

wtorek, 5 marca 2019 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: marzec 2019

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

Nadal obowiązuje scenariusz zero-jedynkowy: porozumienie USA-Chiny oznacza poprawę makro i kontynuację globalnej hossy, zaś zerwanie rozmów – pogłębienie spowolnienia/recesję i silną przecenę ryzykownych aktywów (te od grudnia dyskontują pozytywny scenariusz).

Ze spółek

Finanse

Marzec naszym zdaniem stać będzie pod znakiem CHF. Według zapowiedzi polityków procedowana ma być ustawa frankowa. Uważamy, że lepsze od oczekiwań wyniki, które w znaczącej większości zaraportowały banki w regionie powinny napawać optymizmem odnośnie perspektyw na 2019 r. Naszymi top-pickami w Polsce pozostają PEO oraz ALR, banki bez ekspozycji na CHF i z atrakcyjnymi wycenami. W regionie preferujemy EBS.AV, który nawet po korekcie o Rumunię prezentuje ponad 39% potencjał wzrostu.

Chemia

Spadające ceny gazu ziemnego napędzają oczekiwania odnośnie wzrostu wyników w ATT i CIE. Obie spółki zanotują wyraźny wzrost wyników w 2019 roku. Naszym zdaniem większy potencjał wzrostu cen akcji ma CIE, gdyż ATT zamknęły już dyskonta do spółek porównywalnych.

Paliwa

Po przyjęciu mniej optymistycznych założeń cen ropy i gazu korygujemy prognozy dla spółek wydobywczych, a największym poszkodowanym jest PGN (cena docelowa -8%). Nadal utrzymujemy negatywne nastawienie do sektora rafineryjnego, mimo nieznacznej poprawy marż w ostatnich tygodniach.

Energetyka

W lutym WIG-Energia zachowywał się gorzej od europejskich benchmarków, ale wydaje się, że publikacja rozporządzeń do ustawy zamrażającej ceny energii może zdjąć jedno z głównych ryzyk dla tegorocznych wyników sektora. Wygasać powinien również negatywny sentyment związany z rozczarowującymi wynikami za 4Q.

Telekomunikacja, media, IT

Po dobrych wynikach za 4Q'18 szacujemy, że OPL ma jeszcze potencjał do wzrostu. W IT wskazujemy na ABS i ASE. Podwyższamy też rekomendację do kupuj dla CMR. Po istotnym wzroście notowań ACP zmieniamy podejście do spółki na neutralne, wskazujemy jednak na nasze oczekiwania wysokich wyników za 4Q'18. Dobra koniunktura w reklamie internetowej, w kinach powinny przełożyć się na wzrost WPL i AGO.

Przemysł, surowce

Naszym zdaniem przy nadchodzących wynikach 4Q'18 potencjał do pozytywnych zaskoczeń mają ACG, AMC, FMF i TIM. Negatywnych oczekujemy natomiast w JSW, KGH i TAR. Spółki przemysłowe naszym zdaniem zdyskontowały już negatywne informacje. Preferujemy zakup ACG, AMC, APT, EGS, FMF, KER, POZ i TIM. Niedoważamy TAR i COG.

Deweloperzy

Rekordowe zyski za 2018 powinny przełożyć się na wysokie dywidendy (1AT 13,1%, DOM 12,1%). Utrzymujemy pozytywne nastawienie do tych spółek, z uwagi na wysokie dywidendy, jakość dział. operacyjnej i stabilny bilans.

Handel

Opublikowanie planów rozszerzenia programu 500+ pozytywnie odbiło się na notowaniach spółek handlowych. Zwracamy uwagę na efekt bazy w spółkach handlu spożywczego w 1Q'19 oraz negatywny wpływ ograniczenia handlu w niedzielę. Preferowalibyśmy CCC, EAT, LPP, a unikałibyśmy DNP, EUR, JMT.

Kluczowe rekomendacje

Pozytywne: ABS, ACG, AMC, ASE, CCC, CMR, CIE, EAT, ENA, ENG, FMF, KER, LPP, OPL, PGE, POZ, TIM, TPE

Negatywne: COG, EUR, LTS, MON, PKN, TAR

Indeksy	Kurs bieżący	1M	YTD
WIG	59 888	-1,3%	+4%
ATX	3 068	+2,4%	+12%
BUX	40 593	-0,6%	+4%
PX	1 079	+2,6%	+9%

Indeksy sektorowe WIG		1M	YTD
WIG20	2 328	-2,6%	+2%
mWIG40	4 145	+1,5%	+6%
sWIG80	11 671	+3,1%	+10%
Banki	7 646	-0,1%	+3%
Budownictwo	2 023	+3,7%	+6%
Chemia	12 604	+13,3%	+35%
Energia	2 541	-10,8%	+5%
Górnictwo	3 672	+0,3%	+7%
Informatyka	2 252	+7,1%	+13%
Media	4 791	-3,2%	+6%
Nieruchomości	2 133	+0,9%	+12%
Odzież	6 054	-1,1%	+1%
Paliwa	7 722	-4,3%	-3%
Spożywczy	3 530	+2,7%	+4%
Telekomunikacja	672	-0,8%	+8%

Top 5 / Worst 5		1M	YTD
Mostostal Zabrze	0,40	+90,5%	+67%
Ursus	2,24	+86,7%	+49%
ZPUE	112,00	+58,9%	+91%
PCM	21,80	+41,6%	+70%
P.A. Nova	17,90	+36,1%	+22%
Pfleiderer	26,65	-16,6%	-18%
JSW	57,86	-17,6%	-14%
JSW	57,86	-17,6%	-14%
Work Service	1,93	-19,8%	+28%
Trakcja	2,74	-30,4%	-31%

Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
AmRest	akumuluj ▼	46,00 PLN ►
Apator	przeważaj ►	-
Asseco Poland	trzymaj ▼	53,00 PLN ▲
Comarch	kupuj ▲	195,00 PLN ▲
Grupa Azoty	trzymaj ►	43,20 PLN ▲
GTC	zawieszona -	-
Handlowy	trzymaj ▲	65,50 PLN ►
Jeronimo Martins	trzymaj ▼	13,60 EUR ▼
Kernel	kupuj ►	62,86 PLN ▲
Lotos	sprzedaj ►	65,18 PLN ▼
LPP	kupuj ▲	9300 PLN ►
MOL	trzymaj ►	3423,00 HUF ▼
PBKM	trzymaj ▼	66,57 PLN ►
PGNiG	trzymaj ►	7,08 PLN ▼
PKN Orlen	sprzedaj ►	81,22 PLN ▼
PZU	akumuluj ▲	46,50 PLN ►
Stelmet	trzymaj ►	8,36 PLN ▼

Spis treści

1. Rynek akcji	3
2. Sektory	5
3. Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu	8
4. Zaskoczenia na wynikach spółek w poszczególnych kwartałach	9
5. Prognozy i rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku na tle konsensusu	12
6. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku	13
7. Statystyki rekomendacji	16
8. Kalendarium wydarzeń	17
9. Makroekonomia	18
10. Finanse	20
10.1. Alior Bank	20
10.2. Handlowy	21
10.3. ING BSK	22
10.4. Millennium	23
10.5. Pekao	24
10.6. PKO BP	25
10.7. Santander Bank Polska	26
10.8. Komercni Banka	27
10.9. Erste Bank	28
10.10. OTP Bank	29
10.11. PZU	30
10.12. Kruk	31
10.13. Skarbiec Holding	32
11. Chemia	33
11.1. Ciech	33
11.2. Grupa Azoty	34
12. Paliwa	35
12.1. Lotos	35
12.2. MOL	36
12.3. PGNiG	37
12.4. PKN Orlen	38
13. Energetyka	39
13.1. CEZ	39
13.2. Enea	40
13.3. Energa	41
13.4. PGE	42
13.5. Tauron	43
14. Telekomunikacja, media, IT	44
14.1. Netia	44
14.2. Orange Polska	45
14.3. Play	46
14.4. Agora	47
14.5. Cyfrowy Polsat	48
14.6. Wirtualna Polska	49
14.7. Asseco Poland	50
14.8. CD Projekt	51
14.9. Comarch	52
15. Przemysł, surowce	53
15.1. Famur	53
15.2. Grupa Kęty	54
15.3. JSW	55
15.4. Kernel	56
15.5. KGHM	57
15.6. Stelmet	58
16. Deweloperzy	59
16.1. Atal	59
16.2. Dom Development	60
16.3. GTC	61
17. Handel	62
17.1. AmRest	62
17.2. CCC	63
17.3. Dino	64
17.4. Eurocash	65
17.5. Jeronimo Martins	66
17.6. LPP	67
18. Inne	68
18.1. PBKM	68

Rynek akcji

Slabnące momentum w światowej gospodarce, a z drugiej strony rosnące nadzieje na pozytywne zakończenie wojny handlowej USA-Chiny oraz oddalające się ryzyko „twardego” BREXITU – to główne czynniki wpływające na zachowanie światowych giełd. Inwestorzy dyskontują już pozytywne rozstrzygnięcia wymienionych kwestii politycznych. Dodatkowym wsparciem dla rynków były również deklaracje szefów banków centralnych o łagodzeniu polityki monetarnej. Jeżeli Trump i Xi podpiszą porozumienie (może nastąpić to 27 marca), a jest to warunek konieczny żeby rynki ponownie nie wpadły w okres wyprzedaży aktywów (jak miało to miejsce w grudniu 2018), globalna sytuacja makro powinna zacząć się poprawiać (rosnące wolumeny wymiany handlowej). Przez lepsze perspektywy makro nastąpi rewizja prognoz wyników spółek w górę, co da kolejny impuls wzrostowy dla giełd. Zwracamy również uwagę na rosnącą skalę skupu akcji własnych w USA (zapowiedziane skupuy opiewają na rekordowe ponad 1 bln USD, z czego blisko 0,5 bln USD przypada na 19 firm). Zakończony właśnie okres wyników ponownie przywraca możliwość realizacji buy-backów. W Polsce nadal dominuje zagraniczny kapitał koncentrujący się na spółkach z WIG20 (61% udział w obrotach w 2H'18). Przy braku nowego lokalnego kapitału nawet impulsy takie jak pakiet fiskalny zaproponowany przez Rząd nie wywołują trwalszego wzrostu aktywności na małych i średnich spółkach. W dłuższym okresie, szansą dla rynku jest to, że inwestorzy w coraz większym stopniu będą dyskontować zbliżający się termin uruchomienia PPK.

