 245 | 245 | 245 | 245 | 245 | 245 | 245 |
| Koks (USD/t) | 1 124 | 1 002 | 912 | 912 | 912 | 912 | 912 | 912 | 912 | 912 | 912 |
| Przychody | 9 664 | 8 971 | 8 688 | 8 935 | 9 120 | 9 289 | 9 377 | 9 476 | 9 556 | 9 635 | 9 684 |
| EBITDA | 3 619 | 1 767 | 1 466 | 1 689 | 1 860 | 1 889 | 1 888 | 1 862 | 1 821 | 1 775 | 1 775 |
| marża EBITDA | 37,4% | 19,7% | 16,9% | 18,9% | 20,4% | 20,3% | 20,1% | 19,6% | 19,1% | 18,4% | 18,3% |
| EBIT | 2 879 | 885 | 419 | 481 | 493 | 528 | 535 | 451 | 407 | 351 | 353 |
| Podatek | 547 | 170 | 80 | 91 | 93 | 100 | 101 | 84 | 76 | 65 | 65 |
| CAPEX | -1 600 | -1 500 | -1 550 | -1 470 | -1 420 | -1 420 | -1 420 | -1 420 | -1 420 | -1 420 | -1 422 |
| Kapitał obrotowy | -9 | -210 | -50 | 29 | 18 | 26 | 17 | 3 | 5 | 4 | 5 |
| FCF | 1 056 | -113 | -215 | 156 | 365 | 396 | 384 | 360 | 330 | 294 | 294 |
| PV FCF | 1 063 | -105 | -184 | 123 | 265 | 265 | 237 | 205 | 173 | 142 | |
| WACC | 8,5% | 8,5% | 8,5% | 8,5% | 8,5% | 8,5% | 8,5% | 8,5% | 8,5% | 8,5% | 8,5% |
| Risk-free rate | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% |

### Podsumowanie DCF

| (mln PLN) | |
|---|---|
| Beta | 1,0 |
| Wzrost FCF po prognozie | 0,0% |
| Zdyskontowana wartość FCF | 2 185 |
| Dług netto | -1 641 |
| Inne korekty | 232 |
| Wycena DCF na akcję (PLN) | 44,82 |

### Wycena

| (PLN) | waga | cena |
|---|---|---|
| Porównawcza | 50% | 69,34 |
| DCF | 50% | 44,82 |
| Cena wynikowa | | 57,08 |
| Koszt kapitału 9M | | 6,3% |
| **Cena docelowa za 9M** | | **60,68** |

# Kernel
## kupuj (bez zmian)

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

Wysokie zbiory 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. W 4Q'18 oczekujemy, że spółka trzeci kwartał z rzędu zanotuje pozytywną dynamikę poprawy wyników finansowych. Nie zmieniamy naszej ceny docelowej dla Grupy Kernel (60,85 PLN/akcja) oraz rekomendacji kupuj.

| | | |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 50,00 PLN | **potencjał zmiany** |
| **Cena docelowa** | 60,85 PLN | +21,7% |

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

| **Podstawowe dane** | | | **KER PW** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | KER PW | Zmiana 1M | +0,5% | -5,6% |
| ISIN | LU0327357389 | Zmiana YTD | +2,1% | -3,0% |
| Liczba akcji (mln) | 82,7 | Średni obrót 1M | 1,2 mln PLN | |
| MC (mln PLN) | 4 133,1 | Średni obrót 6M | 3,7 mln PLN | |
| EV (mln PLN) | 6 475,6 | EV/EBITDA 12M fwd | 5,5 | +35,3% |
| 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 | 4,8 | 6,3 | 21,2 | 6,8 | 5,2 |
| P/BV | 1,1 | 1,0 | 0,9 | 0,9 | 0,8 |
| EV/EBITDA | 3,9 | 5,1 | 7,8 | 5,6 | 4,8 |
| DPS | 0,25 | 0,24 | 0,25 | 0,25 | 0,78 |
| DYield | 1,9% | 1,8% | 1,9% | 1,9% | 5,9% |

| **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 inw.** | **-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% |

### 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% |

### 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% |

### Podsumowanie DCF

| (mln USD) | |
|---|---|
| Beta | 1,0 |
| Wzrost FCF po prognozie | 2,0% |
| Zdyskontowana 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

Zagrożeniem dla KGHM na 2019 rok są oczekiwane wyższe koszty zakupu energii elektrycznej (+350 mln PLN) oraz prawdopodobny wzrost kosztów płac (+320 mln PLN). Dodatkowo w 1Q'19 w Sierra Gorda trwają negocjacje nowej umowy ze związkami zawodowymi. Jak na razie nie udało się porozumieć w przedterminowych rozmowach. Inwestorzy KGHM również nie powinni również oczekiwać znaczącej wypłaty dywidendy w 2019 roku (nasze oczekiwania 1,0 PLN/akcja). Z drugiej strony notowaniom pomagają rosnące ceny srebra i złota (KGHM w TOP3 producentów srebra na świecie) oraz fakt, że ceny miedzi są dosyć mocno wyprzedane w średnim terminie (ujemne pozycje spekulacyjne, dekorelacja cen miedzi z koszykiem walut EM). Naszym zdaniem mimo zakładanych wyższych niż obecnie na rynku cen miedzi w 2019 roku potencjał odreagowania kursu jest ograniczony (bieżąca cena blisko naszej ceny docelowej mimo wyższych rynkowych założonych cen). Szansą dla spółki byłyby zmiany w formule podatku od wydobycia 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. Korygujemy nasze prognozy o wyższe ceny srebra, niższe miedzi, założenia budżetu KGHM na 2019 rok. W efekcie podwyższamy naszą cenę docelową do 92,41 PLN/akcja oraz podtrzymujemy rekomendację trzymaj dla Grupy KGHM.

| | | |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 95,90 PLN | **potencjał zmiany** |
| **Cena docelowa** | 92,41 PLN | -3,6% |

| | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|---|---|---|---|
| **nowa** | **trzymaj** | **92,41 PLN** | **2019-02-04** |
| poprzednia | trzymaj | 84,56 PLN | 2018-12-05 |

| **Podstawowe dane** | | | **KGH PW** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | KGH PW | Zmiana 1M | +11,4% | +5,3% |
| ISIN | PLKGHM000017 | Zmiana YTD | +7,9% | +2,8% |
| Liczba akcji (mln) | 200,0 | Średni obrót 1M | 45,5 mln PLN | |
| MC (mln PLN) | 19 180,0 | Średni obrót 6M | 51,4 mln PLN | |
| EV (mln PLN) | 25 227,7 | EV/EBITDA 12M fwd | 4,6 | -8,2% |
| 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 | 20 275 | 20 148 | 22 752 | 23 536 |
| EBITDA skor. | 4 666 | 5 753 | 4 916 | 5 259 | 5 166 |
| marża EBITDA | 24,4% | 28,4% | 24,4% | 23,1% | 21,9% |
| EBIT skor. | 2 968 | 4 144 | 3 045 | 3 350 | 3 112 |
| Zysk netto skor. | 1 555 | 1 792 | 1 427 | 2 338 | 2 114 |
| P/E skor. | 12,3 | 10,7 | 13,4 | 8,2 | 9,1 |
| P/BV | 1,2 | 1,1 | 1,0 | 0,9 | 0,8 |
| EV/EBITDA skor. | 5,7 | 4,5 | 5,1 | 4,3 | 4,2 |
| DPS | 1,50 | 1,00 | 0,00 | 1,00 | 2,34 |
| DYield | 1,6% | 1,0% | 0,0% | 1,0% | 2,4% |

| **Zmiana prognoz** | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
|---|---|---|---|
| EBITDA (skor.) | 0,0% | -0,8% | -2,7% |
| Zysk netto (skor.) | 0,0% | -0,0% | -4,6% |
| Miedź (USD/t) | -0,2% | -7,1% | -2,9% |
| Srebro (USD/oz) | -0,6% | +10,3% | +6,9% |
| Molibden (USD/t) | +0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Prod. miedź (tys. ton) | +1,6% | +4,7% | +4,1% |
| Prod. srebro (ton) | +3,8% | +10,1% | +10,3% |
| Prod. molibden (mln lb) | -1,6% | -7,8% | -7,8% |

### Wyniki i przepływy operacyjne

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Cu KGHM Pol (tys. ton) | 376 | 359 | 385 | 406 | 401 |
| Cu KGHM Int (tys. ton) | 90 | 81 | 79 | 76 | 88 |
| Cu Sierra Gorda (tys. ton) | 52 | 53 | 53 | 59 | 64 |
| Srebro Grupa (ton) | 1 207 | 1 234 | 1 198 | 1 346 | 1 344 |
| Złoto Grupa (tys. troz) | 229 | 219 | 174 | 209 | 211 |
| **Przepływy oper.** | **4 212** | **3 054** | **3 416** | **5 529** | **4 250** |
| Amortyzacja | 1 698 | 1 609 | 1 872 | 1 909 | 2 053 |
| Kapitał obrotowy | 386 | -1 270 | 9 | 1 188 | -11 |
| **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 | 788 | 914 | 2 710 | 1 466 |
| FCF/EBITDA | 5% | 27% | 19% | 52% | 28% |
| CFO/EBITDA | 2% | 1% | 0% | 1% | 3% |

### Bilans

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Aktywa | 33 442 | 34 122 | 35 518 | 38 304 | 40 146 |
| Aktywa trwałe | 27 202 | 26 515 | 27 338 | 28 205 | 28 893 |
| Kapitał własny | 15 772 | 17 694 | 19 121 | 21 260 | 22 906 |
| Udział mniejszości | 139 | 91 | 91 | 91 | 91 |
| Dług netto | 7 238 | 6 570 | 5 957 | 3 497 | 2 549 |
| Dług netto/EBITDA (x) | 2,1 | 2,2 | 1,2 | 0,7 | 0,5 |
| Dług netto/kap. wł. (x) | 0,5 | 0,4 | 0,3 | 0,2 | 0,1 |

### Analiza porównawcza

| | P/E | | | EV/EBITDA | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 18P | 19P | 20P | 18P | 19P | 20P |
| Minimum | 7,0 | 8,9 | 7,2 | 4,5 | 4,7 | 3,1 |
| Maksimum | 20,3 | 21,0 | 15,2 | 8,6 | 8,5 | 7,4 |
| Mediana | 12,5 | 13,0 | 11,5 | 5,7 | 6,0 | 5,2 |
| waga | 17% | 17% | 17% | 17% | 17% | 17% |

### Model DCF

| (mln PLN) | 18P | 19P | 20P | 21P | 22P | 23P | 24P | 25P | 26P | 27P | + |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Miedź (USD/t) | 6 548 | 6 500 | 6 800 | 6 800 | 6 800 | 6 800 | 6 800 | 6 800 | 6 800 | 6 800 | 6 800 |
| Srebro (USD/oz) | 15,8 | 16,0 | 15,5 | 15,5 | 15,5 | 15,5 | 15,5 | 15,5 | 15,5 | 15,5 | 15,5 |
| 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 | 20 148 | 22 752 | 23 536 | 23 535 | 23 596 | 23 583 | 23 550 | 23 345 | 21 921 | 21 932 | 21 986 |
| EBITDA | 4 916 | 5 259 | 5 166 | 5 079 | 4 935 | 4 840 | 4 719 | 4 624 | 4 332 | 4 275 | 4 248 |
| marża EBITDA | 15,1% | 14,7% | 13,2% | 12,5% | 11,9% | 11,5% | 11,2% | 10,9% | 10,3% | 10,3% | 10,5% |
| EBIT | 3 045 | 3 350 | 3 112 | 2 949 | 2 815 | 2 710 | 2 629 | 2 544 | 2 259 | 2 258 | 2 315 |
| Podatek | 1 317 | 962 | 948 | 909 | 882 | 862 | 845 | 828 | 773 | 772 | 782 |
| CAPEX | -2 695 | -2 776 | -2 741 | -2 220 | -1 676 | -1 710 | -1 744 | -1 779 | -1 814 | -1 853 | -1 892 |
| Kapitał obrotowy | 9 | 1 188 | -11 | 0 | -1 | 0 | 0 | 3 | 19 | 0 | -1 |
| FCF | 914 | 2 710 | 1 466 | 1 950 | 2 376 | 2 269 | 2 130 | 2 020 | 1 764 | 1 650 | 1 573 |
| PV FCF | 919 | 2 532 | 1 268 | 1 555 | 1 739 | 1 519 | 1 315 | 1 149 | 925 | 797 | |
| WACC | 7,1% | 7,7% | 7,9% | 8,1% | 8,3% | 8,5% | 8,5% | 8,5% | 8,5% | 8,5% | 8,5% |
| Risk-free rate | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% |

### Podsumowanie DCF

| (mln PLN) | |
|---|---|
| Beta | 1,0 |
| Wzrost FCF po prognozie | 0,0% |
| Zdyskontowana wartość FCF | 13 718 |
| Dług netto | 6 570 |
| Inne korekty | 328 |
| Wycena DCF na akcję (PLN) | 82,09 |

### Wycena

| (PLN) | waga | cena |
|---|---|---|
| Porównawcza | 50% | 91,77 |
| DCF | 50% | 82,09 |
| Cena wynikowa | | 86,93 |
| Koszt kapitału 9M | | 6,3% |
| **Cena docelowa za 9M** | | **92,41** |

# Stelmet
## trzymaj (podtrzymana)

**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 (+6,6 mln PLN), kosztów zakupu surowca drzewnego (+13,4 mln PLN) oraz kosztów pracy (+5,5 mln PLN). Naszym zdaniem spółce nie uda się przenieść wszystkich wydatków na klientów końcowych, co przełoży się na spadek wyników w sezonie 2018/2019 (EBITDA -17% r/r). Zarząd zapowiada 2-6% podwyżki cenników w zależności od regionu, ale zważając na realizację ubiegłorocznych składanych zapowiedzi należałoby podejść do nich ostrożnie. 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. Czynnikiem ryzyka dla spółki jest również potencjalny BREXIT, gdyż Stelmet na rynku brytyjskim plasuje około 30% swojej sprzedaży. Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla Grupy Stelmet oraz korygujemy cenę docelową o aktualizację prognoz oraz zmiany w wycenie porównawczej do poziomu 8,39 PLN/akcja (wcześniej 7,72 PLN/akcja).