USA-Chiny: blisko, coraz bliżej

Pomimo zapewnień z obu stron, że „rozmowy są owocne” nadal nie zostało podpisane finalne porozumienie ws. zakończenia wojny handlowej. Zgodnie z zapowiedziami inwestorzy dobrze przyjęli najpierw spekulacje, a potem informacje o przesunięciu terminu o dwa miesiące terminu wprowadzenia nowych stawek celnych przez USA. Obecnie przykładowe jest wysokie prawdopodobieństwo, że 27 marca na szczycie Trump-Xi w Mar-a-Lago (wstępnie potwierdziły go obie strony) zostanie zawarte porozumienie celne. Jeżeli miałyby do niego nie dojść, szczyt zapewne musi zostać odwołany, w co rynki już nie wierzą (biorąc pod uwagę zaawansowanie rozmów). Inwestorzy oczekują, że w wyniku porozumienia Chiny, poprzez obniżenie swoich tarif celnych, bardziej otworzą swoją gospodarkę w różnych sektorach. Ponadto, w jakimś stopniu zobowiążą się do zaostreżenia przepisów dotyczących własności intelektualnej.

Zawarcie porozumienia USA-Chiny może ponownie przywrócić oczekiwania na podwyżki stóp procentowych. W ostatnim wystąpieniu Powell zwracał uwagę, że decyzje FED w dalszej mierze są uzależnione od niestabilnego otoczenia zewnętrznego, tj. spowolnienia gospodarczego w Europie i Chinach, nierozwiązanej kwestii BREXITU i wojny handlowej, a w efekcie dużej niestabilności rynków finansowych. Pomimo, że gospodarka amerykańska w ostatnim miesiącu negatywnie zaskoczyła analityków (sprzedaż detaliczna w grudniu -1,2 m/m, pogarszające się dane o liczbie nowych bezrobotnych, zamówienia), Powell ocenia jej fundamenty jako dobre.

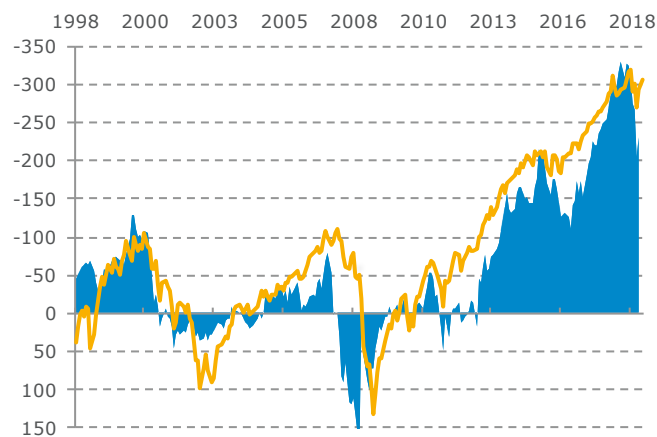
BREXIT: blisko, coraz dalej

Zgodnie z Traktatem UE (dwa lata na negocjacje) Wielka Brytania powinna opuścić UE 29 marca. Głosowanie ws. przyjęcia umowy wyjściowej ma odbyć się 12 marca. Jeżeli umowa zostanie odrzucona to 13 marca odbędzie się głosowanie ws. wyjścia bez umowy. Odrzucenie tej opcji oznacza, że 14 marca w głosowaniu podjęta zostanie decyzja o wydłużeniu terminu wyjścia. W takim scenariuszu, ze względu na wybory do PE, najbardziej prawdopodobnym terminem wyjścia jest dopiero lipiec (teoretycznie może być to również 18 kwietnia lub 23 czerwca, ale małe prawdopodobieństwo dokończenia procedury ratyfikacji). Nadal nierozstrzygnięte pozostają takie kwestie jak granica Irlandii i Irlandii Płn. czy też warunki wymiany handlowej. W ocenie inwestorów przedłużenie terminu wyjścia będzie zwiększać szanse na powtórne referendum. Pomimo wewnętrznej opozycji Partia Pracy zadeklarowała, że jest skłonna poprzeć kolejne referendum.

Mniejsze zalewarowanie w USA

Zgodnie z najnowszymi danymi FINRA na koniec stycznia *net margin debt* wyniósł -230 mld USD. Przy analogicznej wartości indeksu S&P500 (2 700 pkt) w maju 2018 zadłużenie netto wynosiło -310 mld USD. Obecny poziom zadłużenia odpowiada historycznej wartości indeksu na poziomie ok. 2 360 pkt (początek 2017). Dane za luty nie są jeszcze dostępne, ale jeżeli przy rosnącym indeksie (2 800 pkt) *net margin debt* będzie się obniżał będzie to negatywny prognostyk dla rynku w średniej perspektywie (w okresach zwrotnych rynku występuje dywergencja indeksu i poziomu *margin debt*).

Net margin debt na tle S&P500

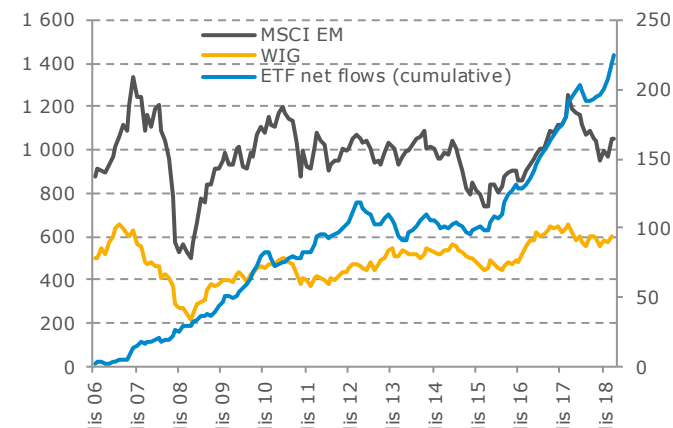


Źródło: FINRA

Pieniądze płyną do ETF, coraz mniejszy wpływ lokalnego kapitału

Trwa silny napływ nowego kapitału do ETF dedykowanych na rynek akcji w gospodarkach wschodzących. Jak wynika z danych Bloomberg'a w pierwszych dwóch miesiącach roku ta klasa aktywów pozyskała netto ponad 16 mld USD. Dużym zainteresowaniem inwestorów cieszy się rynek chiński, na który wielokrotnie zwracaliśmy uwagę. Pojawiły się szacunki mówiące o przygotowanej obniżce VAT z 16% do 13%, co na poziomie stymulacji fiskalnej odpowiada za 0,6% PKB (analogicznie jak obniżka podatku dochodowego w 2018). Indeks SHCOMP wzrósł od początku grudnia o ponad 20%.

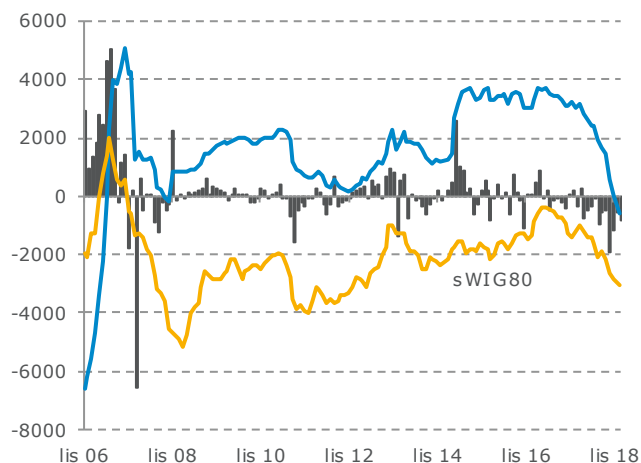
Napływ netto kapitału do ETF akcyjnych dedykowanych do EM (narastająco)



Źródło: Bloomberg

Zgodnie z najnowszymi danymi GPW, w 2H'18 udział kapitału zagranicznego w obrotach na giełdzie warszawskiej wzrósł do 61% (56% w 1H'18 i 55% w 2H'17). W tym czasie udział krajowych instytucji finansowych (OFE/TFI) zmniejszył się do zaledwie 13% (15% w poprzednim półroczu, 17% w 2H'17). Dane te dobrze oddają podatność warszawskich indeksów na globalny sentyment i lokalne umorzenia środków w funduszach akcyjnych. Nie posiadamy dokładnej statystyki dotyczącej aktywności kapitału zagranicznego, ale szacujemy, że gros obrotu stanowi aktywność własna banków oraz aktywność funduszy ETF.

Korelacja sWIG80 i skumulowanych odpływów netto do TFI akcyjnych



Źródło: IZFiA, Dom Maklerski mBanku

Rząd proponuje pakiet fiskalny o wartości 2% PKB

Rozpoczynając kampanię wyborczą rząd PiS ogłosił projekt kilku działań, mających stymulować gospodarkę: 1) program 500+ na pierwsze dziecko (od lipca br.); 2) podwojenie kosztów uzyskania przychodów dla umowy o pracę; 3) zerowa stawka PIT dla osób poniżej 26. roku życia; 4) wypłatę (raz w roku) dodatkowej emerytury w wysokości 1 100 PLN (przed 1 maja br.). Łączny koszt proponowanych wydatków państwa to ok. 40 mld PLN, czyli 2% PKB. Wzrost dochodu rozporządzalnego o tak znaczącą kwotę wpłynie w krótkim okresie na wyższą konsumpcję prywatną, ale również wzrost oszczędności. W przeciwieństwie do pierwszej odsłony 500+, obecnie uważamy, że dodatkowe środki wpłyną przede wszystkim na wzrost popytu na dobra trwałe (np. AGD), a nie dobra pierwszej potrzeby (patrz komentarz specjalny z dnia 27 lutego: <https://tinyurl.com/yxepggu2>).