| | | |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 8,82 PLN | **potencjał zmiany** |
| **Cena docelowa** | 8,39 PLN | -4,9% |

| | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|---|---|---|---|
| **nowa** | **trzymaj** | **8,39 PLN** | **2019-02-04** |
| poprzednia | trzymaj | 7,72 PLN | 2018-11-05 |

| **Podstawowe dane** | | | **STL PW** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | STL PW | Zmiana 1M | +20,2% | +14,1% |
| ISIN | PLSTLMT00010 | Zmiana YTD | +21,8% | +16,7% |
| Liczba akcji (mln) | 29,4 | Średni obrót 1M | | 0,1 mln PLN |
| MC (mln PLN) | 259,0 | Średni obrót 6M | | 0,1 mln PLN |
| EV (mln PLN) | 434,8 | EV/EBITDA 12M fwd | 7,2 | +3,5% |
| Free float | 15,0% | EV/EBITDA 5Y avg | 6,9 | premia |

### Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 567 | 538 | 553 | 582 | 605 |
| EBITDA | 82 | 58 | 69 | 57 | 61 |
| marża EBITDA | 14,5% | 10,7% | 12,4% | 9,7% | 10,0% |
| EBIT | 62 | 21 | 27 | 15 | 19 |
| Zysk netto | 68 | 19 | 10 | 10 | 14 |
| P/E | 3,6 | 13,3 | 27,0 | 25,4 | 19,2 |
| P/BV | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| EV/EBITDA | 5,6 | 7,6 | 6,3 | 7,4 | 6,5 |
| DPS | 0,29 | 0,00 | 0,00 | 0,08 | 0,21 |
| DYield | 3,3% | 0,0% | 0,0% | 0,9% | 2,4% |

| **Zmiana prognoz** | **2019P** | **2020P** | **2021P** |
|---|---|---|---|
| EBITDA | +4,1% | +6,8% | +8,8% |
| Zysk netto | +16,9% | +28,2% | +37,2% |
| DAO (PLN/m3) | +2,6% | +3,0% | +3,0% |
| DAO vol (tys. m3) | -2,2% | -2,4% | -2,7% |
| Drewno (PLN/m3) | -1,7% | -1,7% | -1,7% |

### Wyniki i przepływy operacyjne

| (mln PLN) | 2017 | 2018 | 2019P | 2020P | 2021P |
|---|---|---|---|---|---|
| Sprzedaż DAO (PL) | 19 | 22 | 24 | 25 | 26 |
| Sprzedaż DAO (UK) | 158 | 137 | 145 | 150 | 154 |
| Sprzedaż DAO (FR) | 120 | 107 | 112 | 115 | 118 |
| Sprzedaż DAO (DE) | 101 | 113 | 125 | 131 | 137 |
| Sprzedaż Pellet | 68 | 89 | 99 | 102 | 105 |
| **Przepływy oper.** | **39** | **32** | **49** | **53** | **57** |
| Amortyzacja | 37 | 41 | 42 | 42 | 43 |
| Kapitał obrotowy | -2 | -30 | -7 | -5 | -5 |
| **Przepływy inw.** | **-62** | **-24** | **-29** | **-18** | **-27** |
| CAPEX | 62 | 23 | 29 | 18 | 27 |
| **Przepływy fin.** | **76** | **-9** | **-31** | **-29** | **-33** |
| Dywidenda/buyback | 0 | 0 | -2 | -6 | -9 |
| FCF | -11 | 9 | 19 | 35 | 30 |
| FCF/EBITDA | -18% | 13% | 34% | 58% | 47% |
| CFO/EBITDA | 68% | 46% | 86% | 88% | 89% |

### Bilans

| (mln PLN) | 2017 | 2018 | 2019P | 2020P | 2021P |
|---|---|---|---|---|---|
| Aktywa | 821 | 816 | 804 | 795 | 785 |
| Aktywa trwałe | 554 | 522 | 509 | 486 | 470 |
| Kapitał własny | 454 | 461 | 469 | 477 | 483 |
| Udział mniejszości | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Dług netto | 182 | 176 | 163 | 137 | 119 |
| Dług netto/EBITDA (x) | 3,2 | 2,6 | 2,9 | 2,3 | 1,9 |
| Dług netto/kap. wł. (x) | 0,4 | 0,4 | 0,3 | 0,3 | 0,2 |

### Analiza porównawcza

| | P/E | | | EV/EBITDA | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 19P | 20P | 21P | 19P | 20P | 21P |
| Minimum | 7,6 | 6,9 | 7,4 | 3,8 | 3,1 | 5,8 |
| Maksimum | 42,7 | 43,6 | 14,1 | 16,1 | 15,9 | 8,5 |
| Mediana | 14,7 | 11,8 | 12,4 | 6,5 | 6,1 | 6,5 |
| waga | 17% | 17% | 17% | 17% | 17% | 17% |

### Model DCF

| (mln PLN) | 19P | 20P | 21P | 22P | 23P | 24P | 25P | 26P | 27P | 28P | + |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| DAO (PLN/m3) | 1 861 | 1 897 | 1 928 | 1 960 | 1 992 | 2 025 | 2 059 | 2 093 | 2 128 | 2 155 | 2 191 |
| DAO vol (tys. m3) | 244 | 249 | 254 | 256 | 259 | 262 | 265 | 268 | 271 | 274 | 277 |
| Drewno (PLN/m3) | 263 | 268 | 274 | 279 | 285 | 290 | 296 | 302 | 308 | 314 | 320 |
| Przychody | 582 | 605 | 625 | 641 | 658 | 675 | 693 | 711 | 729 | 746 | 767 |
| EBITDA | 57 | 61 | 64 | 67 | 70 | 72 | 75 | 78 | 81 | 81 | 83 |
| marża EBITDA | 9,7% | 10,0% | 10,3% | 10,4% | 10,6% | 10,7% | 10,9% | 11,0% | 11,1% | 10,8% | 10,8% |
| EBIT | 15 | 19 | 21 | 24 | 26 | 28 | 29 | 31 | 33 | 33 | 35 |
| Podatek | 1,2 | 1,9 | 2,2 | 2,6 | 2,5 | 2,5 | 2,8 | 3,1 | 3,5 | 3,5 | 3,9 |
| CAPEX | -29 | -18 | -27 | -30 | -32 | -35 | -38 | -41 | -45 | -47 | -48 |
| Kapitał obrotowy | -6,7 | -5,4 | -4,5 | -3,8 | -4,0 | -4,1 | -4,1 | -4,2 | -4,3 | -4,0 | -4,7 |
| FCF | 19 | 35 | 30 | 30 | 31 | 31 | 30 | 30 | 29 | 29 | 29 |
| PV FCF | 19 | 31 | 25 | 23 | 22 | 20 | 19 | 17 | 15 | 14 | 13 |
| WACC | 6,9% | 7,1% | 7,2% | 7,3% | 7,4% | 7,6% | 7,7% | 7,8% | 7,8% | 7,9% | 7,9% |
| Risk-free rate | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% |

### Podsumowanie DCF

| (mln PLN) | |
|---|---|
| Beta | 1,0 |
| Wzrost FCF po prognozie | 2,0% |
| Zdyskontowana wartość FCF | 205 |
| Dług netto | 182 |
| Inne korekty | 0 |
| Wycena DCF na akcję (PLN) | 8,99 |

### Wycena

| (PLN) | waga | cena |
|---|---|---|
| Porównawcza | 50% | 6,79 |
| DCF | 50% | 8,99 |
| Cena wynikowa | | 7,89 |
| Koszt kapitału 9M | | 6,3% |
| **Cena docelowa za 9M** | | **8,39** |

# Deweloperzy

## Atal

### kupuj (bez zmian)

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

Poziom przekazań w Atalu, choć implikuje relatywnie słabsze momentum wyników w 4Q'18, jest powyżej celu założonego przez spółkę (2,500 mieszkań w 2018). Spadek sprzedaży mieszkań w ubiegłym roku o 13% jest mniej więcej zgodny ze spadkiem obserwowanym na głównych rynkach (-11%). Atal posiada wyjątkowo wysoką ofertę, a wprowadzone w 4Q'18 do oferty nowe inwestycje, w tym rozszerzenie portfolio na nowych rynkach, powinno wspierać wolumen sprzedaży mieszkań w 2019 i utrzymać ją na stabilnym poziomie. Ponadto na koniec 3Q'18 Atal posiadał najwyższy w swojej historii bank ziemi na poziomie 4,8 letniej sprzedaży (vs. 2,0 w DOM i 2,5 w LCC) i jednocześnie najbardziej zdywersyfikowany wśród deweloperów GPW. Pozwala to na zabezpieczenie poziomu działalności operacyjnej w najbliższych latach. W połączeniu z niskim zadłużeniem (gearing ~25-30%), daje dobrą perspektywę na zwiększenie poziomu wypłaty dywidendy w kolejnych latach nawet do 100% (vs. 76% w 2018), zgodnie z założeniami Zarządu. Perspektywa stabilnych zysków, zabezpieczona od strony podażowej nie uzasadniała niskich wyceny obserwowanych na przełomie roku (20% poniżej 3-letniej mediany P/E w gru'18) i przełożyła się na wzrost kursu akcji o 28% YTD. Tym samym dyskonto do mediany P/E zostało domknięte (-3%). Nasza cena docelowa wciąż implikuje jednak 17% potencjału, stąd utrzymujemy pozytywne nastawienie do spółki.

| | | |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 36,70 PLN | **potencjał zmiany** |
| **Cena docelowa** | 42,86 PLN | +16,8% |

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

| **Podstawowe dane** | | | **1AT PW** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | 1AT PW | Zmiana 1M | +33,5% | +27,4% |
| ISIN | PLATAL000046 | Zmiana YTD | +31,1% | +25,9% |
| Liczba akcji (mln) | 38,7 | Średni obrót 1M | | 1,0 mln PLN |
| MC (mln PLN) | 1 420,8 | Średni obrót 6M | | 0,4 mln PLN |
| EV (mln PLN) | 1 647,9 | EV/EBITDA 12M fwd | 7,6 | -3,2% |
| 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 | 1 007,8 | 917,2 | 1 020,0 |
| ZBNS | 136,9 | 247,6 | 274,6 | 264,5 | 275,4 |
| marża ZBNS | 27,0% | 28,6% | 27,3% | 28,8% | 27,0% |
| EBIT | 114,8 | 222,0 | 245,9 | 231,6 | 240,9 |
| Zysk netto | 89,4 | 171,2 | 188,7 | 180,7 | 187,1 |
| P/E | 15,9 | 8,3 | 7,5 | 7,9 | 7,6 |
| P/BV | 2,1 | 1,8 | 1,7 | 1,7 | 1,7 |
| EV/EBITDA | 14,9 | 7,3 | 6,7 | 7,2 | 7,4 |
| DPS | 0,61 | 1,73 | 3,54 | 4,74 | 4,73 |
| DYield | 1,7% | 4,7% | 9,6% | 12,9% | 12,9% |

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

**Rachunek wyników i bilans**

| **(mln PLN)** | **2016** | **2017** | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
|---|---|---|---|---|---|
| Przekazane lokale (szt.) | 1 404 | 2 308 | 2 678 | 2 631 | 3 000 |
| Przychód (tys. PLN)/lokal | 353 | 375 | 376 | 349 | 340 |
| SG&A | 24 | 28 | 30 | 32 | 33 |
| **SG&A/przychody** | **4,8%** | **3,3%** | **3,0%** | **3,5%** | **3,3%** |
| Marża EBIT | 22,6% | 25,6% | 24,4% | 25,3% | 23,6% |
| Marża zysku netto | 17,6% | 19,8% | 18,7% | 19,7% | 18,3% |
| Gotówka | 187 | 266 | 241 | 208 | 108 |
| Dług netto | 324 | 214 | 232 | 266 | 366 |
| **Dług netto/kap. włas.** | **47%** | **27%** | **27%** | **31%** | **43%** |
| Zapasy | 1 132 | 1 342 | 1 274 | 1 303 | 1 404 |
| **Zapasy/przychody** | **223%** | **155%** | **135%** | **142%** | **138%** |
| Zaliczki | 231 | 365 | 276 | 283 | 280 |
| **Zaliczki/zapasy** | **20%** | **27%** | **22%** | **22%** | **20%** |
| Kapitał własny | 688 | 795 | 847 | 845 | 849 |
| **ROE** | **14,4%** | **24,9%** | **23,9%** | **21,3%** | **22,2%** |

**Przepływy pieniężne**

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

**Analiza porównawcza**

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

**Model DCF**

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

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

**Podsumowanie DCF**

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

**Wycena**

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

# Dom Development
## akumuluj (obniżona)

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

Dom zgodnie z zapowiedziami rozliczy w wynikach za 4Q'18 1,6 tys. lokali (+9% r/r) i ponad 3,6 tys. w całym 2018 (+24% r/r), tym samym wynik roczny nie powinien odbiegać od oczekiwań. Również 1Q'19 powinien dać dobre *momentum* wynikowe, ze względu na harmonogram oddawanych projektów mieszkaniowych. W całym 2019 spodziewamy się jednak porównywalnego r/r wyniku (-3%) przez niższą liczbę rozliczonych mieszkań. Zaraportowane dynamiki sprzedaży (-9% r/r w 2018) kształtują się znacząco lepiej niż średnia dla 15 deweloperów z GPW i Catalyst (-18%), a także lepiej niż sprzedaż w 6 największych miastach (-11%). Spadek ten nie rodzi jednak ryzyk dla naszej prognozy. Utrzymująca się wysoka efektywność sprzedaży (średnio 31% vs. 35% rok wcześniej) i stabilna podaż (porównywalny r/r poziom nowych wprowadzeń do oferty) wspiera nasze prognozy na 19'-'20. Szczególnie pozytywnie oceniamy rok 2020, który powinien przynieść kolejny rekord wyników (szeroki *pipeline* zakończenia projektów mieszkaniowych i rozliczenie projektów wysokomarżowych). Marża deweloperska powinna utrzymywać się na stabilnym poziomie ok. 26%-27% w '19-20. Rosnące ceny mieszkań będą w znacznym stopniu kompensować wyższe koszty budowlane. Na tle konkurencji, dodatkowo marżę Dom będzie wspierało przejście na system realizacji inwestycji w ramach własnego wykonawstwa oraz niższe koszty alokacji ceny nabycia na projektach Eurostyl. Miesiąc temu wskazywaliśmy na atrakcyjność wyceny Dom i 30% dyskonto do jej 4-letniej mediany P/E (obecnie 20%). Po wzroście kursu o 19% YTD obniżamy naszą rekomendację do akumuluj i podtrzymujemy naszą pozytywną ocenę dla fundamentów spółki (P/E'18-19=8,4x).