Michał Marczak

tel. +48 22 438 24 01

michal.marczak@mbank.pl

Sektory

Finanse

- Uważamy, że wyniki sektora bankowego za 4Q'18 powinny tchnąć więcej optymizmu odnośnie wyników sektora w 2019. Większość banków zdołało utrzymać marże odsetkowe przy nadal wysokiej sprzedaży kredytów w kwartale. Jednocześnie w lutym regulator przedstawił indywidualne zalecenia odnośnie dywidend (bez zaskoczeń) oraz opłat BFG. Koszty BFG znacząco wzrosły w 2019 za sprawą opłaty restrukturyzacyjnej. Niemniej jednak wpływ na nasze prognozy jest mocno ograniczony (1%-3% w przypadku większości banków) ze względu oczekiwane przez nas podwyżki. Wyjątkiem tutaj jest Bank Handlowy, którego wpływ na zysk netto szacujemy na około 5%.
- Zwracamy również uwagę na pozytywne prognozy banków regionalnych, które oczekują nadal wysokiej rentowności w 2019 roku wspieranej przez sytuację makroekonomiczną. Ponadto pozytywne, naszym zdaniem, prognozy Zarządów nadal mogą zostać podniesione jeżeli rozwiązania podatkowe w Rumunii będą mniej dotkliwe, na co wskazują doniesienia prasowe, niż można było tego oczekiwać jeszcze parę tygodni temu.
- Ustawa CHF nabiera rozpędu i opuściła komisję finansów. Przewodniczący podkomisji Tadeusz Cymański wyraził opinię, że ustawa powinna zostać uchwalona do końca marca i wprowadzona w życie 1 lipca. Najbliższe posiedzenie sejmu odbędzie się pomiędzy 13 a 15 marca. Szacujemy, że w skrajnym przypadku (obciążenie 0,5% kwartalnie) ustawa będzie kosztować sektor około 1 mld PLN w 2019 roku i 2 mld PLN w 2020. Wprowadzenie ustawy nadal jest nieprzesądzone i zależeć może od sondaży wyborczych oraz presji banków na KE.
- **Kluczowe rekomendacje:** Bank Pekao (kupuj), Alior Bank (kupuj), Erste Bank (kupuj)

Chemia

- Notowania indeksów MSCI Chemicals wyraźnie odbiły w lutym.
- 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 10% dyskonta 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.
- Pozytywnie na sentyment do spółek chemicznych wpływają obserwowane spadki cen gazu ziemnego (w przypadku Grupy Azoty główny surowiec do produkcji, a w Ciech główny składnik kosztów Soda Deutschland).
- W 4Q'18 globalne spółki nawozowe prezentowały dobre wyniki finansowe (przykłady Yara, Mosaic).
- **Kluczowe rekomendacje:** Ciech (kupuj)

Paliwa

- W lutym przedstawicielom Arabii Saudyjskiej udało się przekonać rynek, że mocniejsze cięcia produkcji zrównoważą rynek w najbliższych miesiącach (dane za styczeń potwierdziły mocny spadek eksportu), a kraje OPEC pozostaną niewzruszone na twitterowe apele prezydenta Trumpa. Rosja również raportuje coraz większą zgodność ze ścieżką redukcji wydobycia, co z wraz postępującą destabilizacją Wenezueli i wygasającymi okresami przejściowymi dla importerów ropy irańskiej buduje bardzo korzystne otoczenie dla surowca. Znajduje

to również odzwierciedlenie na pozycjach spekulacyjnych, które w przypadku Brent wzrosły już 7 tydzień z rzędu (od grudniowych minimów o ponad 100%). W naszej opinii w takim otoczeniu scenariusz powrotu Brent w okolice 70 USD/Bbl jest bardzo prawdopodobny, ale nasze dotychczasowe prognozy na poziomie 75 USD/Bbl mogą być zbyt optymistyczne i dlatego korygujemy założenia na rok 2019 o 5 USD/bbl.

- Mocniejsze notowania ropy nie przekładają się na notowania gazu, który w Europie od rekordów wrześniowych oddał na kontraktach miesięcznych już ponad 40%. Częściowo wynika to z czynników krótkoterminowych (sezonowość, ciepła zima, wzrost zapasów, wzrost kosztów frachtu LNG, korekta na rynku CO₂), ale pojawiają się też obawy o utrzymanie wysokiej dynamiki konsumpcji w Chinach, które są główną składową wzrostu globalnego zapotrzebowania. Biorąc te czynniki pod uwagę oraz większą efektywność interkontynentalnego arbitrażu (wzrost udziału LNG w handlu) obniżamy nasze prognozy cen gazu na lata 2019-20 średnio o 10%. Liczymy na odwrócenie negatywnych tendencji w drugim półroczu.
- Marże rafineryjne odbiły nieco z bardzo niskich poziomów z początku roku, ale nadal trudno uznać te poziomy za obiecujące po bardzo dobrym roku 2018. Trudno też spodziewać się utrzymania tak wysokich cracków na HSFO, szczególnie w kontekście wejścia IMO w 2020. Nadal niekorzystnie z punktu widzenia europejskich rafinerii kształtują się dyskonta na ropach ciężkich oraz spread Brent/WTI.
- W przypadku petrochemii obserwujemy kontynuację 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 kontynuowały spadki (obecnie około 48 EUR/MWh), zarówno za sprawą tańszego CO₂ (ostatnie odczyty wskazują jednak na zakończenie tej korekty), jak i przeceny na rynku węgla (ustanie problemów logistycznych na Renie na pewno było jednym z katalizatorów).
- W Polsce ceny energii odzwierciedlają niższe koszty uprawnień do emisji (kontrakt roczny w okolicach 260 PLN/MWh), ale modelowe terminowe marże na wytwarzaniu z węgla pozostają bardzo atrakcyjne, choć niższe od lokalnych maksimów notowanych jesienią.
- Indeksy spółek energetycznych w Europie i USA nadal pozostają w trendzie wzrostowym, choć tendencje na cenach energii w lutym tego nie uzasadniały (prawdopodobnie efekt alokacji sektorowej i zamykanie krótkich pozycji z końcówki roku). WIG-Energia tym razem zachowywał się nieco słabiej, co prawdopodobnie wynika z negatywnych niespodzianek na wynikach (TPE, LWB, PGE).
- Rynek wyczuje na ostateczny kształt regulacji dotyczących zamrożenia cen energii. Ustawa została już znowelizowana, ale kluczowe będą rozporządzenia i formuły kalkulacji rekompensat. W przypadku dużych graczy oparcie tych formuł na średnich ważonych cenach z TGE nie powinno być destrukcyjne dla wyników, a dodatkowym wsparciem mogą być taniejące zielone certyfikaty. Jest to efekt zaproponowanej ustawy o OZE, która obok zapowiedzi wielkiej aukcji dla nowych mocy (wiatr 2,5 GW i 0,75 GW w fotowoltaice) koryguje kalkulację opłaty zastępczej (de facto zamienia system zielonych certyfikatów w system feed-in-tariff). Przykładowo dla 2019 roku górny limit cenowy dla

certyfi­katów wynosiłby 115 PLN/MWh vs zakładane przez nas 140 PLN/MWh (średnia dla 2018 to ~100 PLN/MWh).

- **Kluczowe rekomendacje:** Enea (kupuj), Energa (kupuj), PGE (kupuj), Tauron (kupuj),

Telekomunikacja, media, IT

- 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 rozpoczął konsultacje projektów decyzji, których efektem będzie uchylecia 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.
- Play pozostaje jedynym niekonwergentnym operatorem na polskim rynku. Spółka przekreśla jednoznacznie wejście w segment stacjonarny.
- Zarząd Orange Polska poinformował, że nie oczekuje aukcji częstotliwości 5G przed 2020 r. Wcześniej rząd polski wniósł 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. Według agencji mediowej Zenith, wartość polskiego rynku reklamowego wzrosła w 2019 roku o 4,2% i sięgnie wartości 7,9 mld PLN netto. Kluczowy wpływ na rynek będą mieć pozytywne nastroje konsumencie, 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 wzrosła o 2,7% R/R w 2019 r, outdoor +2,1%, a reklama w kinach o 3,2%. Magazyny i dzienniki tracą zarówno w ujęciu netto – odpowiednio 4,5% i 6,8% R/R.
- W lutym'19 WIG Info wzrósł o 6,5%, lepiej od szerokiego indeksu (vs. +6,3% WIG), co jest głównie zasługą wzrostu ACP. WIG Info był też lepszy od MSCI IT EU o 2 p.p. Mediana P/E 12M fwd dla spółek IT wynosi obecnie 13,9x i jest 8,8% poniżej historycznej średniej z 3 lat.
- Trwa 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.

- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Orange Polska (kupuj), Agora (kupuj), Wirtualna Polska (akumuluj), Asseco SEE (przeważaj), Asseco BS (przeważaj), Comarch (kupuj).

Przemysł

- Indeksy MSCI spółek przemysłowych dla Europy i dla Świata na początku roku nadrobiły straty z 2H'18. Oba indeksy są notowane z dyskontem do swoich 3-letnich średnich na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA, ale to uległo w lutym wyraźnemu zmniejszeniu.
- Naszym zdaniem przy nadchodzących wynikach 4Q'18 potencjał do pozytywnych zaskoczeń mają ACG, AMC, FMF i TIM. Negatywnych oczekujemy natomiast w 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).
- Negatywnie na sentyment do spółek przemysłowych wpływają słabe odczyty wskaźników PMI z gospodarki niemieckiej. Oczekujemy, że znaczący eksporterzy do Niemiec mogą w najbliższym czasie sygnalizować osłabienie tempa zamówień na początku roku (dużą ekspozycję na niemieckich klientach znajdziemy w AML, BRS, COG, HDR, IPX, EGS, FTE, KTY, MGT, LEN, REL, PGO, PFL).
- Obecnie najbardziej przekonani jesteśmy do inwestycji w akcje spółek: Amica (potencjalny beneficjent rozszerzenia programu 500+; wzrostowa dynamika wyników w 4Q'18 oraz 1Q'19; 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; konsolidacja tłoczni na Ukrainie).
- Z mniejszych spółek naszymi faworytami pozostają AC Autogaz, Apator, Ergis, Pozbud i TIM. Negatywnie podchodzimy do inwestycji w akcje spółki Tarczyński (spadek wyników w 4Q'18, inflacja kosztów osobowych i energetycznych w 2019 roku).
- W *Spółkach przemysłowych* opublikowanych 27.02 podnieśliśmy nasze pozycjonowanie sektora przemysłowego do neutralnie (wcześniej niedoważaj). Wynika to z wyczerpania pomysłów na sprzedaż/niedoważenie akcji. Spółki naszym zdaniem mogły już zdyskontować słabsze publikowane dane makro na przełomie 2018/2019 roku.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** AC (przeważaj), Amica (przeważaj), Apator (przeważaj), Cognor (niedoważaj), Ergis (przeważaj), Famur (kupuj), Kernel (kupuj), Pozbud (przeważaj), Tarczyński (niedoważaj), TIM (przeważaj)

Wydobycie

- Słabe dane PMI z gospodarki Chin oraz najniższy wzrost PKB od 28 lat były wyraźnie ignorowane przez inwestorów w lutym. Ci natomiast skupiali się przede wszystkim na możliwym porozumieniu handlowym między Chinami, a USA. Rynek od kilku miesięcy jest bombardowany spadającą rejestracją nowych samochodów w Chinach, niższymi wolumenami importu miedzi oraz sygnałami spowolnienia na rynku budowlanym. Rząd 11-sy miesiąc 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. Pozycje

inwestorów spekulacyjnych balansują obecnie blisko zera. Ceny miedzi w lutym nadgoniły umacniający się portfel walut rynków wschodzących, zamykając tym samym chwilowy brak korelacji. Naszym zdaniem ceny mogą się w marcu cofnąć, w szczególności jeśli inwestorzy poddiliby pod wątpliwość porozumienie na linii USA-Chiny.