| | | |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 75,00 PLN | **potencjał zmiany** |
| **Cena docelowa** | 84,10 PLN | +12,1% |

| | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|---|---|---|---|
| **nowa** | **akumuluj** | **84,10 PLN** | **2019-02-04** |
| poprzednia | kupuj | 84,10 PLN | 2018-12-05 |

| **Podstawowe dane** | | | **DOM PW** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | DOM PW | Zmiana 1M | +19,4% | +13,4% |
| ISIN | PLDMDVL00012 | Zmiana YTD | +19,0% | +13,9% |
| Liczba akcji (mln) | 25,0 | Średni obrót 1M | | 1,2 mln PLN |
| MC (mln PLN) | 1 872,6 | Średni obrót 6M | | 0,3 mln PLN |
| EV (mln PLN) | 1 945,3 | EV/EBITDA 12M fwd | 7,2 | -27,1% |
| Free float | 27,1% | EV/EBITDA 5Y avg | 9,9 | dyskonto |

### Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 1 153,0 | 1 404,7 | 1 692,3 | 1 652,4 | 1 922,5 |
| ZBNS | 271,1 | 385,7 | 449,3 | 440,8 | 498,8 |
| marża ZBNS | 23,5% | 27,5% | 26,6% | 26,7% | 25,9% |
| EBIT | 156,6 | 235,4 | 280,3 | 268,1 | 317,9 |
| Zysk netto | 125,7 | 190,7 | 225,2 | 216,5 | 254,8 |
| P/E | 14,8 | 9,8 | 8,3 | 8,6 | 7,4 |
| P/BV | 2,0 | 1,9 | 1,8 | 1,8 | 1,7 |
| EV/EBITDA | 11,1 | 7,9 | 6,7 | 7,2 | 6,5 |
| DPS | 3,25 | 5,05 | 7,60 | 8,92 | 8,67 |
| DYield | 4,3% | 6,7% | 10,1% | 11,9% | 11,6% |

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

### Rachunek wyników i bilans

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Przekazane lokale (szt.) | 2 482 | 2 929 | 3 632 | 3 520 | 3 723 |
| Przychód (tys. PLN)/lokal | 465 | 480 | 466 | 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% | 16,6% | 16,2% | 16,5% |
| Marża zysku netto | 10,9% | 13,6% | 13,3% | 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%** |

### 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

| | P/BV | | | P/E | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 18P | 19P | 20P | 18P | 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% |

### 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 | 162 | 76 | 95 | 48 | 116 | 112 | 106 | 100 | 94 | |
| WACC | 8,3% | 8,3% | 8,0% | 7,8% | 7,6% | 7,6% | 7,6% | 7,6% | 7,6% | 7,6% | 7,6% |
| Risk-free rate | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% |

### Podsumowanie DCF

| (mln PLN) | |
|---|---|
| Beta | 1,0 |
| Wzrost FCF po prognozie | 2,0% |
| Wartość firmy (EV) | 2 793 |
| Dług netto | 254 |
| Inne korekty | 0 |
| Wycena DCF na akcję (PLN) | 102 |

### 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

Na bazie naszych prognoz na Q4'18 spółka powinna pokazać blisko 20% wzrost FFO w całym 2018 i 20% wzrost przychodów, chociaż nominalnie wynik za 4Q'18 powinien być istotnie niższy przez niższą r/r rewaluację. W styczniu GTC poinformowało o uzyskaniu pozwolenia na budowę kompleksu biurowego City Rose Park w Bukareszcie. Tym samym harmonogram ukończenia inwestycji na H2'20/H1'21 jest realny. W inwestycji Matrix A poziom najmu osiągnął 60%, w związku z czym sądzimy, że niebawem może ruszyć budowa kolejnego etapu biurowca – Matrix B. Obecnie w budowie z terminem zakończenia przypadającym na rok 2019 GTC ma 4 inwestycje (5 biurowców i 1 centrum handlowe), co będzie wspierać dalszy wzrost FFO w latach 2019-20. Styczeń przyniósł poprawę wycen spółek nieruchomościowych na europejskich parkietach. Kurs GTC również wzrósł o 14% YTD, a wycena zbliżyła się w końcu do poziomu wartości NAV i kształtuje się obecnie +4% w '18 i -3% w '19 do NAV. FFO Yield'18-19 pozostaje jednak o około 20% niższy w '18 i o 10% niższy w '19 niż w porównywanych spółkach europejskich. Nie zmieniamy naszej rekomendacji trzymaj dla akcji GTC.

| | | |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 9,32 PLN | **potencjał zmiany** |
| **Cena docelowa** | 9,60 PLN | +3,0% |

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

| **Podstawowe dane** | | | **GTC PW** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | GTC PW | Zmiana 1M | +17,4% | +11,3% |
| ISIN | PLGTC0000037 | Zmiana YTD | +13,8% | +8,6% |
| Liczba akcji (mln) | 470,3 | Średni obrót 1M | | 0,6 mln PLN |
| MC (mln PLN) | 4 383,2 | Średni obrót 6M | | 0,5 mln PLN |
| EV (mln PLN) | 8 773,7 | EV/EBITDA 12M fwd | 15,7 | +10,3% |
| Free float | 21,9% | EV/EBITDA 5Y avg | 14,3 | premia |

### Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

| (mln EUR) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 120,3 | 128,7 | 154,0 | 166,2 | 184,9 |
| ZBNS | 87,3 | 92,1 | 112,6 | 125,1 | 139,2 |
| marża ZBNS | 72,6% | 71,6% | 73,1% | 75,3% | 75,3% |
| EBIT bez rew. | 70,2 | 73,5 | 96,3 | 105,3 | 119,1 |
| Rewaluacja | 84,6 | 148,6 | 36,4 | 45,7 | 53,7 |
| Zysk netto | 158,5 | 156,3 | 86,9 | 105,1 | 121,2 |
| P/E | 6,3 | 6,5 | 11,8 | 9,7 | 8,4 |
| P/BV | 1,3 | 1,1 | 1,0 | 1,0 | 0,9 |
| EV/EBITDA | 11,2 | 8,6 | 15,3 | 14,4 | 13,0 |
| DPS | 0,00 | 0,07 | 0,08 | 0,08 | 0,10 |
| DYield | 0,0% | 3,0% | 3,7% | 3,9% | 4,4% |

| **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% | 21,9% | 13,1% | 11,2% |
| **EBIT bez rewaluacji** | **71** | **77** | **94** | **105** | **119** |
| Koszty finansowe | -28 | -29 | -30 | -31 | -35 |
| **FFO** | **42** | **47** | **56** | **65** | **74** |
| dynamika r/r | 10,5% | 11,9% | 18,6% | 17,1% | 13,8% |
| Rewaluacja | 85 | 149 | 36 | 46 | 54 |
| Gotówka | 178 | 202 | 115 | 120 | 103 |
| Dług netto | 715 | 833 | 980 | 1 104 | 1 172 |
| **Dług netto/kap. włas.** | **91%** | **89%** | **99%** | **104%** | **104%** |
| NI | 1 605 | 1 937 | 2 148 | 2 342 | 2 493 |
| **LTV** | **44%** | **43%** | **45%** | **47%** | **47%** |
| **Revaluacja/NI** | **6,6%** | **9,3%** | **2,1%** | **2,1%** | **2,3%** |
| Kapitał własny | 787 | 937 | 991 | 1 056 | 1 132 |
| **ROE** | **24,7%** | **19,8%** | **9,7%** | **10,6%** | **11,5%** |

### Przepływy pieniężne

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

### Analiza porównawcza

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

### Wycena metodą NAV

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

### Podsumowanie NAV

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

### Wycena

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

# Handel

## AmRest

### kupuj (podtrzymana)

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

EBITDA AmRest została poprawiona o 13% r/r w 9M'18 i była niższa niż dynamika poprawy sprzedaży na poziomie +26% r/r. Dynamika EBITDA istotnie spowolniła w 2Q'18/3Q'18 (+8,7%/+6,4% odpowiednio), na co wpływ miała konsolidacja przejętych biznesów oraz dodatkowe koszty związane z przejęciami. Spowolnienie w poprawie rezultatów zostało zdyskontowane przez kurs spółki, który spadł o 26% od szczytu notowań w maju'18. Oczekujemy, że konsolidacja Sushi Shop, KFC Francja (oba podmioty powinny generować znacznie wyższą EBITDA niż wcześniej przejmowane biznesy) oraz poprawa efektywności przejętych biznesów powinny pozwolić AmRest na powrót do wysokiego tempa poprawy EBITDA r/r w 4Q'18 (szacujemy wzrost o 22% r/r). Argumentem wspierającym powyższe założenie są opublikowane wstępne wyniki sprzedażowych, w których odnotowano solidne dane w dwóch najważniejszych dla spółki segmentach: i) istotny wzrost sprzedaży/restaurację w segmencie WE (efekt konsolidacji KFC Francja i Sushi Shop) oraz ii) utrzymanie wskaźnika sprzedaży/restaurację na płaskim poziomie w CEE pomimo otwierania mniejszych formatów o niskiej sprzedaży/restaurację. Sentyment do akcji spółki powinien być wspierany przez dobre perspektywy na poprawę rezultatów w 2019 roku (oczekujemy utrzymania dwucyfrowego tempa wzrostu EBITDA w kolejnych kwartałach).

| | | |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 39,00 PLN | **potencjał zmiany** |
| **Cena docelowa** | 46,00 PLN | +17,9% |

| | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|---|---|---|---|
| **aktualna** | **kupuj** | **46,00 PLN** | **2018-12-05** |

| **Podstawowe dane** | | | **EAT PW** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | EAT PW | Zmiana 1M | -1,0% | -7,1% |
| ISIN | NL0000474351 | Zmiana YTD | -2,5% | -7,6% |
| Liczba akcji (mln) | 219,6 | Średni obrót 1M | | 2,1 mln PLN |
| MC (mln PLN) | 8 562,6 | Średni obrót 6M | | 4,3 mln PLN |
| EV (mln PLN) | 10 917,2 | EV/EBITDA 12M fwd | 12,0 | +15,2% |
| Free float | 31,1% | EV/EBITDA 5Y avg | 10,4 | premia |

**Prognozy Domu Maklerskiego mBanku**

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 4 207 | 5 266 | 6 655 | 7 515 | 8 875 |
| EBITDA | 539 | 597 | 684 | 864 | 1 080 |
| marża EBITDA | 12,8% | 11,3% | 10,3% | 11,5% | 12,2% |
| EBIT | 268 | 267 | 299 | 381 | 510 |
| Zysk netto | 191 | 182 | 180 | 252 | 350 |
| P/E | 43,4 | 45,4 | 47,5 | 34,0 | 24,4 |
| P/BV | 6,3 | 6,3 | 4,8 | 4,2 | 3,6 |
| EV/EBITDA | 17,3 | 16,3 | 16,0 | 12,8 | 10,1 |
| DPS | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| DYield | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| **Zmiana prognoz** | | | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
| EBITDA | | | +0,3% | 0,0% | 0,0% |
| Zysk netto | | | +1,4% | 0,0% | 0,0% |
| Sprzedaż/rest. | | | -0,7% | 0,0% | 0,0% |
| marża EBITDA | | | 0p.p. | 0,0p.p. | 0,0p.p. |
| Liczba rest. | | | +2,5% | 0,0% | 0,0% |

**Wyniki i przepływy operacyjne**

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| EBITDA (PL) | 185 | 199 | 217 | 227 | 261 |
| EBITDA (WE) | 193 | 201 | 239 | 355 | 443 |
| EBITDA (ES) | 180 | 209 | 228 | 238 | 276 |
| EBITDA (RU) | 51 | 71 | 86 | 91 | 111 |
| EBITDA (CZ) | 93 | 116 | 147 | 166 | 201 |
| **Przepływy oper.** | **457** | **635** | **656** | **807** | **1 031** |
| Amortyzacja | 271 | 330 | 384 | 483 | 570 |
| Kapitał obrotowy | 43 | 74 | 65 | 73 | 111 |
| **Przepływy inw.** | **-539** | **-980** | **-1 767** | **-929** | **-918** |
| CAPEX | -386 | -527 | -778 | -929 | -918 |
| **Przepływy fin.** | **66** | **588** | **674** | **40** | **60** |
| Wpływy/spłaty pożyczek | 198 | 764 | 438 | 40 | 60 |
| FCF | -17 | -414 | -1 020 | -83 | 151 |
| FCF/EBITDA | -3% | -69% | -149% | -10% | 14% |
| CFO/EBITDA | 85% | 106% | 96% | 93% | 95% |

**Wskaźniki**

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| marża EBITDA (PL) | 13,1% | 12,5% | 12,4% | 12,6% | 12,6% |
| marża EBITDA (WE) | 15,8% | 9,9% | 13,8% | 13,5% | 14,1% |
| marża EBITDA (ES) | 21,5% | 22,4% | 21,7% | 22,2% | 22,0% |
| marża EBITDA (RU) | 10,9% | 10,6% | 9,9% | 10,2% | 10,2% |
| marża EBITDA (CZ) | 19,1% | 20,5% | 20,0% | 20,0% | 20,0% |
| Dług netto | 971 | 1 422 | 2 309 | 2 438 | 2 326 |
| Dług netto/EBITDA (x) | 1,8 | 2,4 | 3,4 | 2,8 | 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 | 10% | 20% | 20% | 10% | 20% | 20% |

**Model DCF**

| (mln PLN) | 18P | 19P | 20P | 21P | 22P | 23P | 24P | 25P | 26P | 27P | + |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Sprzedaż/rest. | 927 | 883 | 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. | 1 950 | 2 307 | 2 701 | 3 034 | 3 317 | 3 558 | 3 763 | 3 957 | 4 142 | 4 318 | 4 318 |
| Przychody | 6 655 | 7 515 | 8 875 | 10 124 | 11 216 | 12 119 | 12 892 | 13 582 | 14 239 | 14 865 | 14 865 |
| EBITDA | 684 | 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 | 299 | 381 | 510 | 681 | 851 | 994 | 1 117 | 1 219 | 1 312 | 1 401 | 1 401 |
| Podatek | 75 | 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 | 30 | 73 | 111 | 101 | 84 | 65 | 52 | 44 | 40 | 36 | 36 |
| FCF | -1 020 | -83 | 151 | 452 | 690 | 868 | 1 006 | 970 | 1 037 | 1 100 | 1 122 |
| PV FCF | -1 027 | -78 | 130 | 362 | 511 | 594 | 635 | 565 | 557 | 545 | |
| WACC | 7,9% | 7,9% | 7,9% | 8,1% | 8,1% | 8,2% | 8,3% | 8,4% | 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% |

**Podsumowanie DCF**

| (mln PLN) | |
|---|---|
| Beta | 1,1 |
| Wzrost FCF po prognozie | 2,0% |
| Zdyskontowana wartość FCF | 10 834 |
| Dług netto | 1 422 |
| Inne korekty | 35 |
| Wycena DCF na akcję (PLN) | 44,20 |

**Wycena**

| (PLN) | waga | cena |
|---|---|---|
| Porównawcza | 50% | 43,03 |
| DCF | 50% | 44,20 |
| Cena wynikowa | | 43,62 |
| 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 37% r/r w efekcie istotnego pogorszenia tempa poprawy wyników r/r na co wpływ miały niesprzyjające warunki pogodowe oraz efekt wysokiej bazy. W krótkim terminie negatywnie na notowania spółki będą wpływały oczekiwania słabych wyników za 4Q'18 (szacujemy EBITDA -52% r/r), na które wpływ natywny wpływ powinny mieć: (i) niska sprzedaż w październiku-listopadzie i (ii) szacowany odpis na wyposażenie sklepów w CCC Niemcy oraz przeniesienie magazynu Vogele. Biorą pod uwagę dynamikę sprzedaży miesięcznej, oczekujemy powrotu do dodatniej sprzedaży/ mkw. r/r w sieci stacjonarnej CCC od lutego'19/marca'19, co powinno wspierać zachowanie się kursu spółki. W 1Q'19 planowane jest zakończenie transakcji z HRG, w wyniku której CCC powinno zdekonsolidować stratę biznesu niemieckiego (szacowane 100 mln PLN EBITDA) oraz rozpoznawać 30,55% wyniku HRG (zakładany negatywny wpływ). W 2019 roku oczekujemy istotnego odbicia wyniku EBITDA r/r (+75% r/r do 805 mln PLN), na co wpływ będą miały: (1) dalszy dynamiczny wzrost eobuwie.pl (zakładane przychody +45% r/r), (2) poprawa lfl w sieci stacjonarnej wspieranej przez niskiej efekt bazy, (3) poprawę efektywności operacyjnej w wyniku wdrożenia rozwiązań IT, (4) pozytywną kontrybucję Vogele oraz (5) dekonsolidację straty CCC Niemcy.

| | | |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 178,80 PLN | **potencjał zmiany** |
| **Cena docelowa** | 291,00 PLN | +62,8% |

| | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|---|---|---|---|
| **nowa** | **kupuj** | **291,00 PLN** | **2019-02-04** |
| poprzednia | kupuj | 288,00 PLN | 2018-12-05 |

| **Podstawowe dane** | | | **CCC PW** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | CCC PW | Zmiana 1M | -3,9% | -9,9% |
| ISIN | PLCCC0000016 | Zmiana YTD | -7,5% | -12,6% |
| Liczba akcji (mln) | 41,1 | Średni obrót 1M | 20,4 mln PLN | |
| MC (mln PLN) | 7 353,5 | Średni obrót 6M | 24,2 mln PLN | |
| EV (mln PLN) | 8 082,7 | EV/EBITDA 12M fwd | 11,1 | -29,0% |
| Free float | 59,4% | EV/EBITDA 5Y avg | 15,6 | dyskonto |

### Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 3 185 | 4 194 | 4 933 | 6 133 | 7 147 |
| EBITDA | 443 | 499 | 324 | 783 | 957 |
| marża EBITDA | 13,9% | 11,9% | 6,6% | 12,8% | 13,4% |
| EBIT | 374 | 406 | 191 | 617 | 783 |
| Zysk netto | 306 | 280 | 35 | 470 | 595 |
| P/E | 22,8 | 26,2 | - | 15,6 | 12,4 |
| P/BV | 7,6 | 6,7 | 8,0 | 5,1 | 3,7 |
| EV/EBITDA | 17,4 | 15,7 | 24,9 | 10,1 | 7,9 |
| DPS | 2,19 | 2,47 | 2,30 | 1,87 | 1,87 |
| DYield | 1,2% | 1,4% | 1,3% | 1,0% | 1,0% |

| **Zmiana prognoz** | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
|---|---|---|---|
| EBITDA | -29,6% | 0,0% | 0,0% |
| Zysk netto | -78,7% | 0,0% | 0,0% |
| MBNS | -0,4 p.p. | 0,0 p.p. | 0,0 p.p. |
| Sprzedaż det/mkw. | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| SG&A/mkw. | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

### Wyniki i przepływy operacyjne

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Sprzedaż (stacjonarne) | 2 902 | 3 588 | 3 962 | 4 727 | 5 250 |
| EBITDA (stacjonarne) | 397 | 422 | 609 | 631 | 743 |
| Sprzedaż (eobuwie.pl) | 287 | 606 | 970 | 1 405 | 1 897 |
| EBITDA (eobuwie.pl) | 47,2 | 83,4 | 111,2 | 151,6 | 214,2 |
| MBNS | 52,7% | 51,2% | 50,7% | 51,5% | 51,8% |
| **Przepływy oper.** | **175** | **78** | **1 254** | **523** | **670** |
| Amortyzacja | 70 | 93 | 474 | 166 | 175 |
| Kapitał obrotowy | -273 | -588 | 408 | -155 | -151 |
| **Przepływy inw.** | **-362** | **-222** | **-293** | **-471** | **-211** |
| CAPEX | -382 | -245 | -479 | -341 | -211 |
| **Przepływy fin.** | **-10** | **515** | **-474** | **-12** | **75** |
| Dywidenda/buyback | 86 | 101 | 95 | 77 | 77 |
| FCF | -264 | -181 | 307 | -52 | 370 |
| FCF/EBITDA | -59% | -36% | 43% | -7% | 39% |
| CFO/EBITDA | 39% | 15% | 174% | 67% | 70% |

### Wskaźniki

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Polska (sprzedaż/mkw.) | 700 | 744 | 644 | 714 | 721 |
| CEE (sprzedaż/mkw.) | 514 | 538 | 515 | 562 | 572 |
| WE (sprzedaż/mkw.) | 393 | 396 | 477 | 0 | 0 |
| eobuwie.pl (% sprzedaży) | 9,0% | 14,4% | 19,7% | 22,9% | 26,5% |
| Środki pieniężne | 143 | 512 | 537 | 794 | 1 349 |
| Dług netto | 652 | 406 | 602 | 451 | 96 |
| Dług netto/EBITDA (x) | 1,5 | 0,8 | 0,9 | 0,6 | 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% |

### Model DCF*

| (mln PLN) | 18P | 19P | 20P | 21P | 22P | 23P | 24P | 25P | 26P | 27P | + |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Sprzedaż det/mkw. | 462 | 544 | 552 | 587 | 598 | 594 | 590 | 585 | 651 | 713 | 0 |
| SG&A/mkw. | 227 | 240 | 245 | 241 | 234 | 237 | 236 | 235 | 251 | 283 | 0 |
| Powierzchnia | 720 | 724 | 793 | 857 | 928 | 1 005 | 1 086 | 1 171 | 1 104 | 1 062 | 0 |
| Przychody | 3 962 | 4 727 | 5 250 | 7 325 | 7 969 | 8 464 | 8 972 | 9 498 | 10 052 | 10 647 | 10 647 |
| EBITDA | 609 | 631 | 743 | 939 | 1 044 | 1 101 | 1 178 | 1 221 | 1 261 | 1 308 | 1 240 |
| marża EBITDA | 15,4% | 13,4% | 14,2% | 12,8% | 13,1% | 13,0% | 13,1% | 12,9% | 12,5% | 12,3% | 11,6% |
| EBIT | 478 | 468 | 572 | 632 | 714 | 730 | 788 | 848 | 910 | 976 | 976 |
| Podatek | 91 | 89 | 109 | 120 | 136 | 139 | 150 | 161 | 173 | 185 | 0 |
| CAPEX | 476 | 338 | 208 | 413 | 216 | 815 | 248 | 119 | 129 | 135 | 135 |
| Kapitał obrotowy | -265 | 257 | 57 | 367 | 539 | 181 | 256 | 161 | 118 | 121 | 121 |
| FCF | 307 | -52 | 370 | 38 | 153 | -34 | 524 | 780 | 841 | 866 | 892 |
| PV FCF | 309 | -48 | 315 | 30 | 110 | -22 | 316 | 431 | 427 | 403 | 381 |
| WACC | 8,5% | 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% |

### Podsumowanie DCF

| (mln PLN) | |
|---|---|
| Beta | 1,1 |
| Wzrost FCF po prognozie | 3,0% |
| Zdyskontowana wartość FCF | 9 192 |
| Dług netto | 521 |
| Inne korekty | 4 399 |
| Wycena DCF na akcję (PLN) | 317,79 |

### Wycena

| (PLN) | waga | cena |
|---|---|---|
| Porównawcza | 50% | 229,11 |
| DCF | 50% | 317,79 |
| Cena wynikowa | | 273,45 |
| Koszt kapitału 9M | | 6,5% |
| **Cena docelowa za 9M** | | **291,00** |

# Dino
## trzymaj (obniżona)

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

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. 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), co może negatywnie wpływać na notowania spółki (kurs Dino wzrósł o 22% od momentu publikacji wyników za 3Q'18). W 4Q'18 oczekujemy sprzedaży porównywalnej na poziomie 9%, co jest poziomem nieznacznie wyższym niż zaraportowany w 3Q'18. Uwzględniając pozytywny wpływ inflacji, efekt dojrzewania nowych sklepów oraz sprzyjające otoczenie makroekonomiczne oczekujemy poprawy lfl w wysokim jednocyfrowym tempie w 2019 roku (+2,8% sprzedaż/mkw.; przyśpieszenie tempa od 2Q'19) przy szacowanym wzroście powierzchni 24% r/r w 2019 roku.

| | | potencjał zmiany |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 101,90 PLN | |
| **Cena docelowa** | 105,90 PLN | +3,9% |

| | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|---|---|---|---|
| **nowa** | **trzymaj** | **105,90 PLN** | **2019-02-04** |
| poprzednia | akumuluj | 106,30 PLN | 2018-12-05 |

| **Podstawowe dane** | | | **DNP PW** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | DNP PW | Zmiana 1M | +4,8% | -1,3% |
| ISIN | PLDINPL00011 | Zmiana YTD | +6,3% | +1,2% |
| Liczba akcji (mln) | 98,0 | Średni obrót 1M | 18,6 mln PLN | |
| MC (mln PLN) | 9 990,3 | Średni obrót 6M | 18,8 mln PLN | |
| EV (mln PLN) | 10 565,7 | EV/EBITDA 12M fwd | 15,1 | -4,1% |
| Free float | 48,9% | EV/EBITDA 5Y avg | 15,7 | dyskonto |

### Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 3 370 | 4 516 | 5 889 | 7 591 | 9 289 |
| EBITDA | 281 | 389 | 532 | 688 | 840 |
| marża EBITDA | 8,3% | 8,6% | 9,0% | 9,1% | 9,0% |
| EBIT | 216 | 303 | 421 | 545 | 666 |
| Zysk netto | 151 | 214 | 307 | 412 | 517 |
| P/E | 66,1 | 46,8 | 32,6 | 24,3 | 19,3 |
| P/BV | 14,6 | 11,0 | 8,2 | 6,1 | 4,7 |
| EV/EBITDA | 37,3 | 26,9 | 19,8 | 15,2 | 12,1 |
| DPS | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| DYield | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

| **Zmiana prognoz** | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
|---|---|---|---|
| EBITDA | -1,0% | 0,0% | 0,0% |
| Zysk netto | -1,4% | 0,0% | 0,0% |
| Liczba sklepów | +1,3% | 0,0% | 0,0% |
| sprzedaż/mkw/ | -1,2% | -0,6% | 0,0% |
| marża EBITDA | -0,0 p.p. | 0,0 p.p. | 0,0 p.p. |

### Wyniki i przepływy operacyjne

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Liczba sklepów | 628 | 775 | 977 | 1 187 | 1 412 |
| Powierzchnia | 238 | 295 | 376 | 460 | 552 |
| Średnia powierzchnia skl. | 380 | 381 | 385 | 388 | 391 |
| MBNS | 22,9% | 23,0% | 23,7% | 23,7% | 23,7% |
| Sklepów/centrum dystryb. | 209 | 258 | 244 | 297 | 282 |
| **Przepływy oper.** | **324** | **497** | **662** | **831** | **996** |
| Amortyzacja | 65 | 86 | 111 | 142 | 174 |
| Kapitał obrotowy | 47 | 131 | 178 | 240 | 277 |
| **Przepływy inw.** | **-310** | **-402** | **-702** | **-711** | **-729** |
| CAPEX | -312 | -411 | -703 | -711 | -729 |
| **Przepływy fin.** | **18** | **41** | **19** | **-137** | **-229** |
| Wpływy/spłaty pożyczek | 92 | 31 | 95 | -100 | -200 |
| FCF | -24 | 50 | -74 | 114 | 261 |
| FCF/EBITDA | -9% | 13% | -14% | 17% | 31% |
| CFO/EBITDA | 116% | 128% | 124% | 121% | 118% |