- Miniony sezon wyników finansowych w spółkach produkujących miedź można zaliczyć do udanych (w szczególności zważając na dane produkcyjne). Bardzo dobrym wydobywaniem w 4Q'18 pochwaliły się Antofagasta (bardzo dobra produkcja przy niskich kosztach wydobywania), Anglo American, Boliden, Glencore (wzrost produkcji miedzi w 2018 roku o 11% r/r i oczekiwane wyższe wydobywanie w 2019 roku) oraz Kaz Minerals (prognoza wydobywania 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 wydobywania podziemnego. Po dokopaniu do nowych złóż największa kopalnia złota na świecie ma podwoić produkcję w latach 2020-2021. Słabsze wyniki i outlook pokazał również meksykański producent metali szlachetnych Fresnillo.
- Ceny wysokogatunkowych węgla koksujących odrobiły straty ze stycznia wzrastając do około 200-210 USD/t vs. poniżej 190 USD/t w styczniu (efekt opadów w Australii w II'19, wzrostów cen rudy żelaza). Klienci ostrożnie podchodzą do zakupów po wyższych cenach, a ceny rudy żelaza zaczynają korektę ostatnich wzrostów. Oba czynniki mogą przełożyć się na korektę cen węgla koksowego w marcu, w szczególności jeśli rynek wząpiłby w porozumienie na linii USA-Chiny.
- Rynek w lutym żył informacjami odnośnie wypadku w kopalni koncernu Vale w Brazylii. Katastrofa przełożyła się pozytywnie na notowania surowki żelaza, aluminium ze względu na możliwe inspekcje ze strony nadzoru budowlanego. Ostatnie dane eksportu rudy pokazały natomiast, że wypadek Vale nie przełożył się drastycznie na spadek produkcji.
- Ostatni wzrost cen rudy żelaza i węgla koksowego ponownie uderzył w rentowność producentów wielkopiecowych. W Chinach szybko odbijają zapasy produktów stalowych (obecnie powyżej 5-letniej średniej). Naszym zdaniem takie otoczenie powoduje, że producentom wielkopiecowym trudno jest przenosić wzrost kosztów produkcji na klientów. Wskaźniki PMI przemysłu stalowego w Chinach w styczniu powróciły do poziomu powyżej 50 pkt (w lutym 49,2 pkt).
- 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. W przypadku JSW naszym zdaniem może zdecydować się na propozycję wypłaty dywidendy, co w krótkim terminie może zostać pozytywnie odebrane przez rynek.

Deweloperzy

- Po dynamicznym wzroście kursów akcji dużych deweloperów w styczniu (DOM, 1AT), w lutym przyszedł czas na mocniejsze odbicie także wśród mniejszych spółek deweloperskich. Zyskiwały Lokum (+15%), Archicom (+10%), a ponadto LCC (+9%). Również kurs akcji JWC wzrósł o 21%, jako pokłosie informacji o potencjalnym buyback-u. 15 marca NWZA zdecyduje o uchwaleniu programu skupu akcji własnych. Program ma objąć do 20% wartości kapitału.

- W marcu deweloperzy zaprezentują wyniki finansowe. W 4Q'18 zagregowana liczba mieszkań rozliczonych w wyniku wśród 15 spółek z GPW i Catalyst była o 10% niższa r/r, na co wpływ miała wysoka baza. W całym 2018 wynik zamknął się wzrostem +15% r/r. Lepsze r/r wyniki finansowe za 4Q'18 powinny zaraportować m.in. DOM, LCC i ARH. BDX, który już przekazał szacunkowe wyniki, również zanotował wzrost zysku brutto w segmencie nieruchomości (+52%) i to mimo spadku liczby przekazanych mieszkań (wzrost średniej cen mieszkania i wyższa marża).
- Zachowanie cen akcji spółek deweloperskich w najbliższym miesiącu może pozostawać pod wpływem przekazu z konferencji wynikowych, szczególnie w otoczeniu rosnących kosztów budowy.
- Wśród deweloperów z GPW cele na 2019 przedstawiło 6 spółek: Dom, Atal, BDX Nieruchomości, Archicom, Lokum i Echo. Łączne oczekiwania tych spółek co do wolumenu sprzedanych mieszkań na 2019 zakładają wzrost r/r rzędu 1-5%, choć ocena rynku między poszczególnymi spółkami zdecydowanie się różni. Z jednej strony Lokum (-21% oczekiwany spadek sprzedaży mieszkań), z drugiej BDX Nieruchomości (wzrost 16-24%) i Echo (+32%). Porównywalnej r/r sprzedaży oczekują Atal (0%), Dom (-3%) i Archicom (-5%).
- Jeżeli chodzi o liczbę mieszkań rozliczonych w wyniku 2019 zbliżonego r/r poziomu oczekują Dom, Atal (co jest zgodne z naszymi założeniami, tj. odpowiednio -3% r/r i -2% r/r). Wzrostu przekazania oczekują natomiast Archicom (13-20%) i Echo (26%), również BDX wskazało, że „może być więcej”. Lokum spodziewa się spadku rzędu 6%, co jest odzwierciedleniem oczekiwanego przez spółkę spadku wolumenów sprzedaży.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Dom Development (akumuluj), Atal (kupuj).

Handel

- Z tytułu ograniczenia handlu w niedzielę 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.
- Wyniki spółek z sektora handlu spożywczego będą obciążone w 1Q'19 przez efekt bazy związany ze Świętami Wielkanocnymi oraz zaostreniem ograniczenia handlu w niedzielę (negatywny wpływ na **DNP, EUR, JMT**).
- Partia rządząca opublikowała plan rozszerzenia programu 500+ o pierwsze dziecko. Naszym zdaniem dodatkowe środki mogą zasilić sprzedaż spółek handlowych w 2H'19.
- **AmRest** w 4Q'18 powrócił do dwucyfrowej dynamiki EBITDA r/r (+40% r/r). W kolejnych kwartałach poprawa powinna zostać utrzymana. 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. Uważamy obecnie AmRest jako jedną z ciekawszych opcji inwestycyjnych na 2019 rok.
- **CCC** powinno powrócić do poprawy sprzedaży porównywalnej w sklepach stacjonarnych od lutego/marca'19, co wraz z dobrymi perspektywami na pozostałą część 2019 roku, będzie wspierało zachowanie się kursu spółki
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** AmRest (akumuluj), CCC (kupuj), Eurocash (redukuj), Dino (trzymaj), Jeronimo Martins (trzymaj), LPP (kupuj), VRG (przeważaj)

Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu

Sektor	Rynek polski	Rynek amerykański	Rynek niemiecki
	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	PEO, ALR	BAC US, JPM US
	Spółki na minus	BHW	PBB GY
Banki			DBK GY
	Kluczowe katalizatory:	Dobre wyniki za 4Q.	Atrakcyjne wyceny, dobre wyniki za 4Q'18, wyższe stopy r/r.
			Oczekiwany sygnał z ECB odłożenia podwyżek stóp na dłużej niż oczekiwały rynki.
	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	CIE	LXS GY, EVK GY
	Spółki na minus		DSM GY
Chemia			
	Kluczowe katalizatory:	Poprawa wyników.	Sektor po ciężkim kwartale i rozczarowujących wynikach. Na plus wyróżnia się LXS.
	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEGATYWNY
	Spółki na plus	DOM	
	Spółki na minus		
Deweloperzy			
	Kluczowe katalizatory:	Wzrost cen mieszkań vs. wzrost kosztów budowlanych.	Pomimo cofnięcia na rentownościach, dewel. dotknięci przez wyższy poziom stóp r/r.
	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	ENA, ENG, PGE, TPE	RWE GY
	Spółki na minus		UN01 GY
Energetyka			
	Kluczowe katalizatory:	Publikacja rozporządzeń do ustawy zamrażającej ceny energii.	Wyższe rentowności r/r nie sprzyjają spółkom w sektorze.
			RWE najlepiej przygotowane na odejście od węgla. Uniper ryzyko pogorszenia wyników w 2019 r.
	SENTYMENT	NEUTRALNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	CCC, EAT	HBI US, WEN US
	Spółki na minus	DNP, EUR	DHERR GY, ADS GY, BOSS GY
			ZAL GY, FIE GY
Handel, Konsument			
	Kluczowe katalizatory:	Wysoka baza w handlu spożywczym w 1Q'19	Utrzymujące się dobre nastroje konsumenckie i wzrost płac.
			Poprawa sentymentu spółek konsument. po bardzo dobrych wynikach ZAL GY i FL US.
	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus		CXO US, MPC US
	Spółki na minus	LTS, PGN, PKN	
Paliwa			
	Kluczowe katalizatory:	Spadki cen gazu i nadal niskie marże downstream.	Ceny ropy spadły za daleko, ale wolniejszy wzrost gosp. nie sprzyja odbiciu w sektorze.
	SENTYMENT	NEUTRALNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	AMC, APT, EGS, FMF, KER, POZ, TIM	SIĘ GY, DUE GY, JUN3 GY
	Spółki na minus	COG, TAR	LHA GY, RAA GY
Przemysł			
	Kluczowe katalizatory:	Wzrost kosztów produkcji zdyskontowany.	Blisko porozumienia USA-Chiny vs. obserwowane spowolnienie wzrostu gospodarczego.
			Na plus kurs EUR/USD, jednak dla LHA GY wpływ negatywny. DUE GY pozytywnie po wynikach.
	SENTYMENT	NEUTRALNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus		BOL SS, PLZL RX, ANG SJ
	Spółki na minus		FRES LN
Przemysł wydobywczy			
	Kluczowe katalizatory:	Rosnące koszty pracy.	Wzrost notowań metali.
			Wzrost notowań metali.
	SENTYMENT	NEUTRALNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	ACG	GM US
	Spółki na minus		DAI GY, CON GY, BMW GY, VW GY, UG FP
			ZIL2GY
Segment automotive			
	Kluczowe katalizatory:	EURO6 już nie straszy w 1H'19.	Utrzymujące się dobre nastroje konsumenckie i wzrost płac.
			Pozytywnie w oczekiwaniu na porozumienie USA-Chiny, wpływ EUR/USD wspierający wyniki 1Q.
	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	ASE, ABS, WPL, AGO	DISCA US, LRCX US, WP US
	Spółki na minus		NFLX US
Technologie, Media			
	Kluczowe katalizatory:		Przeważenie spółek wzrostowych vs. niedoważenie "value tech".
			Poprawa sentymentu na rynkach międzynarodowych do sektora, EUR/USD wspiera.
	SENTYMENT	NEUTRALNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	OPL	DTE GY, DRI GY
	Spółki na minus		TC1 GY
Telekomy			
	Kluczowe katalizatory:		Segment zdominowany przez quasi-technologie z wysokim wzrostem.
			Przy wzrostowym rynku, brak katalizatorów dla defensywnego sektora.

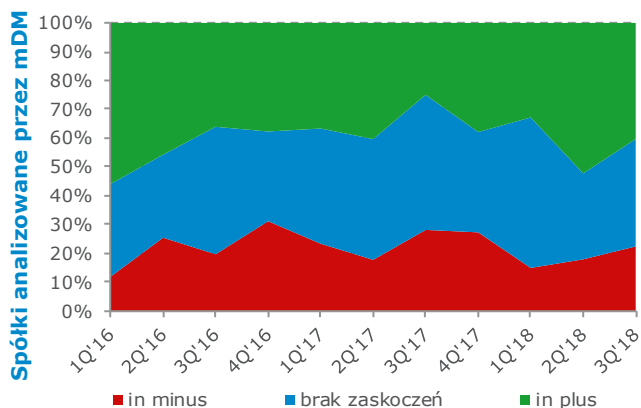
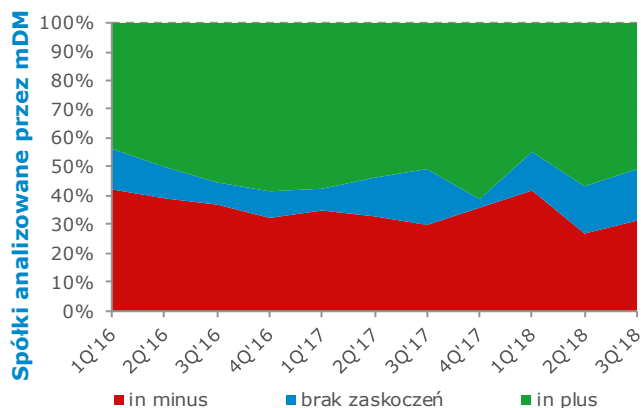
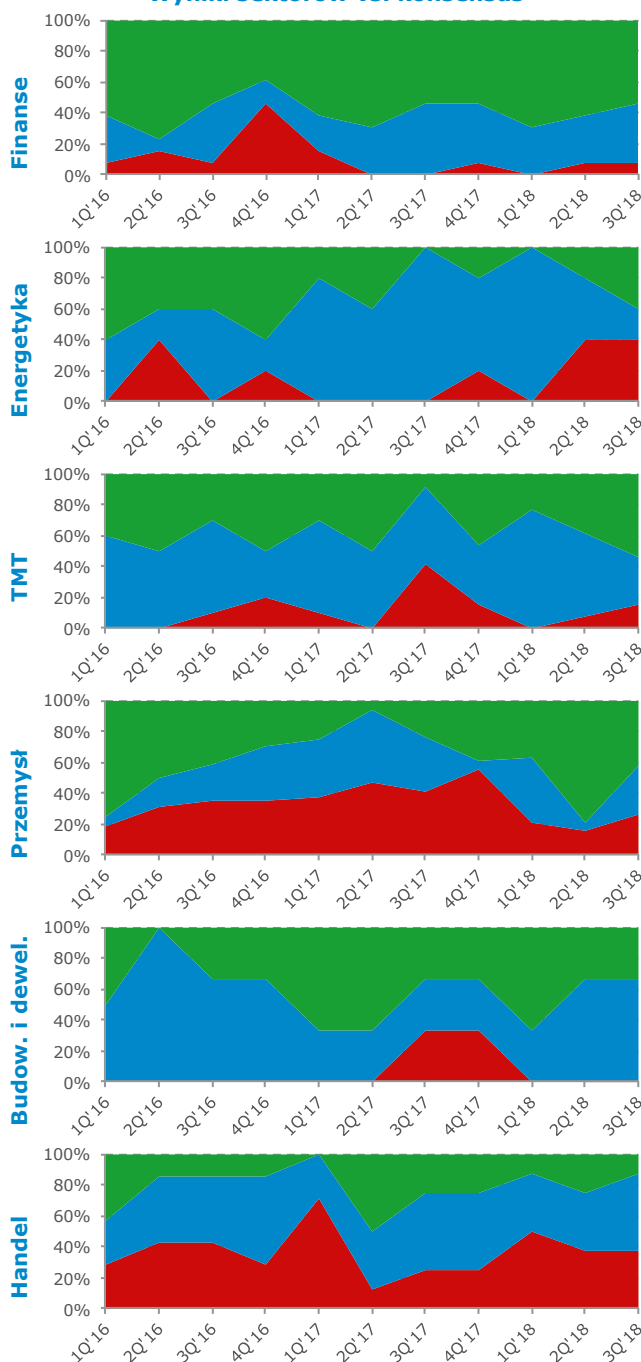
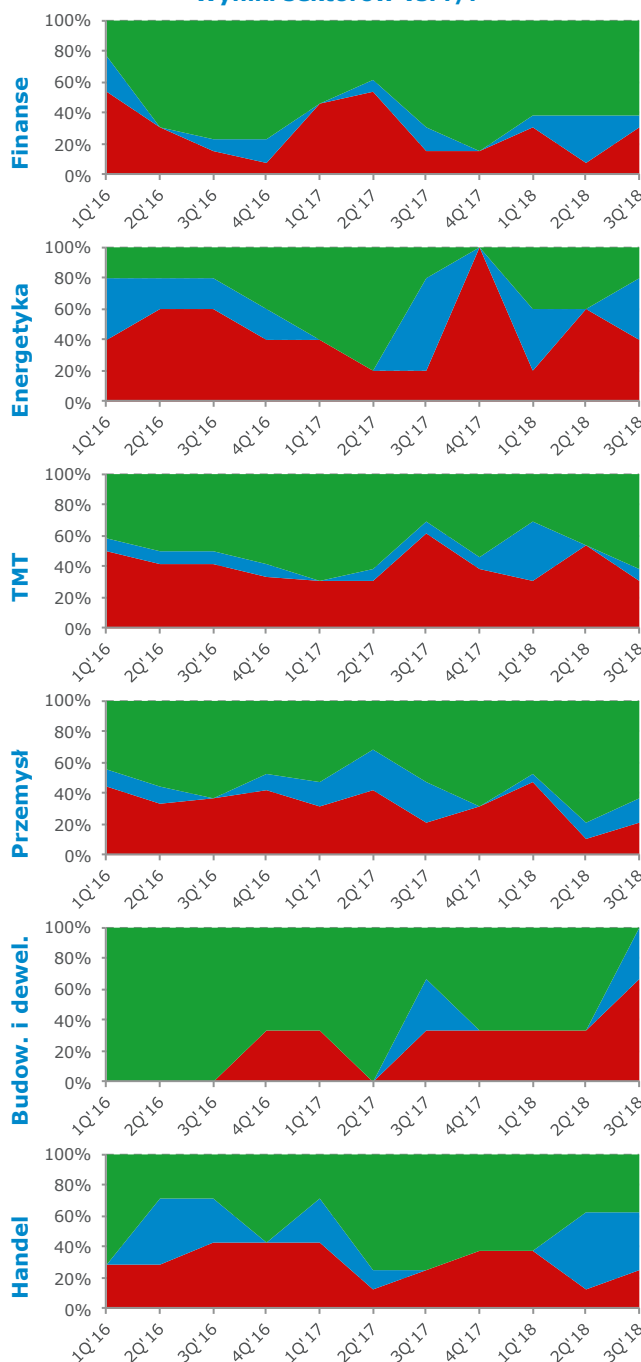
Zaskoczenia na wynikach spółek w poszczególnych kwartałach (vs. konsensus oraz vs. r/r)

vs.	2016				2017				2018				+/=
konsensus	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	
Finanse													
Alior Bank	+	+	+	+	-	+	+	+	=	+	=	=	92%
Handlowy	=	+	-	=	-	+	+	=	+	+	-	-	67%
ING BSK	+	+	+	-	+	=	=	=	=	-	=	+	83%
Millennium	+	+	+	+	+	=	+	+	+	+	=	+	100%
Pekao	+	+	+	+	+	=	=	+	=	+	+	+	100%
PKO BP	+	+	+	-	+	+	+	+	+	=	=	=	92%
Santander BP	+	+	+	+	=	+	+	=	=	+	=	-	92%
Komercni	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
Erste Bank	+	=	=	-	=	+	=	+	+	+	+	+	92%
OTP Bank	=	+	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	92%
PZU	-	-	=	+	+	=	=	+	+	=	+	+	82%
Kruk	=	-	+	-	+	+	=	-	+	+	+	+	73%
Skarbiec	=	+	=	-	=	+	+	+	+	=	+	+	91%
Chemia													
Ciech	=	+	=	+	=	=	=	+	=	+	=	=	100%
Grupa Azoty	-	-	=	-	+	-	=	-	=	-	-	-	36%
Paliwa													
Lotos	+	=	+	=	+	+	+	=	-	+	=	-	83%
MOL	=	=	=	-	+	+	-	=	=	=	+	+	83%
PGNiG	+	-	-	+	+	-	-	=	-	+	-	-	42%
PKN Orlen	=	-	=	+	=	=	=	=	=	-	=	+	75%
Energetyka													
CEZ	+	-	=	+	=	=	=	+	=	-	+	=	82%
Enea	+	+	+	+	=	+	=	=	=	-	=	=	91%
Energia	+	-	=	=	=	=	=	-	=	=	-	-	67%
PGE	=	=	+	-	=	=	=	=	=	=	-	-	75%
Tauron	=	+	=	+	+	+	=	=	=	+	+	+	100%
TMT													
Netia	=	+	=	+	=	=	+	+	=	=	=	=	100%
Orange PL	=	=	=	=	=	+	=	=	=	+	+	+	100%
Play	bd	bd	bd	bd	bd	bd	=	=	=	+	=	=	100%
Agora	+	=	=	+	=	+	=	+	=	+	+	+	100%
Cyfrowy	=	=	+	+	=	=	=	=	+	=	=	=	100%
Wirtualna	+	=	-	-	+	=	=	=	=	=	=	=	82%
Aiileron	bd	bd	bd	bd	bd	bd	-	+	=	=	-	-	60%
Asseco BS	+	+	=	=	=	=	+	=	=	+	+	+	100%
Asseco PL	=	+	+	-	=	=	-	-	+	+	+	+	73%
Asseco SEE	=	=	=	+	=	+	-	=	=	=	+	=	92%
Atende	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	+	=	-	+	+	75%
Comarch	=	+	+	+	+	+	+	+	=	+	+	+	73%
CD Projekt	+	+	+	+	+	+	-	+	=	=	-	-	82%
Przemysł													
Alumetal	+	+	-	=	-	=	+	=	=	+	=	=	82%
Amica	+	=	=	-	=	=	-	+	-	+	+	+	73%
Apator	-	+	-	=	=	=	-	=	=	+	=	+	67%
Boryszew	+	+	+	+	+	+	+	-	=	-	=	-	55%
Cognor	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	+	+	=	-	75%
Ergis	-	-	+	+	+	=	-	-	-	-	-	-	33%
Famur	+	+	=	+	bd	=	=	+	+	+	+	+	90%
Forta	+	+	+	=	=	=	=	=	=	+	-	-	73%
Grupa Kęty	+	+	=	=	=	=	=	=	=	+	=	=	92%
Impexmetal	+	+	+	+	=	=	+	-	+	+	+	+	64%
JSW	+	=	=	-	+	+	+	-	+	+	=	+	64%
Kernel	+	-	+	+	=	=	=	+	=	-	+	+	50%
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	-	=	=	=	=	=	+	=	-	+	+	+	83%
Monnari	+	-	-	-	-	+	=	=	=	+	-	-	55%
VRG	+	-	-	=	=	=	=	=	=	-	=	=	45%