### 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 | -48,8 | -53,4 | -58,0 |
| Narzut SG&A | 16,5% | 16,4% | 16,6% | 16,5% | 16,5% |
| Dług netto (mln PLN) | 496 | 485 | 575 | 452 | 214 |
| Dług netto/EBITDA (x) | 1,8 | 1,2 | 1,1 | 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% |

### Model DCF

| (mln PLN) | 18P | 19P | 20P | 21P | 22P | 23P | 24P | 25P | 26P | 27P | + |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Liczba sklepów | 977 | 1 187 | 1 412 | 1 572 | 1 732 | 1 892 | 1 992 | 2 092 | 2 192 | 2 292 | 2 292 |
| Sprzedaż/mkw. | 1 463 | 1 514 | 1 530 | 1 569 | 1 566 | 1 549 | 1 526 | 1 526 | 1 525 | 1 525 | 1 525 |
| narzut SG&A | 16,6% | 16,5% | 16,5% | 16,6% | 16,7% | 16,8% | 16,8% | 16,9% | 16,9% | 16,9% | 16,9% |
| Przychody | 5 889 | 7 591 | 9 289 | 11 030 | 12 302 | 13 459 | 14 334 | 15 197 | 16 075 | 16 966 | 16 966 |
| EBITDA | 532 | 688 | 840 | 989 | 1 087 | 1 169 | 1 240 | 1 291 | 1 354 | 1 417 | 1 417 |
| marża EBITDA | 9,0% | 9,1% | 9,0% | 9,0% | 8,8% | 8,7% | 8,7% | 8,5% | 8,4% | 8,4% | 8,4% |
| EBIT | 421 | 545 | 666 | 778 | 855 | 922 | 980 | 1 024 | 1 083 | 1 143 | 1 143 |
| Podatek | 80 | 104 | 127 | 148 | 162 | 175 | 186 | 195 | 206 | 217 | 0 |
| CAPEX | -703 | -711 | -729 | -597 | -493 | -501 | -395 | -337 | -327 | -318 | -318 |
| Kapitał obrotowy | 178 | 240 | 277 | 315 | 283 | 161 | 122 | 120 | 122 | 124 | 124 |
| FCF | -74 | 114 | 261 | 559 | 714 | 654 | 781 | 880 | 943 | 1 006 | 1 031 |
| PV FCF | -72 | 103 | 219 | 432 | 509 | 430 | 475 | 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% |

### 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) | 118,80 |

### Wycena

| (PLN) | waga | cena |
|---|---|---|
| Porównawcza | 50% | 80,40 |
| DCF | 50% | 118,80 |
| Cena wynikowa | | 99,60 |
| Koszt kapitału 9M | | 6,4% |
| **Cena docelowa za 9M** | | **105,90** |

# Eurocash
## redukuj (obniżona)

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

Kurs Eurocash wzrósł o 14% od początku roku odnotowując odbicie po istotnym spadku kursu w 2018 roku. Naszym zdaniem wyniki 4Q'18 nie powinny przynieść mocnych argumentów za wzrostem kursu spółki. Według naszych szacunków dekompozycja EBITDA na segmenty w 4Q'18 powinna być zbliżona do raportowanej w 3Q'18 – pozytywny wpływ istotnego wzrostu wyniku w segmencie hurt r/r ograniczony przez spadek wyników w segmencie detal r/r. Według naszych szacunków oczyszczona EBITDA w 4Q'18 powinna zostać poprawiona o 2% r/r do 107 mln PLN. Szacujemy, że rezultaty spółki w 4Q'18 zostaną zasilone jednorazowym zyskiem 72 mln PLN z tytułu sprzedaży PayUp. Biorąc pod uwagę strukturalne zmiany na rynku, wyniki C&C powinny być pod presją w kolejnych latach. Jednocześnie przyjmujemy konserwatywne podejście związane z rozwojem segmentu detal, w którym spółka ponosi nakłady mające na celu zwiększenie efektywności sprzedaży w przejętych sklepach Eko (przekształcone na Delikatesy Centrum z końcem 3Q'18) oraz poprawą wyników w sieci Mila. W krótkim terminie zwracamy uwagę na negatywny wpływ ograniczenia handlu w niedzielę, efektu bazy oraz efektu Świąt Wielkanocnych na wyniki spółki w 1Q'18. Biorąc pod uwagę wzrostu kursu spółki w styczniu, obniżamy naszą rekomendację z trzymaj do redukuj z ceną docelową 17,90 PLN.

| | | |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 19,80 PLN | **potencjał zmiany** |
| **Cena docelowa** | 17,90 PLN | -9,6% |

| | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|---|---|---|---|
| **nowa** | **redukuj** | **17,90 PLN** | **2019-02-04** |
| poprzednia | trzymaj | 18,20 PLN | 2018-12-05 |

| **Podstawowe dane** | | | **EUR PW** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | EUR PW | Zmiana 1M | 9,6% | 3,6% |
| ISIN | PLEURCH00011 | Zmiana YTD | 12,5% | 7,4% |
| Liczba akcji (mln) | 139,2 | Średni obrót 1M | | 8,1 mln PLN |
| MC (mln PLN) | 2 755,4 | Średni obrót 6M | | 7,4 mln PLN |
| EV (mln PLN) | 3 381,3 | EV/EBITDA 12M fwd | 7,4 | -30,3% |
| Free float | 53,0% | EV/EBITDA 5Y avg | 10,7 | dyskonto |

### Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 21 206 | 22 111 | 22 756 | 26 954 | 27 544 |
| EBITDA | 440 | 246 | 446 | 415 | 458 |
| marża EBITDA | 2,1% | 1,1% | 2,0% | 1,5% | 1,7% |
| EBIT | 274 | 63 | 246 | 206 | 244 |
| Zysk netto | 179 | -33 | 140 | 97 | 140 |
| P/E | 15,3 | - | 19,7 | 28,3 | 19,7 |
| P/BV | 2,4 | 2,7 | 2,6 | 2,6 | 2,4 |
| EV/EBITDA | 7,1 | 12,9 | 7,6 | 7,8 | 6,6 |
| DPS | 1,05 | 0,80 | 0,75 | 0,35 | 0,35 |
| DYield | 5,3% | 4,0% | 3,8% | 1,7% | 1,8% |

| **Zmiana prognoz** | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
|---|---|---|---|
| EBITDA | +33,3% | 0,0% | 0,0% |
| Zysk netto | +121,6% | 0,0% | 0,0% |
| Hurt (EBITDA) | -1,0% | 0,0% | 0,0% |
| Detal (EBITDA) | -14,3% | 0,0% | 0,0% |
| Projekty (EBITDA) | -3,9% | 0,0% | 0,0% |

### Wyniki i przepływy operacyjne

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Hurt (S) | 16 217 | 16 726 | 17 594 | 17 826 | 18 093 |
| Detal (S) | 2 397 | 3 436 | 3 992 | 4 192 | 4 401 |
| Projekty (S) | 271 | 551 | 662 | 662 | 662 |
| Projekty (EBITDA) | -39,8 | -52,1 | -39,0 | -50,3 | -50,3 |
| Inne (EBITDA) | -76 | -87 | -100 | -112 | -112 |
| **Przepływy oper.** | **325** | **494** | **417** | **528** | **455** |
| Amortyzacja | 166 | 183 | 200 | 208 | 213 |
| Kapitał obrotowy | -99 | 247 | 38 | 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 | -178 | 294 | 262 |
| FCF/EBITDA | 22% | 146% | -40% | 71% | 57% |
| CFO/EBITDA | 74% | 200% | 93% | 127% | 99% |

### Wskaźniki

| (mln PLN) | 2016 | 2017P | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Cykl konwersji zapasów | 21,1 | 24,7 | 26,5 | 24,9 | 24,9 |
| Cykl konwersji należności | 30,1 | 27,8 | 29,3 | 27,4 | 27,2 |
| Cykl konwersji zobowiązań | 66,9 | 73,7 | 78,4 | 73,3 | 73,3 |
| Cykl konwersji gotówki | -15,8 | -21,3 | -22,6 | -21,1 | -21,3 |
| Narzut SG&A | 9% | 10% | 12% | 11% | 11% |
| Dług netto | 324 | 370 | 568 | 409 | 230 |
| Dług netto/EBITDA (x) | 0,7 | 1,5 | 1,3 | 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% |

### Model DCF

| (mln PLN) | 18P | 19P | 20P | 21P | 22P | 23P | 24P | 25P | 26P | 27P | + |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Hurt (EBITDA) | 424 | 462 | 487 | 506 | 506 | 496 | 486 | 476 | 467 | 457 | 457 |
| Detal (EBITDA) | 86 | 102 | 120 | 134 | 139 | 141 | 142 | 144 | 145 | 146 | 146 |
| Projekty (EBITDA) | -39 | -50 | -50 | -50 | -50 | -50 | -50 | -50 | -50 | -50 | -50 |
| Przychody | 22 756 | 26 954 | 27 544 | 28 129 | 28 778 | 29 472 | 30 215 | 31 012 | 31 480 | 32 404 | 32 404 |
| EBITDA | 446 | 415 | 458 | 491 | 498 | 496 | 494 | 493 | 491 | 490 | 490 |
| marża EBITDA | 1,96% | 1,54% | 1,66% | 1,75% | 1,73% | 1,68% | 1,64% | 1,59% | 1,56% | 1,51% | 1,51% |
| EBIT | 229 | 188 | 226 | 255 | 257 | 249 | 242 | 234 | 227 | 239 | 239 |
| Podatek | 561 | 45 | 52 | 53 | 51 | 49 | 48 | 45 | 44 | 47 | 47 |
| CAPEX | -162 | -163 | -164 | -166 | -168 | -169 | -171 | -173 | -245 | -251 | -251 |
| Kapitał obrotowy | -117 | -106 | -39 | -39 | -43 | -45 | -48 | -51 | -38 | -58 | -58 |
| FCF | -178 | 294 | 262 | 293 | 303 | 304 | 305 | 307 | 221 | 251 | 251 |
| PV FCF | -179 | 275 | 227 | 235 | 225 | 209 | 194 | 182 | 121 | 128 | |
| 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% |

### Podsumowanie DCF

| (mln PLN) | |
|---|---|
| Beta | 1,0 |
| Wzrost FCF po prognozie | 1,5% |
| Zdyskontowana wartość FCF | 3 481 |
| Dług netto | 370 |
| Inne korekty | 64 |
| Wycena DCF na akcję (PLN) | 21,90 |

### Wycena

| (PLN) | waga | cena |
|---|---|---|
| Porównawcza | 50% | 11,97 |
| DCF | 50% | 21,90 |
| Cena wynikowa | | 16,93 |
| Koszt kapitału 9M | | 6,0% |
| **Cena docelowa za 9M** | | **17,90** |

# Jeronimo Martins
## kupuj (podtrzymana)

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

Cena akcji JMT zyskała 15% od momentu opublikowania wyników sprzedażowych za 2018 rok dnia 14 stycznia 2019. Rezultaty pokazały stopniowe odbicie lfl w sieci Biedronka (+1,2% w 4Q'18 vs. 0,8% w 3Q'18), co zostało pozytywnie odebrane przez inwestorów. Zwracamy uwagę, że w 1Q'19 dynamika lfl może ulec pogorszeniu ze względu na istotny wpływ zakazu handlu w niedzielę (10 dni bez handlu w 1Q'19 vs. 4 dni w 1Q'18) oraz efekt Świąt Wielkanocnych, co może mieć odbicie w zachowaniu się kursu spółki. W 4Q'18 oczekujemy, że pozytywne trendy w marży brutto na sprzedaży zostaną utrzymane (szacujemy wzrost o 0,42p.p. r/r do 21,8% w 4Q'18). W podziale na segmenty oczekujemy utrzymania płaskiej marży EBITDA w sieci Biedronka, spadku rentowności w biznesie portugalskim (presja ze strony kosztów płac w sieci Pingo Doce) oraz płaskiego wyniku EBTIDA w Ara i Hebe. Uwzględniając powyższe oczekujemy wzrostu EBITDA o 1% r/r do 255 mln EUR w 4Q'18. 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 na poziomie z 2018 roku. 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.

| | | potencjał zmiany |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 12,38 EUR | |
| **Cena docelowa** | 14,60 EUR | +17,9% |

| | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|---|---|---|---|
| **nowa** | **kupuj** | **14,60 EUR** | **2019-02-04** |
| poprzednia | kupuj | 14,50 EUR | 2018-12-05 |

| **Podstawowe dane** | | | **JMT PL** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | JMT PL | Zmiana 1M | +20,2% | +14,1% |
| ISIN | PTJMT0AE0001 | Zmiana YTD | +19,7% | +14,6% |
| Liczba akcji (mln) | 629,3 | Średni obrót 1M | | 11,6 mln EUR |
| MC (mln EUR) | 7 790,7 | Średni obrót 6M | | 9,7 mln EUR |
| EV (mln EUR) | 8 170,8 | EV/EBITDA 12M fwd | 7,8 | -18,0% |
| Free float | - | EV/EBITDA 5Y avg | 9,5 | dyskonto |

### Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

| (mln EUR) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 14 622 | 16 276 | 17 335 | 18 374 | 19 519 |
| EBITDA | 862 | 922 | 963 | 1 048 | 1 123 |
| marża EBITDA | 5,9% | 5,7% | 5,6% | 5,7% | 5,8% |
| EBIT | 536 | 577 | 594 | 653 | 702 |
| Zysk netto | 593 | 386 | 397 | 441 | 479 |
| P/E | 13,1 | 20,2 | 19,6 | 17,7 | 16,3 |
| P/BV | 4,5 | 4,4 | 4,4 | 3,9 | 3,5 |
| EV/EBITDA | 9,0 | 8,5 | 8,5 | 7,8 | 7,0 |
| DPS | 0,28 | 0,69 | 0,64 | 0,35 | 0,38 |
| DYield | 2,3% | 5,6% | 5,1% | 2,8% | 3,1% |

| **Zmiana prognoz** | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
|---|---|---|---|
| EBITDA | +0,2% | 0,0% | 0,0% |
| Zysk netto | -0,7% | 0,0% | 0,0% |
| Biedronka (s/mkw. r/r) | -0,5 p.p. | 0,0 p.p. | 0,0 p.p. |
| Pingo Doce (s/mkw. r/r) | -0,2 p.p. | 0,0 p.p. | 0,0 p.p. |
| Recheio (s/mkw. r/r) | -1,0 p.p. | 0,0 p.p. | 0,0 p.p. |

### Wyniki i przepływy operacyjne

| (mln PLN) | 2016 | 2017P | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| EBITDA Biedronka | 704 | 808 | 853 | 901 | 946 |
| EBITDA Pingo Doce | 192 | 187 | 183 | 182 | 183 |
| EBITDA Recheio | 47 | 50 | 46 | 47 | 47 |
| EBITDA Pozostałe | -79 | -85 | -81 | -44 | -15 |
| CCC w dniach | -70 | -71 | -67 | -67 | -67 |
| **Przepływy oper.** | **843** | **909** | **836** | **1 007** | **1 093** |
| Amortyzacja | 326 | 345 | 369 | 395 | 421 |
| Kapitał obrotowy | 180 | 292 | -16 | 135 | 158 |
| **Przepływy inw.** | **-126** | **-658** | **-730** | **-742** | **-537** |
| CAPEX | -433 | -662 | -732 | -742 | -537 |
| **Przepływy fin.** | **-504** | **-229** | **-325** | **-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% | 87% | 96% | 97% |

### 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% | 1,0% | 1,5% | 0,4% |
| Pingo Doce (s/mkw. r/r) | 1,0% | 0,5% | 3,2% | -0,2% | 0,3% |
| Recheio (s/mkw. r/r) | 5,0% | 5,7% | 2,8% | 3,2% | 2,1% |
| Dług netto | -304 | -144 | 164 | 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% |

### Model DCF

| (mln PLN) | 18P | 19P | 20P | 21P | 22P | 23P | 24P | 25P | 26P | 27P | + |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Biedronka (sklepy) | 2 900 | 2 970 | 3 066 | 3 106 | 3 146 | 3 186 | 3 226 | 3 266 | 3 306 | 3 346 | 3 346 |
| Pingo Doce (sklepy) | 432 | 430 | 430 | 430 | 430 | 430 | 430 | 430 | 430 | 430 | 430 |
| Ara (sklepy) | 532 | 765 | 1 025 | 1 185 | 1 345 | 1 505 | 1 625 | 1 705 | 1 745 | 1 785 | 1 785 |
| Przychody | 17 335 | 18 374 | 19 519 | 20 405 | 21 100 | 21 751 | 22 369 | 22 930 | 23 433 | 23 920 | 23 920 |
| EBITDA | 963 | 1 048 | 1 123 | 1 192 | 1 244 | 1 275 | 1 306 | 1 336 | 1 366 | 1 396 | 1 396 |
| marża EBITDA | 5,6% | 5,7% | 5,8% | 5,8% | 5,9% | 5,9% | 5,8% | 5,8% | 5,8% | 5,8% | 5,8% |
| EBIT | 594 | 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 | -16 | 135 | 158 | 123 | 96 | 90 | 86 | 78 | 70 | 67 | 67 |
| FCF | 68 | 281 | 572 | 668 | 686 | 708 | 763 | 812 | 779 | 799 | 813 |
| PV FCF | 69 | 261 | 491 | 530 | 502 | 479 | 476 | 468 | 414 | 393 | 0 |
| WACC | 8,3% | 8,3% | 8,3% | 8,3% | 8,3% | 8,3% | 8,3% | 8,3% | 8,3% | 8,3% | 8,3% |
| Risk-free rate | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% |

### Podsumowanie DCF

| (mln PLN) | |
|---|---|
| Beta | 1,0 |
| Wzrost FCF po prognozie | 1,8% |
| Zdyskontowana wartość FCF | 10 164 |
| Dług netto | -144 |
| Inne korekty | 225 |
| Wycena DCF na akcję (PLN) | 16,02 |

### Wycena

| (PLN) | waga | cena |
|---|---|---|
| Porównawcza | 50% | 11,52 |
| DCF | 50% | 16,02 |
| cena wynikowa | | 13,77 |
| koszt kapitału 9M | | 6,2% |
| **cena docelowa za 9M** | | **14,60** |

# LPP
## akumuluj (obniżona)

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

Początkowa pozytywna reakcja ceny akcji na szacunkowe wyniki spółki za 4Q'18 opublikowane na początku stycznia została częściowo stłumiona pod koniec stycznia. W 4Q'18 spółka kontynuowała poprawę lfl oraz poprawiła marżę brutto na sprzedaży r/r (efekt wyższej sprzedaży w pierwszych cenach), pomimo szacowanego przez nas niskiego wyniku w październiku'18. Według wstępnych szacunków Grupa LPP wypracowała 743 mln PLN EBIT w 2018 roku (+28,5% r/r; wyniki 4Q'18 zostały obciążone 55 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych) vs. nasze oczekiwania na poziomie 814 mln PLN. Oczekujemy utrzymania pozytywnych trendów w sprzedaży porównywalnej w kolejnych kwartałach. 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. Oczekujemy, że prowadzone działania optymalizujące koszty pozwolą LPP na ograniczenie tempa wzrostu SG&A/mkw. w tempie 6% r/r w 2019 roku. 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.

| | | |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 8 350,00 PLN | **potencjał zmiany** |
| **Cena docelowa** | 9 300,00 PLN | +11,4% |

| | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|---|---|---|---|
| **nowa** | **akumuluj** | **9 300,00 PLN** | **2019-02-04** |
| poprzednia | kupuj | 9 300,00 PLN | 2018-12-05 |

| **Podstawowe dane** | | | **LPP PW** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | LPP PW | Zmiana 1M | +8,8% | +2,7% |
| ISIN | PLLPP0000011 | Zmiana YTD | +6,4% | +1,2% |
| Liczba akcji (mln) | 1,9 | Średni obrót 1M | 19,8 mln PLN | |
| MC (mln PLN) | 15 467,7 | Średni obrót 6M | 23,7 mln PLN | |
| EV (mln PLN) | 15 120,5 | EV/EBITDA 12M fwd | 11,7 | -18,1% |
| Free float | 69,5% | EV/EBITDA 5Y avg | 14,2 | dyskonto |

### Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 6 019 | 7 029 | 8 040 | 9 479 | 10 791 |
| EBITDA | 494 | 872 | 1 079 | 1 309 | 1 496 |
| marża EBITDA | 8,2% | 12,4% | 13,4% | 13,8% | 13,9% |
| EBIT | 226 | 578 | 743 | 948 | 1 084 |
| Zysk netto | 175 | 441 | 543 | 795 | 914 |
| P/E | 87,7 | 35,1 | 28,5 | 19,5 | 16,9 |
| P/BV | 7,2 | 6,3 | 5,3 | 4,2 | 3,5 |
| EV/EBITDA | 31,3 | 17,4 | 14,0 | 11,2 | 9,5 |
| DPS | 32,66 | 35,71 | 39,96 | 49,20 | 64,94 |
| DYield | 0,4% | 0,4% | 0,5% | 0,6% | 0,8% |

| **Zmiana prognoz** | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
|---|---|---|---|
| EBITDA | -6,2% | 0,0% | 0,0% |
| Zysk netto | -9,8% | 0,0% | 0,0% |
| Sprzedaż det/mkw. | -3,1% | 0,0% | 0,0% |
| SG&A/mkw. | -2,1% | 0,0% | 0,0% |
| Powierzchnia | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

### 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% | 54,7% | 53,7% | 53,3% |
| **Przepływy oper.** | **718** | **893** | **975** | **1 073** | **1 234** |
| Amortyzacja | 267 | 293 | 335 | 361 | 412 |
| Kapitał obrotowy | 256 | 101 | -10 | -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 | 123 | 417 | 553 |
| FCF/EBITDA | 90% | 41% | 11% | 32% | 37% |
| CFO/EBITDA | 145% | 102% | 90% | 82% | 83% |

### 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 | 652 | 849 | 1 310 |
| Dług netto | 144 | -316 | -347 | -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% |

### Model DCF

| (mln PLN) | 18P | 19P | 20P | 21P | 22P | 23P | 24P | 25P | 26P | 27P | + |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Sprzedaż det/mkw. | 638 | 685 | 711 | 728 | 740 | 745 | 739 | 733 | 726 | 802 | 802 |
| SG&A/mkw. | 286 | 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 | 8 040 | 9 479 | 10 791 | 12 054 | 13 286 | 14 504 | 15 671 | 17 034 | 18 636 | 20 404 | 20 404 |
| EBITDA | 1 079 | 1 309 | 1 496 | 1 672 | 1 846 | 1 983 | 2 153 | 2 350 | 2 553 | 2 736 | 2 736 |
| marża EBITDA | 13,4% | 13,8% | 13,9% | 13,9% | 13,9% | 13,7% | 13,7% | 13,8% | 13,7% | 13,4% | 13,4% |
| EBIT | 743 | 948 | 1 084 | 1 227 | 1 381 | 1 506 | 1 654 | 1 821 | 1 980 | 2 106 | 2 106 |
| Podatek | 186 | 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 | 21 | 152 | 131 | 106 | 103 | 102 | 98 | 115 | 135 | 150 | 150 |
| FCF | 123 | 417 | 553 | 743 | 954 | 1 024 | 1 091 | 1 142 | 1 173 | 1 169 | 1 198 |
| PV FCF | 123 | 384 | 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% |

### Podsumowanie DCF

| (mln PLN) | |
|---|---|
| Beta | 1,0 |
| Wzrost FCF po prognozie | 2,5% |
| Zdyskontowana wartość FCF | 15 536 |
| Dług netto | -316 |
| Inne korekty | 0 |
| Wycena DCF na akcję (PLN) | 8 600 |

### Wycena

| (PLN) | waga | cena |
|---|---|---|
| Porównawcza | 50% | 9 100 |
| DCF | 50% | 8 600 |
| Cena wynikowa | | 8 700 |
| Koszt kapitału 9M | | 6,4% |
| **Cena docelowa za 9M** | | **9 300** |

# Inne

## PBKM

### akumuluj (bez zmian)

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

PBKM kontynuuje konsolidację rynku banków komórek macierzystych. Po zakupie portugalskiego Stemlabu 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 przejęć może być trudne. Dodatkowo, pole do wypłaty dywidendy w perspektywie kilku lat jest ograniczone.

| | | |
|---|---|---|
| **Cena bieżąca** | 58,00 PLN | **potencjał zmiany** |
| **Cena docelowa** | 66,57 PLN | +14,8% |

| | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|---|---|---|---|
| **aktualna** | **akumuluj** | **66,57 PLN** | **2018-12-05** |

| **Podstawowe dane** | | | **BKM PW** | **vs. WIG** |
|---|---|---|---|---|
| Ticker | BKM PW | Zmiana 1M | -2,0% | -8,1% |
| ISIN | PLPBKM000012 | Zmiana YTD | 0,0% | -5,1% |
| Liczba akcji (mln) | 5,0 | Średni obrót 1M | 0,3 mln PLN | |
| MC (mln PLN) | 288,3 | Średni obrót 6M | 0,5 mln PLN | |
| EV (mln PLN) | 346,7 | EV/EBITDA 12M fwd | 7,9 | +27,8% |
| Free float | 48,8% | EV/EBITDA 5Y avg | 6,2 | premia |

**Prognozy Domu Maklerskiego mBanku**

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 128,3 | 147,1 | 151,8 | 190,4 | 201,6 |
| EBITDA | 34,1 | 46,0 | 48,4 | 46,8 | 50,5 |
| marża EBITDA | 26,6% | 31,3% | 31,9% | 24,6% | 25,0% |
| EBIT | 29,9 | 41,2 | 42,9 | 40,8 | 44,3 |
| Zysk netto | 22,3 | 30,7 | 33,7 | 26,8 | 29,3 |
| P/E | 13,0 | 9,4 | 8,6 | 10,8 | 9,8 |
| P/BV | 5,2 | 3,7 | 2,7 | 2,1 | 1,7 |
| EV/EBITDA | 8,5 | 6,2 | 7,2 | 7,2 | 6,5 |
| DPS | 1,41 | 1,72 | 0,86 | 0,86 | 0,86 |
| DYield | 2,4% | 3,0% | 1,5% | 1,5% | 1,5% |

| **Zmiana prognoz** | **2018P** | **2019P** | **2020P** |
|---|---|---|---|
| Przychody | -0,7% | 0,0% | 0,0% |
| EBITDA | -6,6% | 0,0% | 0,0% |
| Zysk netto | +2,8% | 0,0% | 0,0% |
| FCF | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

**Rachunek wyników i dane operacyjne***

| (mln PLN) | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---|---|---|---|---|---|
| Liczba nowych próbek (tys.) | 18,9 | 20,1 | 21,1 | 21,9 | 22,5 |
| Przychód/nowa próbka | 5,13 | 5,32 | 5,48 | 5,62 | 5,77 |
| Liczba próbek ogółem (tys.) | 127,7 | 146,8 | 166,7 | 187,3 | 208,3 |
| **Przychody** | **128,3** | **147,1** | **151,8** | **190,4** | **201,6** |
| Koszt własny sprzedaży | 50,2 | 56,2 | 60,9 | 91,6 | 95,7 |
| **ZBNS** | **78,1** | **90,9** | **90,9** | **98,8** | **105,9** |
| marża | 60,9% | 61,8% | 59,9% | 51,9% | 52,5% |
| Koszty sprzedaży | 28,0 | 31,4 | 33,9 | 35,6 | 37,1 |
| Koszty ogólnego zarządu | 20,5 | 20,5 | 21,7 | 22,4 | 24,5 |
| Poz. dział. operacyjna | 0,4 | 2,2 | 7,6 | 0,0 | 0,0 |
| **EBIT** | **29,9** | **41,2** | **42,9** | **40,8** | **44,3** |
| Amortyzacja | 4,1 | 4,8 | 5,6 | 6,0 | 6,2 |
| **EBITDA** | **34,1** | **46,0** | **48,4** | **46,8** | **50,5** |
| marża | 26,6% | 31,3% | 31,9% | 24,6% | 25,0% |
| **Zysk netto** | **22,3** | **30,7** | **33,7** | **26,8** | **29,3** |

**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% |

**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 włas. | 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 włas. | 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% |

*liczba próbek bez uwzględnienia próbek Stemlab

**Podsumowanie DCF**

| (mln PLN) | |
|---|---|
| Beta | 1,0 |
| Wzrost FCF po prognozie | 2,5% |
| Zdyskontowana wartość FCF | 314,8 |
| Dług netto i inne korakty | -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 4 lutego 2019 o godzinie 8:43.
Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 4 lutego 2019 o godzinie 8:43.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BEST, BGŻ BNP Paribas, Boryszew, Santander Bank Polska, Capital Park, CD Projekt, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Ferrum, Getin Holding, Getin Noble Bank, Groclin, i2 Development, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Oponeo.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawlplug, Rubicon Partners NFI, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Unibep, Uniwheels, Vistal Gdynia, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE, PEKABEX.