* [+/-] – 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


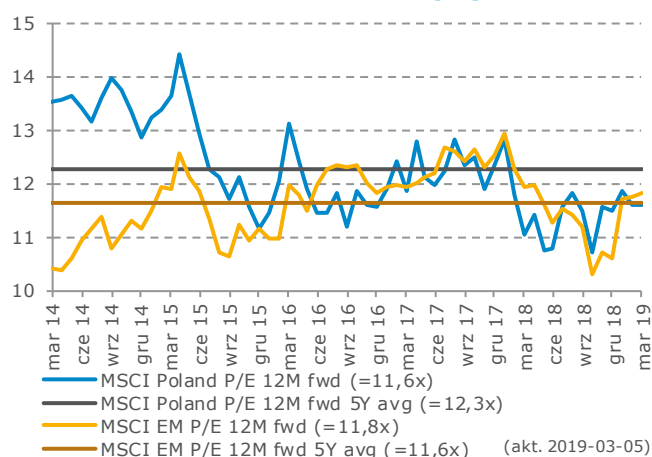
Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, Dom Maklerski mBanku; Dane za 3Q'18 uwzględniają spółki, które zaraportowały wyniki

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

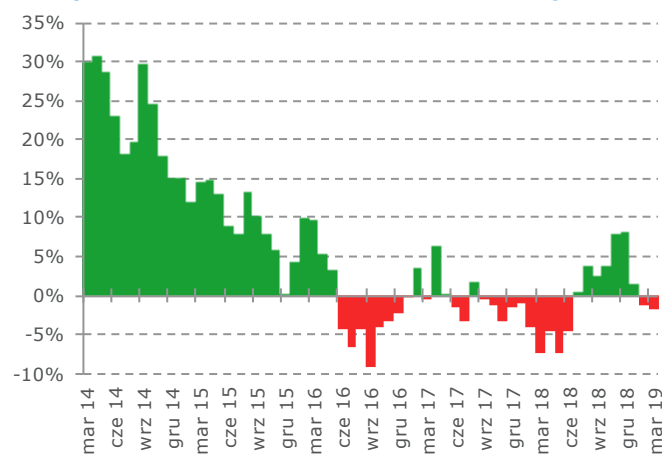
lut 18=0	WIG30		Finanse		Paliwa		Energetyka		Handel		TMT		Chemia		Surowce	
	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM
mar 18	-0%	-3%	-1%	+0%	+2%	-1%	-2%	+4%	-1%	-10%	-1%	+2%	+0%	+0%	-2%	-20%
kwi 18	-1%	-3%	-2%	+0%	-0%	-1%	-2%	+4%	-2%	-10%	-1%	+2%	-1%	+0%	+0%	-19%
maj 18	-2%	-2%	-3%	+0%	+1%	-1%	-3%	+7%	-4%	-10%	-4%	+2%	-11%	-29%	-6%	-18%
cze 18	-2%	-1%	-3%	+0%	+1%	+8%	-4%	+7%	-8%	-9%	-2%	-8%	-11%	-29%	-7%	-19%
lip 18	-3%	-3%	-3%	-2%	+1%	+8%	-1%	+7%	-9%	-9%	-5%	-8%	-32%	-27%	-10%	-23%
sie 18	-4%	+0%	-4%	-2%	+0%	+29%	-2%	+1%	-10%	-9%	-8%	-8%	-23%	-47%	-16%	-25%
wrz 18	-3%	+0%	-4%	-2%	+7%	+29%	-3%	+1%	-10%	-12%	-9%	-6%	-28%	-47%	-18%	-25%
paź 18	-5%	-7%	-6%	-3%	+7%	+25%	-4%	+1%	-13%	-23%	-13%	-7%	-49%	-88%	-21%	-62%
lis 18	-7%	-5%	-6%	-2%	+8%	+43%	-12%	-19%	-16%	-29%	-14%	-26%	-71%	-92%	-23%	-41%
gru 18	-7%	-5%	-6%	-2%	+8%	+43%	-10%	-19%	-18%	-29%	-17%	-26%	-77%	-92%	-27%	-41%
sty 19	-7%	-5%	-6%	-2%	+10%	+40%	-11%	-22%	-25%	-41%	-19%	-24%	-77%	-92%	-28%	-34%
lut 19	-9%	-6%	-6%	-2%	+9%	+36%	-17%	-22%	-25%	-44%	-19%	-23%	-80%	-91%	-29%	-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; od sty'18 „Surowce mDM” uwzględniają JSW, a „TMT mDM” Play

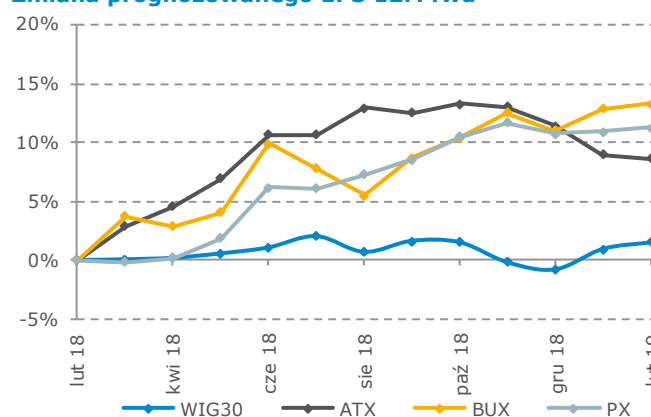
P/E 12M fwd dla MSCI Polska i Emerging Markets oraz premia/dyskonto wskaźnika dla Polski wobec krajów EM



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

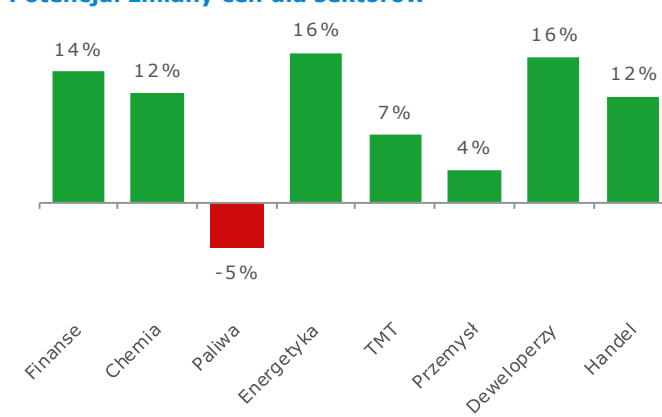


Zmiana prognozowanego EPS 12M fwd



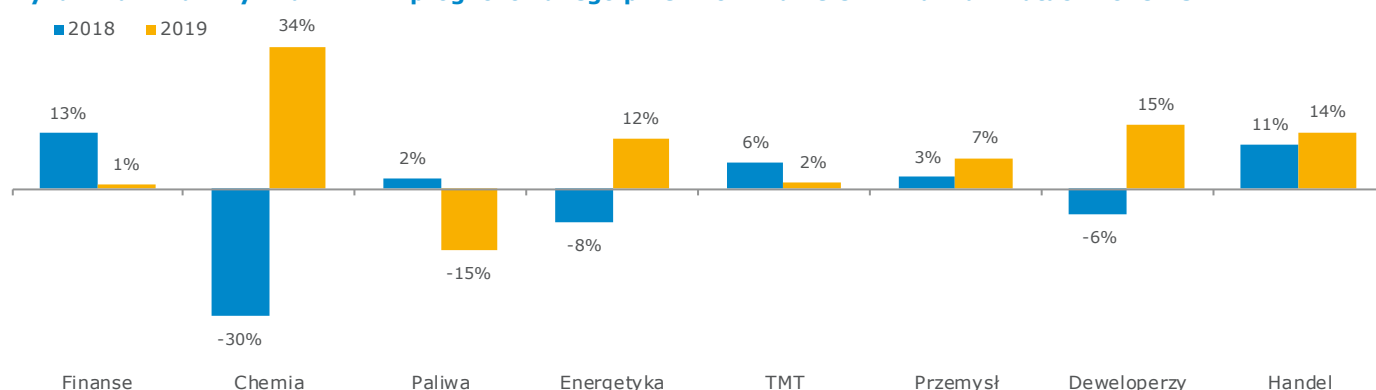
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Potencjał zmiany cen dla sektorów



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

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



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

Odchylenie prognoz Domu Maklerskiego mBanku od konsensusu

Spółka	Rekomendacja mDM	TP mDM ¹	Rekomendacje ²			TP kons. ³	Różnica TP mDM / kons.	Zysk netto mDM / kons.			EBITDA mDM / kons.			Liczba prognoz ⁴
			▲	►	▼			2018	2019	2020	2018	2019	2020	
Finanse														
Alior Bank	kupuj	87,00	14	1	1	76,38	+13,9%	-2%	+15%	+16%				14/-
Handlowy	trzymaj	65,50	1	8	3	71,61	-8,5%	+2%	+7%	+0%				11/-
ING BSK	trzymaj	191,80	5	5	3	196,67	-2,5%	-1%	-3%	+1%				11/-
Millennium	akumuluj	10,00	4	8	2	9,78	+2,3%	-2%	-9%	+3%				12/-
Pekao	kupuj	131,80	15	4	0	132,96	-0,9%	+1%	+6%	+5%				15/-
PKO BP	trzymaj	40,92	8	9	2	42,86	-4,5%	+0%	+3%	-1%				14/-
Santander Bank Polska	trzymaj	388,00	8	8	0	402,44	-3,6%	+9%	+0%	+5%				12/-
Komercni Banka	akumuluj	1 000,0	10	6	0	1 022,6	-2,2%	+1%	+6%	+8%				11/-
Erste Bank	kupuj	43,72	18	6	0	39,69	+10,2%	+2%	+2%	+3%				13/-
OTP Bank	akumuluj	13 046	10	2	3	12 572	+3,8%	+1%	+2%	-				10/-
PZU	akumuluj	46,50	6	4	1	45,69	+1,8%	+1%	+2%	+1%				7/-
Kruk	kupuj	279,32	6	1	1	226,02	+23,6%	+1%	+5%	+9%				7/-
Chemia														
Ciech	kupuj	75,82	12	0	0	64,77	+17,1%	-17%	+9%	+18%	+1%	+7%	+11%	9/10
Grupa Azoty	trzymaj	43,20	4	4	1	46,88	-7,8%	-56%	-34%	-58%	-9%	-9%	-17%	6/6
Paliwa														
Lotos	sprzedaj	65,18	8	4	3	91,91	-29,1%	+22%	-28%	-39%	+2%	-14%	-23%	11/14
MOL	trzymaj	3 423,0	9	3	0	3 611,1	-5,2%	+11%	-38%	-26%	+4%	-13%	-7%	10/10
PGNiG	trzymaj	7,08	6	2	4	7,12	-0,6%	-14%	-1%	+8%	-7%	-1%	+4%	8/7
PKN Orlen	sprzedaj	81,22	3	7	9	106,36	-23,6%	-2%	-32%	-40%	+15%	-21%	-27%	18/18
Energetyka														
CEZ	trzymaj	537,80	5	9	2	579,09	-7,1%	-4%	-8%	-14%	-1%	-4%	-6%	8/8
Enea	kupuj	13,12	6	3	1	11,18	+17,3%	-10%	+9%	+8%	-3%	+6%	+6%	6/8
Energa	kupuj	13,26	5	4	1	10,41	+27,4%	+21%	+3%	+1%	-1%	+1%	+2%	7/7
PGE	kupuj	14,47	6	5	2	11,90	+21,6%	-18%	+2%	+10%	-6%	+2%	+4%	8/7
Tauron	kupuj	3,12	2	7	4	2,24	+39,1%	+4%	+22%	+30%	+0%	+10%	+11%	8/8
TMT														
Netia	trzymaj	4,70	3	3	2	5,02	-6,4%	+4%	-2%	-13%	-2%	+0%	-0%	4/6
Orange Polska	kupuj	6,40	7	5	4	5,38	+19,0%	-	+34%	+18%	+1%	-1%	+1%	7/12
Play	trzymaj	21,30	7	6	1	23,65	-9,9%	-1%	-9%	-12%	-2%	-2%	-3%	14/11
Agora	kupuj	16,00	2	3	0	12,30	+30,1%	+40%	+269%	+149%	+17%	-4%	+3%	3/4
Cyfrowy Polsat	trzymaj	23,20	5	8	0	25,83	-10,2%	-1%	-5%	+2%	-1%	-3%	-3%	13/13
Wirtualna Polska	akumuluj	61,50	6	0	0	62,60	-1,8%	-4%	+3%	+4%	-1%	+1%	+0%	5/5
Asseco Poland	trzymaj	53,00	4	5	0	50,15	+5,7%	-4%	-3%	-6%	-3%	-2%	-2%	4/4
Asseco BS	przeważaj	-	2	1	0	29,90	-	+1%	+1%	+3%	+2%	+2%	+3%	2/2
Asseco SEE	przeważaj	-	3	0	0	17,90	-	+0%	-1%	-1%	+0%	+1%	+4%	2/3
CD Projekt	akumuluj	217,70	10	2	1	217,78	-0,0%	-21%	-92%	+48%	-24%	-92%	+27%	10/10
Comarch	kupuj	195,00	1	4	1	170,83	+14,2%	-2%	+13%	+15%	+14%	+20%	+21%	3/3
Przemysł														
AC	przeważaj	-	3	0	0	48,10	-	-2%	+0%	-1%	-2%	-0%	-1%	3/3
Alumetal	równoważ	-	4	2	0	53,45	-	-2%	+12%	+2%	+2%	+7%	-1%	5/5
Amica	przeważaj	-	3	2	0	145,70	-	+3%	+8%	+5%	-0%	+1%	-2%	5/5
Apator	przeważaj	-	2	2	0	-	-	+9%	+19%	+11%	+8%	+12%	+10%	2/2
Famur	kupuj	6,61	5	1	0	6,42	+2,9%	-1%	+2%	+8%	-1%	-3%	-2%	7/6
Forte	równoważ	-	2	3	2	32,53	-	-27%	-43%	-45%	+1%	-10%	-7%	5/5
Grupa Kęty	trzymaj	324,30	3	8	0	368,87	-12,1%	+0%	-11%	-6%	-0%	-7%	-6%	8/8
JSW	trzymaj	60,68	5	6	3	75,69	-19,8%	+25%	-38%	-60%	+15%	-25%	-24%	12/11
Kernel	kupuj	62,86	5	2	0	69,37	-9,4%	-18%	+18%	+16%	-10%	+8%	+16%	4/3
KGHM	trzymaj	92,41	3	6	9	88,96	+3,9%	-17%	-3%	-10%	+2%	-3%	-5%	13/13
Pfleiderer Group	równoważ	-	6	1	1	46,00	-	+5%	-2%	+3%	+0%	-6%	-4%	3/3
Deweloperzy														
Atal	kupuj	42,86	4	0	0	40,45	+6,0%	-0%	+5%	+2%	-0%	+6%	+3%	4/4
Dom Development	akumuluj	84,10	4	2	0	84,42	-0,4%	+1%	-1%	+4%	+2%	-2%	+9%	6/5
GTC	zawieszona	-	7	1	0	10,50	-	-	-	-	-	-	-	7/5
Handel														
AmRest	akumuluj	46,00	7	2	0	47,83	-3,8%	+3%	-3%	-3%	-1%	-5%	-4%	9/8
CCC	kupuj	291,00	8	4	1	260,37	+11,8%	-84%	+21%	+22%	-35%	+2%	+3%	8/9
Dino	trzymaj	105,90	10	7	2	111,02	-4,6%	+1%	+3%	+0%	-0%	-1%	-4%	13/14
Eurocash	redukuj	17,90	5	5	7	19,56	-8,5%	+30%	-14%	-11%	+10%	-5%	-5%	9/11
Jeronimo Martins	trzymaj	13,60	14	8	3	13,82	-1,6%	-3%	-1%	-2%	-1%	+1%	+0%	16/17
LPP	kupuj	9 300,0	5	3	8	8 399,9	+10,7%	-5%	+20%	+22%	-2%	+7%	+8%	11/11
Monnari	niedoważaj	-	2	1	1	9,50	-	+50%	+19%	+30%	+3%	+14%	+23%	4/4
VRG	przeważaj	-	5	0	1	5,05	-	+1%	+23%	+21%	+1%	+19%	+19%	4/4