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

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:
http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_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, GHCL, Hongda Xindye, Huntsman, MISR Chemical, OCI, Soda Samayii, Solvay, Shandong Haihua, Qingdao, Tata Chemicals, Tangshan Sanyou Chemical, 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 |
| **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 Shenhou, Shanxi Xishan Coal & Elec, Yanzhou Coal Mining, Banpu Public, LW Bogdanka, Shaanxi Heimao, China Coal, Shougang Fushan Resources, Cokal, Teck Resources, Walter Energy, Stanmore Coal, Terracom, Cloud Peak Energy, Natural Resource Partners, Rio Tinto, BHP Billiton, Warrior Met Coal |
| **Kernel** | Astarta, Andersnons, ADM, Avangard, Bunge, China Agri Industries, Felda Global, Golden Agri Resources, GrainCorp, IMC, MHP, Milkiland, Nisshin Oillio Group, Ovostar, Wilmar |
| **Kęty** | Alcoa, Amag, Amcor, Bemis, Century Aluminium, China Hongoiao, Constelium, Impexmetal, Kaiser Aluminium, Mercor, Midas Holdings, Nippon Light Metal, Norsk Hydro, UACJ, United CO Rusal |
| **KGHM** | Anglo American, Antofagasta, BHP Billiton, Boliden, First Quantum Minerals, Freeport-McMoRan, Grupo Mexico, Hudbay, Lundin, MMC Norilsk Nickel, OZ Minerals, Rio Tinto, Sandfire Resources, Southern Copper, Vedanta Resources |
| **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** | Affilated 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, Pflaiderer, 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 | przeważaj |
|---|---|
| data wydania | 2018-11-30 |
| cena docelowa (PLN) | - |
| kurs z dnia rekomendacji | 41,50 |

### Agora

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

### Ailleron

| rekomendacja | niedoważaj | równoważ |
|---|---|---|
| data wydania | 2019-01-31 | 2018-03-28 |
| cena docelowa (PLN) | - | - |
| kurs z dnia rekomendacji | 11,75 | 16,20 |

### Alior Bank

| rekomendacja | kupuj | kupuj | kupuj |
|---|---|---|---|
| data wydania | 2019-02-01 | 2018-12-05 | 2018-10-04 |
| cena docelowa (PLN) | 87,00 | 92,50 | 96,00 |
| kurs z dnia rekomendacji | 57,50 | 56,65 | 62,90 |

### Alumetal

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

### Amica

| rekomendacja | przeważaj | przeważaj |
|---|---|---|
| data wydania | 2018-09-13 | 2018-06-06 |
| cena docelowa (PLN) | - | - |
| kurs z dnia rekomendacji | 112,80 | 121,00 |

### AmRest

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

### Apator

| rekomendacja | równoważ | niedoważaj | równoważ |
|---|---|---|---|
| data wydania | 2019-01-30 | 2018-12-05 | 2018-02-28 |
| cena docelowa (PLN) | - | - | - |
| kurs z dnia rekomendacji | 25,40 | 24,20 | 24,00 |

### Archicom

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

### Asseco BS

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

### Asseco Poland

| rekomendacja | akumuluj | trzymaj | akumuluj | trzymaj | redukuj | redukuj |
|---|---|---|---|---|---|---|
| data wydania | 2019-02-04 | 2018-12-05 | 2018-09-03 | 2018-06-06 | 2018-03-27 | 2018-02-02 |
| cena docelowa (PLN) | 51,20 | 49,60 | 49,00 | 41,20 | 41,20 | 44,00 |
| kurs z dnia rekomendacji | 48,00 | 48,30 | 45,90 | 44,00 | 45,20 | 45,62 |

### Asseco SEE

| rekomendacja | przeważaj | przeważaj |
|---|---|---|
| data wydania | 2018-04-26 | 2018-03-28 |
| cena docelowa (PLN) | - | - |
| kurs z dnia rekomendacji | 11,70 | 12,95 |

### Atal

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

### Atende

| rekomendacja | równoważ | przeważaj |
|---|---|---|
| data wydania | 2019-01-31 | 2018-03-28 |
| cena docelowa (PLN) | - | - |
| kurs z dnia rekomendacji | 4,40 | 4,25 |

### 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 |

**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 | kupuj | akumuluj | kupuj | kupuj | trzymaj |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| data wydania | 2019-02-04 | 2018-12-05 | 2018-11-05 | 2018-06-06 | 2018-05-09 | 2018-04-06 | 2018-03-05 | 2018-02-02 |
| cena docelowa (PLN) | 291,00 | 288,00 | 272,00 | 295,00 | 295,00 | 295,00 | 286,00 | 295,00 |
| kurs z dnia rekomendacji | 178,80 | 204,60 | 173,60 | 242,80 | 255,60 | 257,40 | 243,00 | 281,00 |

**CD Projekt**

| rekomendacja | akumuluj | kupuj | redukuj | sprzedaj | sprzedaj |
|---|---|---|---|---|---|
| data wydania | 2019-02-04 | 2018-11-23 | 2018-10-16 | 2018-04-06 | 2018-02-02 |
| cena docelowa (PLN) | 217,70 | 170,40 | 136,60 | 90,80 | 90,00 |
| kurs z dnia rekomendacji | 190,00 | 139,00 | 158,60 | 114,90 | 115,00 |

**CEZ**

| rekomendacja | trzymaj | trzymaj | sprzedaj | sprzedaj | sprzedaj | redukuj | trzymaj | trzymaj |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| data wydania | 2019-02-04 | 2018-11-05 | 2018-07-04 | 2018-05-29 | 2018-05-09 | 2018-04-06 | 2018-03-05 | 2018-02-02 |
| cena docelowa (CZK) | 537,80 | 518,72 | 440,96 | 458,38 | 449,51 | 449,51 | 506,40 | 532,50 |
| kurs z dnia rekomendacji | 568,00 | 549,00 | 550,00 | 551,00 | 567,00 | 519,50 | 495,00 | 530,00 |

**Ciech**

| rekomendacja | kupuj | kupuj | kupuj | kupuj | kupuj | kupuj | kupuj | kupuj | kupuj |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| data wydania | 2019-02-04 | 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) | 75,82 | 77,05 | 82,52 | 81,14 | 88,64 | 89,71 | 85,40 | 85,87 | 90,13 |
| kurs z dnia rekomendacji | 52,40 | 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 | trzymaj | akumuluj | akumuluj | akumuluj | kupuj | trzymaj | trzymaj |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| data wydania | 2019-02-04 | 2018-12-05 | 2018-10-01 | 2018-05-09 | 2018-04-06 | 2018-03-05 | 2018-02-02 |
| cena docelowa (PLN) | 160,80 | 173,30 | 180,50 | 166,50 | 166,50 | 166,50 | 180,00 |
| kurs z dnia rekomendacji | 155,00 | 160,00 | 167,00 | 145,00 | 131,50 | 155,00 | 177,00 |

**Cyfrowy Polsat**

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

**Dino**

| rekomendacja | trzymaj | akumuluj | kupuj | trzymaj | akumuluj | kupuj | kupuj |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| data wydania | 2019-02-04 | 2018-12-05 | 2018-11-05 | 2018-06-06 | 2018-05-09 | 2018-04-04 | 2018-02-02 |
| cena docelowa (PLN) | 105,90 | 106,30 | 103,50 | 103,50 | 103,50 | 103,50 | 95,40 |
| kurs z dnia rekomendacji | 100,30 | 100,40 | 84,70 | 107,40 | 96,65 | 85,10 | 85,00 |

**Dom Development**

| rekomendacja | akumuluj | kupuj | kupuj | akumuluj | kupuj | kupuj |
|---|---|---|---|---|---|---|
| data wydania | 2019-02-04 | 2018-12-05 | 2018-08-02 | 2018-06-22 | 2018-03-20 | 2018-02-02 |
| cena docelowa (PLN) | 84,10 | 84,10 | 87,80 | 87,80 | 103,10 | 103,00 |
| kurs z dnia rekomendacji | 75,00 | 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 | kupuj | akumuluj |
|---|---|---|---|---|---|---|
| data wydania | 2019-02-04 | 2018-11-29 | 2018-05-29 | 2018-04-06 | 2018-03-05 | 2018-02-02 |
| cena docelowa (PLN) | 13,12 | 15,58 | 12,62 | 11,78 | 12,11 | 12,98 |
| kurs z dnia rekomendacji | 10,73 | 10,50 | 9,57 | 9,10 | 10,36 | 11,07 |

### Energa

| rekomendacja | kupuj | kupuj | kupuj | kupuj | kupuj | kupuj | kupuj |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| data wydania | 2019-02-04 | 2018-11-29 | 2018-09-03 | 2018-05-29 | 2018-04-06 | 2018-03-05 | 2018-02-02 |
| cena docelowa (PLN) | 13,26 | 13,54 | 15,27 | 15,58 | 14,91 | 14,71 | 15,20 |
| kurs z dnia rekomendacji | 10,14 | 9,16 | 8,40 | 9,00 | 9,96 | 10,11 | 12,21 |

### Erbud

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

### Ergis

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

### Erste Bank

| rekomendacja | kupuj | kupuj | kupuj | akumuluj | trzymaj |
|---|---|---|---|---|---|
| data wydania | 2019-02-04 | 2018-12-05 | 2018-08-02 | 2018-06-06 | 2018-02-02 |
| cena docelowa (EUR) | 43,72 | 46,18 | 43,00 | 40,00 | 40,00 |
| kurs z dnia rekomendacji | 31,00 | 34,41 | 37,14 | 34,78 | 40,64 |

### Eurocash

| rekomendacja | redukuj | trzymaj | kupuj | kupuj | kupuj | kupuj |
|---|---|---|---|---|---|---|
| data wydania | 2019-02-04 | 2018-12-05 | 2018-10-01 | 2018-04-06 | 2018-03-05 | 2018-02-02 |
| cena docelowa (PLN) | 17,90 | 18,20 | 26,40 | 30,70 | 31,10 | 32,30 |
| kurs z dnia rekomendacji | 20,13 | 18,00 | 18,08 | 24,41 | 21,99 | 26,04 |

### Famur

| rekomendacja | kupuj | kupuj | kupuj | kupuj | kupuj | kupuj | kupuj |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| data wydania | 2019-02-04 | 2018-11-30 | 2018-08-02 | 2018-05-09 | 2018-04-06 | 2018-03-05 | 2018-02-02 |
| cena docelowa (PLN) | 6,61 | 6,41 | 6,56 | 6,95 | 7,06 | 7,28 | 7,29 |
| kurs z dnia rekomendacji | 4,98 | 5,58 | 5,20 | 5,94 | 6,04 | 6,10 | 6,20 |

### Forte

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

### 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 |
|---|---|---|---|---|
| data wydania | 2018-12-05 | 2018-10-04 | 2018-05-09 | 2018-03-05 |
| cena docelowa (PLN) | - | 1,00 | 1,40 | 1,50 |
| kurs z dnia rekomendacji | 0,33 | 0,53 | 1,17 | 1,45 |

### 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 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 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 |
| cena docelowa (PLN) | 33,00 | 31,47 | 41,13 | 42,13 | 44,40 | 60,99 | 67,13 | 73,42 |
| kurs z dnia rekomendacji | 32,36 | 24,00 | 38,00 | 42,20 | 42,60 | 51,10 | 56,55 | 72,00 |

### GTC

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

### Handlowy

| rekomendacja | redukuj | akumuluj | kupuj | kupuj |
|---|---|---|---|---|
| data wydania | 2019-02-01 | 2018-12-05 | 2018-10-04 | 2018-04-06 |
| cena docelowa (PLN) | 65,50 | 76,00 | 90,00 | 94,00 |
| kurs z dnia rekomendacji | 69,10 | 71,10 | 76,90 | 77,50 |

### Herkules

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

### i2 Development

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

### Impexmetal

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

**ING BSK**

| rekomendacja | trzymaj | akumuluj | kupuj | akumuluj | akumuluj | kupuj | akumuluj |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| data wydania | 2019-02-01 | 2018-12-05 | 2018-11-05 | 2018-10-04 | 2018-08-02 | 2018-07-04 | 2018-03-05 |
| cena docelowa (PLN) | 191,80 | 199,63 | 200,00 | 200,00 | 212,00 | 212,00 | 212,00 |
| kurs z dnia rekomendacji | 191,40 | 183,60 | 166,00 | 181,00 | 190,00 | 178,40 | 198,00 |

**Jeronimo Martins**

| rekomendacja | kupuj | kupuj | kupuj | kupuj | akumuluj | akumuluj | trzymaj |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| data wydania | 2019-02-04 | 2018-12-05 | 2018-08-02 | 2018-06-06 | 2018-04-06 | 2018-03-05 | 2018-02-02 |
| cena docelowa (EUR) | 14,60 | 14,50 | 15,20 | 16,40 | 16,40 | 16,90 | 16,90 |
| kurs z dnia rekomendacji | 12,38 | 10,60 | 12,65 | 13,52 | 14,90 | 15,17 | 17,12 |

**JSW**

| rekomendacja | redukuj | redukuj | sprzedaj | kupuj | kupuj | kupuj | kupuj | kupuj | kupuj | kupuj |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| data wydania | 2019-02-04 | 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 |
| cena docelowa (PLN) | 60,68 | 59,14 | 59,14 | 98,00 | 108,69 | 107,00 | 115,23 | 109,12 | 108,14 | 120,71 |
| kurs z dnia rekomendacji | 68,30 | 71,20 | 72,56 | 77,00 | 79,50 | 77,50 | 86,66 | 79,32 | 86,78 | 92,80 |

**JWC**

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

**Kernel**

| rekomendacja | 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**

| rekomendacja | trzymaj | redukuj | sprzedaj | trzymaj | trzymaj | trzymaj | trzymaj | trzymaj | trzymaj | trzymaj |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| data wydania | 2019-01-18 | 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 |
| cena docelowa (PLN) | 324,30 | 309,30 | 309,30 | 367,45 | 355,61 | 371,08 | 363,01 | 357,21 | 379,66 | 391,41 |
| kurs z dnia rekomendacji | 336,50 | 343,00 | 365,50 | 387,50 | 321,50 | 360,50 | 353,00 | 346,00 | 352,50 | 385,00 |

**KGHM**

| rekomendacja | trzymaj | trzymaj | trzymaj | kupuj | kupuj | kupuj | kupuj | kupuj | akumuluj | akumuluj |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| data wydania | 2019-02-04 | 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 |
| cena docelowa (PLN) | 92,41 | 84,56 | 87,99 | 104,21 | 111,08 | 112,92 | 118,98 | 115,43 | 122,81 | 128,62 |
| kurs z dnia rekomendacji | 94,16 | 92,60 | 85,40 | 90,80 | 96,00 | 96,52 | 92,50 | 88,00 | 102,50 | 111,50 |

**Komercni Banka**

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

**Kruk**

| rekomendacja | kupuj | kupuj | kupuj | kupuj |
|---|---|---|---|---|
| data wydania | 2019-02-04 | 2018-12-05 | 2018-09-17 | 2018-02-02 |
| cena docelowa (PLN) | 279,32 | 292,77 | 292,77 | 300,94 |
| kurs z dnia rekomendacji | 167,60 | 177,10 | 187,80 | 222,20 |

**Kruszwica**

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

**LC Corp**

| rekomendacja | 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**

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

**Lotos**

| rekomendacja | sprzedaj | sprzedaj | sprzedaj | sprzedaj | trzymaj | trzymaj | trzymaj | redukuj | redukuj |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| data wydania | 2019-02-04 | 2018-11-15 | 2018-09-03 | 2018-08-02 | 2018-06-29 | 2018-05-09 | 2018-04-06 | 2018-03-05 | 2018-02-02 |
| cena docelowa (PLN) | 65,36 | 59,84 | 57,21 | 52,51 | 52,51 | 52,81 | 51,73 | 51,08 | 52,67 |
| kurs z dnia rekomendacji | 93,00 | 73,50 | 69,90 | 65,86 | 54,50 | 55,62 | 54,60 | 56,30 | 57,78 |

**LPP**

| rekomendacja | akumuluj | kupuj | kupuj | akumuluj | trzymaj | akumuluj | akumuluj | trzymaj |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| data wydania | 2019-02-04 | 2018-12-05 | 2018-10-01 | 2018-06-18 | 2018-05-09 | 2018-04-06 | 2018-03-05 | 2018-02-02 |
| cena docelowa (PLN) | 9300,00 | 9300,00 | 10200,00 | 10200,00 | 9500,00 | 9500,00 | 9500,00 | 9400,00 |
| kurs z dnia rekomendacji | 8 370,00 | 7 730,00 | 8 625,00 | 9 025,00 | 9 260,00 | 8 900,00 | 8 620,00 | 9 790,00 |

**Mangata**

| rekomendacja | równoważ | niedoważaj | równoważ | niedoważaj |
|---|---|---|---|---|
| data wydania | 2018-10-01 | 2018-09-13 | 2018-06-22 | 2018-03-29 |
| cena docelowa (PLN) | - | - | - | - |
| kurs z dnia rekomendacji | 65,40 | 91,20 | 90,00 | 95,60 |

**Millennium**

| rekomendacja | akumuluj | akumuluj | trzymaj | redukuj | sprzedaj | redukuj |
|---|---|---|---|---|---|---|
| data wydania | 2019-02-01 | 2018-11-14 | 2018-11-05 | 2018-10-04 | 2018-08-02 | 2018-04-06 |
| cena docelowa (PLN) | 10,00 | 10,10 | 8,40 | 8,40 | 7,00 | 7,00 |
| kurs z dnia rekomendacji | 8,82 | 9,49 | 8,85 | 9,27 | 9,12 | 8,35 |

**MOL**

| rekomendacja | trzymaj | trzymaj | akumuluj | akumuluj | kupuj | akumuluj | trzymaj | trzymaj | trzymaj | trzymaj |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| data wydania | 2019-02-04 | 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) | 3433,00 | 3280,00 | 3280,00 | 3296,00 | 3296,00 | 2995,00 | 2954,00 | 2898,00 | 3027,00 | 3152,00 |
| kurs z dnia rekomendacji | 3 284,00 | 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 |
|---|---|---|
| data wydania | 2018-11-26 | 2018-04-06 |
| cena docelowa (PLN) | 6,40 | 7,60 |
| kurs z dnia rekomendacji | 4,91 | 5,83 |

**OTP Bank**

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

**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 |
|---|---|---|---|---|---|
| data wydania | 2018-12-05 | 2018-10-01 | 2018-06-06 | 2018-04-06 | 2018-02-02 |
| cena docelowa (PLN) | 66,57 | 66,40 | 76,26 | 76,83 | 76,00 |
| kurs z dnia rekomendacji | 62,00 | 57,80 | 73,00 | 77,00 | 73,00 |

**Prime Car Management**

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

**Pekao**

| rekomendacja | kupuj | kupuj | kupuj |
|---|---|---|---|
| data wydania | 2019-02-01 | 2018-12-05 | 2018-10-04 |
| cena docelowa (PLN) | 131,80 | 136,29 | 138,70 |
| kurs z dnia rekomendacji | 110,60 | 113,25 | 107,20 |

**Pfleiderer Group**

| rekomendacja | niedoważaj | równoważ | przeważaj | przeważaj |
|---|---|---|---|---|
| data wydania | 2019-01-30 | 2018-09-28 | 2018-08-08 | 2018-04-27 |
| cena docelowa (PLN) | - | - | - | - |
| kurs z dnia rekomendacji | 32,60 | 36,45 | 37,30 | 37,30 |

**PGE**

| rekomendacja | kupuj | kupuj | kupuj | kupuj | kupuj | akumuluj |
|---|---|---|---|---|---|---|
| data wydania | 2019-02-04 | 2018-11-29 | 2018-05-29 | 2018-04-06 | 2018-03-05 | 2018-02-02 |
| cena docelowa (PLN) | 14,47 | 14,82 | 13,60 | 12,89 | 12,61 | 13,30 |
| kurs z dnia rekomendacji | 11,86 | 11,47 | 9,28 | 9,81 | 10,28 | 11,87 |

**PGNiG**

| rekomendacja | trzymaj | kupuj | kupuj | kupuj | kupuj | kupuj | kupuj | kupuj |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| data wydania | 2019-02-04 | 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 | 7,72 | 7,86 | 8,28 | 8,17 | 7,96 | 7,51 | 7,65 |
| kurs z dnia rekomendacji | 7,63 | 6,35 | 5,82 | 5,53 | 6,20 | 5,71 | 5,98 | 6,58 |

**PKN Orlen**

| rekomendacja | sprzedaj | sprzedaj | redukuj | sprzedaj | sprzedaj | redukuj | redukuj | redukuj | sprzedaj | sprzedaj |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| data wydania | 2019-02-04 | 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) | 83,43 | 81,52 | 81,38 | 81,38 | 76,84 | 76,84 | 76,73 | 76,89 | 80,55 | 82,84 |
| kurs z dnia rekomendacji | 104,70 | 97,80 | 93,50 | 98,24 | 93,06 | 82,50 | 82,30 | 89,52 | 95,20 | 107,90 |

**PKO BP**

| rekomendacja | trzymaj | akumuluj | kupuj | akumuluj | trzymaj | redukuj |
|---|---|---|---|---|---|---|
| data wydania | 2019-02-01 | 2018-12-05 | 2018-11-05 | 2018-10-04 | 2018-04-06 | 2018-03-05 |
| cena docelowa (PLN) | 40,92 | 45,00 | 47,00 | 47,00 | 38,00 | 38,00 |
| kurs z dnia rekomendacji | 39,51 | 41,96 | 40,39 | 42,55 | 39,74 | 42,20 |

**Play**

| rekomendacja | trzymaj | kupuj | kupuj | trzymaj | redukuj | trzymaj |
|---|---|---|---|---|---|---|
| data wydania | 2019-02-04 | 2018-11-26 | 2018-10-17 | 2018-08-30 | 2018-07-03 | 2018-04-06 |
| cena docelowa (PLN) | 21,30 | 21,30 | 21,50 | 22,60 | 23,50 | 30,93 |
| kurs z dnia rekomendacji | 22,80 | 16,54 | 17,14 | 21,90 | 24,88 | 32,70 |

**Polnord**

| rekomendacja | zawieszona | niedoważaj | równoważ |
|---|---|---|---|
| data wydania | 2018-12-05 | 2018-06-22 | 2018-02-02 |
| cena docelowa (PLN) | - | - | - |
| kurs z dnia rekomendacji | 9,77 | 9,04 | 10,50 |

**Polwax**

| rekomendacja | zawieszona | kupuj | kupuj |
|---|---|---|---|
| data wydania | 2018-09-14 | 2018-05-09 | 2018-02-02 |
| cena docelowa (PLN) | - | 16,69 | 18,80 |
| kurs z dnia rekomendacji | 7,70 | 7,80 | 11,05 |

**Pozbud**

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

**PZU**

| rekomendacja | trzymaj | akumuluj | kupuj | akumuluj | kupuj | akumuluj |
|---|---|---|---|---|---|---|
| data wydania | 2019-02-04 | 2018-12-05 | 2018-11-05 | 2018-08-02 | 2018-03-05 | 2018-02-02 |
| cena docelowa (PLN) | 46,50 | 46,50 | 47,50 | 47,50 | 50,58 | 50,58 |
| kurs z dnia rekomendacji | 44,66 | 43,80 | 40,60 | 42,00 | 41,55 | 44,17 |

**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 | trzymaj | akumuluj | kupuj | akumuluj | akumuluj | kupuj |
|---|---|---|---|---|---|---|
| data wydania | 2019-02-01 | 2018-12-05 | 2018-11-05 | 2018-10-04 | 2018-09-03 | 2018-03-05 |
| cena docelowa (PLN) | 388,00 | 400,00 | 400,00 | 400,00 | 430,00 | 430,00 |
| kurs z dnia rekomendacji | 373,80 | 364,80 | 353,80 | 367,00 | 376,00 | 357,80 |

**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 | trzymaj | kupuj | kupuj | kupuj | kupuj | kupuj |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| data wydania | 2019-02-04 | 2018-11-05 | 2018-09-03 | 2018-07-04 | 2018-05-09 | 2018-03-05 | 2018-02-02 |
| cena docelowa (PLN) | 8,39 | 7,72 | 20,45 | 20,24 | 26,48 | 27,72 | 28,37 |
| kurs z dnia rekomendacji | 8,88 | 7,50 | 11,35 | 10,70 | 14,75 | 17,15 | 19,20 |

**Tarczyński**

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

**Tauron**

| rekomendacja | kupuj | kupuj | kupuj | kupuj | trzymaj | trzymaj | trzymaj |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| data wydania | 2019-02-04 | 2018-11-29 | 2018-09-03 | 2018-05-29 | 2018-04-06 | 2018-03-05 | 2018-02-02 |
| cena docelowa (PLN) | 3,12 | 3,06 | 2,77 | 2,76 | 2,73 | 2,98 | 3,38 |
| kurs z dnia rekomendacji | 2,37 | 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 |
|---|---|---|---|---|---|
| data wydania | 2018-12-05 | 2018-09-27 | 2018-05-28 | 2018-03-29 | 2018-02-02 |
| cena docelowa (PLN) | - | - | - | - | - |
| kurs z dnia rekomendacji | 4,60 | 5,18 | 6,40 | 7,50 | 7,98 |

**Trakcja**

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

**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 |
|---|---|---|---|
| data wydania | 2018-12-05 | 2018-04-06 | 2018-02-02 |
| cena docelowa (PLN) | - | 10,10 | 10,80 |
| kurs z dnia rekomendacji | 4,81 | 7,50 | 8,60 |

**VRG**

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

**Wasko**

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

**Wirtualna Polska**

| rekomendacja | akumuluj | kupuj | akumuluj | kupuj | akumuluj | akumuluj | akumuluj |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| data wydania | 2019-02-04 | 2018-12-05 | 2018-09-03 | 2018-08-02 | 2018-04-24 | 2018-04-06 | 2018-02-02 |
| cena docelowa (PLN) | 61,50 | 61,50 | 60,00 | 60,00 | 60,00 | 56,40 | 56,10 |
| kurs z dnia rekomendacji | 58,40 | 52,20 | 57,00 | 49,00 | 54,00 | 52,20 | 51,80 |

**ZUE**

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

**Dom Maklerski mBanku**
Senatorska 18
00-082 Warszawa
http://www.mbank.pl/

## Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

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

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

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

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

Piotr 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