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

Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Potencjał zmiany	P/E		EV/EBITDA	
							2018	2019	2018	2019
Finanse						+14,2%	12,0	11,5		
Alior Bank	kupuj	2019-02-01	57,50	87,00	62,30	+39,6%	11,4	8,2		
Handlowy	trzymaj	2019-03-05	65,90	65,50	65,90	-0,6%	13,0	12,2		
ING BSK	trzymaj	2019-02-01	191,40	191,80	190,00	+0,9%	16,7	14,9		
Millennium	akumuluj	2019-02-01	8,82	10,00	9,00	+11,1%	14,9	14,8		
Pekao	kupuj	2019-02-01	110,60	131,80	112,50	+17,2%	13,4	11,5		
PKO BP	trzymaj	2019-02-01	39,51	40,92	38,65	+5,9%	12,9	11,7		
Santander Bank Polska	trzymaj	2019-02-01	373,80	388,00	380,00	+2,1%	16,2	14,6		
Komercni Banka	akumuluj	2018-12-05	906,50	1 000 CZK	945,00	+5,8%	12,0	11,8		
Erste Bank	kupuj	2019-02-04	31,00	43,72 EUR	33,34	+31,1%	8,2	9,6		
OTP Bank	akumuluj	2018-12-05	11 810	13 046 HUF	12 000	+8,7%	9,9	9,9		
PZU	akumuluj	2019-03-05	42,00	46,50	42,00	+10,7%	11,3	11,1		
Kruk	kupuj	2019-02-04	167,60	279,32	165,00	+69,3%	9,0	7,7		
Skarbiec Holding	kupuj	2018-12-05	23,50	31,36	17,00	+84,5%	5,3	5,0		
Chemia						+12,0%	14,4	14,1	7,2	6,3
Ciech	kupuj	2019-02-04	52,40	75,82	59,90	+26,6%	14,4	9,1	6,7	5,7
Grupa Azoty	trzymaj	2019-03-05	43,88	43,20	43,88	-1,5%	-	19,2	7,8	7,0
Paliwa						-4,7%	8,0	13,6	5,2	5,9
Lotos	sprzedaj	2019-03-05	93,90	65,18	93,90	-30,6%	8,1	15,3	5,9	7,8
MOL	trzymaj	2019-03-05	3 250	3 423 HUF	3 250	+5,3%	8,0	13,6	4,0	4,9
PGNiG	trzymaj	2019-03-05	6,58	7,08	6,58	+7,6%	11,8	9,8	5,3	4,4
PKN Orlen	sprzedaj	2019-03-05	101,50	81,22	101,50	-20,0%	7,9	13,6	5,0	6,9
Energetyka						+16,1%	7,0	5,4	4,3	4,0
CEZ	trzymaj	2019-02-04	568,00	537,80 CZK	545,50	-1,4%	23,5	19,2	8,6	8,1
Enea	kupuj	2019-02-04	10,73	13,12	9,80	+33,9%	7,0	3,8	4,3	3,5
Energa	kupuj	2019-02-04	10,14	13,26	9,33	+42,1%	4,1	5,4	3,9	4,0
PGE	kupuj	2019-02-04	11,86	14,47	10,80	+34,0%	10,4	7,3	4,8	4,0
Tauron	kupuj	2019-02-04	2,37	3,12	2,27	+37,4%	4,1	3,1	3,7	3,8
Telekomunikacja, media, IT						+7,4%	22,8	16,5	6,5	6,0
Netia	trzymaj	2018-11-26	4,66	4,70	4,99	-5,8%	25,9	33,5	5,3	5,7
Orange Polska	kupuj	2018-11-26	4,91	6,40	5,42	+18,1%	-	68,0	4,8	4,6
Play	trzymaj	2019-02-04	22,80	21,30	20,94	+1,7%	7,4	7,4	5,7	5,5
Agora	kupuj	2018-11-27	9,50	16,00	11,60	+37,9%	24,3	38,5	5,0	5,3
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2018-11-26	22,50	23,20	24,72	-6,1%	16,1	14,2	7,3	6,7
Wirtualna Polska	akumuluj	2019-02-04	58,40	61,50	55,40	+11,0%	22,8	17,4	11,5	9,3
Asseco Poland	trzymaj	2019-03-05	54,30	53,00	54,30	-2,4%	13,5	15,3	8,7	8,7
CD Projekt	akumuluj	2019-02-04	190,00	217,70	189,40	+14,9%	-	-	-	-
Comarch	kupuj	2019-03-05	162,50	195,00	162,50	+20,0%	25,6	15,6	7,4	6,4
Przemysł, surowce						+3,6%	14,0	10,3	6,7	5,5
Famur	kupuj	2019-02-04	4,98	6,61	4,91	+34,6%	13,8	11,1	6,4	5,5
Grupa Kęty	trzymaj	2019-01-18	336,50	324,30	334,50	-3,0%	12,1	13,3	8,6	8,9
JSW	trzymaj	2019-02-20	59,96	60,68	57,86	+4,9%	2,9	9,4	1,1	2,7
Kemel	kupuj	2019-03-05	49,20	62,86	49,20	+27,8%	20,6	5,7	7,6	5,4
KGHM	trzymaj	2019-02-04	94,16	92,41	101,20	-8,7%	14,2	8,7	5,3	4,5
Stelmet	trzymaj	2019-03-05	10,25	8,36	10,25	-18,4%	31,4	29,5	7,0	8,2
Deweloperzy						+15,9%	7,4	7,8	6,6	7,1
Atal	kupuj	2018-07-04	36,40	42,86	36,20	+18,4%	7,4	7,8	6,6	7,1
Dom Development	akumuluj	2019-02-04	75,00	84,10	73,80	+14,0%	8,2	8,5	6,6	7,1
GTC	zawieszona	2019-03-05	9,03	-	9,03	-	-	-	-	-
Handel						+11,6%	27,3	22,7	14,8	10,7
AmRest	akumuluj	2019-03-05	41,40	46,00	41,40	+11,1%	47,5	36,1	16,1	13,4
CCC	kupuj	2019-02-04	178,80	291,00	188,00	+54,8%	-	16,5	26,1	10,6
Dino	trzymaj	2019-02-04	100,30	105,90	109,70	-3,5%	35,1	26,1	21,3	16,3
Eurocash	redukuj	2019-02-04	20,13	17,90	20,91	-14,4%	26,5	29,9	8,0	8,1
Jeronimo Martins	trzymaj	2019-03-05	13,40	13,60 EUR	13,40	+1,5%	21,1	19,3	9,2	8,4
LPP	kupuj	2019-03-05	7 990	9 300	7 990	+16,4%	27,3	18,6	13,4	10,7
Inne						-3,2%	10,1	12,8	8,3	8,4
PBKM	trzymaj	2019-03-05	68,80	66,57	68,80	-3,2%	10,1	12,8	8,3	8,4

Aktualne pozycjonowania Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Pozycjonowanie	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena bieżąca	Zmiana ceny od wydania	P/E		EV/EBITDA	
						2018	2019	2018	2019
Spółki IT						13,6	11,8	5,8	4,9
Ailleron	niedoważaj	2019-01-31	11,75	10,35	-11,9%	15,8	13,3	6,4	5,1
Asseco BS	przeważaj	2019-02-28	26,60	29,70	+11,7%	15,9	15,1	10,5	10,1
Asseco SEE	przeważaj	2018-04-26	11,70	13,10	+12,0%	10,5	10,3	4,7	4,6
Atende	równoważ	2019-01-31	4,40	4,00	-9,1%	11,5	10,0	5,2	4,8
Spółki przemysłowe						9,4	9,3	6,3	6,4
AC	przeważaj	2018-11-30	41,50	47,00	+13,3%	12,0	11,6	8,1	7,8
Alumetal	równoważ	2018-08-23	51,00	43,20	-15,3%	8,7	8,4	6,1	6,6
Amica	przeważaj	2018-09-13	112,80	138,20	+22,5%	9,0	9,3	6,3	5,9
Apator	przeważaj	2019-03-05	26,50	26,50	+0,0%	13,5	12,3	7,9	7,8
Boryszew	równoważ	2018-09-05	6,25	4,56	-27,0%	8,3	8,8	6,8	6,6
Cognor	niedoważaj	2019-03-05	1,94	1,94	+0,0%	5,0	5,2	2,8	3,8
Ergis	przeważaj	2019-02-27	2,75	2,84	+3,3%	6,7	7,1	5,9	5,5
Forte	równoważ	2018-10-31	40,60	24,60	-39,4%	16,6	13,9	10,1	9,3
Impexmetal	równoważ	2018-12-05	3,40	3,48	+2,4%	3,3	3,9	4,8	5,4
Kruszwica	równoważ	2018-10-16	43,90	40,30	-8,2%	11,0	15,0	6,4	7,8
Mangata	równoważ	2018-10-01	65,40	63,80	-2,4%	8,0	9,9	6,0	6,7
Pfleiderer Group	równoważ	2019-02-27	28,40	26,65	-6,2%	17,2	15,4	5,4	5,6
Pozbud	przeważaj	2018-09-04	3,57	2,47	-30,8%	9,4	2,9	7,1	3,0
Tarczyński	niedoważaj	2018-12-05	17,50	17,00	-2,9%	13,2	10,7	5,8	6,4
TIM	przeważaj	2018-12-05	7,48	6,50	-13,1%	10,1	9,2	6,3	6,2
Handel						11,2	9,0	7,3	4,8
Monnari	niedoważaj	2018-12-05	4,75	5,56	+17,1%	5,1	7,9	3,4	2,8
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
Apator	przeważaj	równoważ	- -	2019-02-27
Asseco BS	przeważaj	równoważ	- -	2019-02-28
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
Cognor	niedoważaj	równoważ	- -	2019-03-05
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
Ergis	przeważaj	niedoważaj	- -	2019-02-27
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
Handlowy	redukuj	akumuluj	65,50 PLN	2019-02-01
ING BSK	trzymaj	akumuluj	191,80 PLN	2019-02-01
Jeronimo Martins	kupuj	kupuj	14,60 EUR	2019-02-04
JSW	redukuj	redukuj	60,68 PLN	2019-02-04
JSW	trzymaj	redukuj	60,68 PLN	2019-02-20
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
Millennium	akumuluj	akumuluj	10,00 PLN	2019-02-01
MOL	trzymaj	trzymaj	3433,00 HUF	2019-02-04
Pekao	kupuj	kupuj	131,80 PLN	2019-02-01
Pfleiderer Group	równoważ	niedoważaj	- -	2019-02-27
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
PKO BP	trzymaj	akumuluj	40,92 PLN	2019-02-01
Play	trzymaj	kupuj	21,30 PLN	2019-02-04
PZU	trzymaj	akumuluj	46,50 PLN	2019-02-04
Santander Bank Polska	trzymaj	akumuluj	388,00 PLN	2019-02-01
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

Zmiany rekomendacji w przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AmRest	akumuluj	kupuj	46,00 PLN	2019-03-05
Apator	przeważaj	przeważaj	- -	2019-03-05
Asseco Poland	trzymaj	akumuluj	53,00 PLN	2019-03-05
Comarch	kupuj	trzymaj	195,00 PLN	2019-03-05
Grupa Azoty	trzymaj	trzymaj	43,20 PLN	2019-03-05
GTC	zawieszona	trzymaj	- -	2019-03-05
Handlowy	trzymaj	redukuj	65,50 PLN	2019-03-05
Jeronimo Martins	trzymaj	kupuj	13,60 EUR	2019-03-05
Kernel	kupuj	kupuj	62,86 PLN	2019-03-05
Lotos	sprzedaj	sprzedaj	65,18 PLN	2019-03-05
LPP	kupuj	akumuluj	9300,00 PLN	2019-03-05
MOL	trzymaj	trzymaj	3423,00 HUF	2019-03-05
PBKM	trzymaj	akumuluj	66,57 PLN	2019-03-05
PGNiG	trzymaj	trzymaj	7,08 PLN	2019-03-05
PKN Orlen	sprzedaj	sprzedaj	81,22 PLN	2019-03-05
PZU	akumuluj	trzymaj	46,50 PLN	2019-03-05
Stelmet	trzymaj	trzymaj	8,36 PLN	2019-03-05

Statystyki rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	2	2,9%	1	3,8%
redukuj	1	1,4%	0	0,0%
niedoważaj	4	5,8%	2	7,7%
trzymaj	19	27,5%	7	26,9%
równoważ	8	11,6%	2	7,7%
akumuluj	8	11,6%	4	15,4%
kupuj	18	26,1%	8	30,8%
przeważaj	9	13,0%	2	7,7%

Kalendarium wydarzeń

Data		Wydarzenie	
5 mar	10:00	Play	Telekonferencja po wynikach 4Q'18
5 mar	10:00	Polenergia	Konferencja wynikowa 4Q'18 (Hotel Sheraton, Warszawa)
5 mar	11:30	Ferro	Konferencja wynikowa 4Q'18 (Hotel Sheraton, Warszawa)
5 mar	12:30	Stalexport	Konferencja wynikowa 4Q'18 (GPW Książęca 4, Warszawa)
6 mar	13:00	Zortrax	Spotkania z Zarządem (Dom Handlowy, ul. Mysia 3, Warszawa)
7 mar		Dom Development	Publikacja wyników za 4Q'18
7 mar		Kruk	Publikacja wyników za 4Q'18
8 mar		Agora	Publikacja wyników za 4Q'18
8 mar		ING BSK	Publikacja wyników za 4Q'18
8 mar		Lotos	Publikacja wyników za 4Q'18
8 mar		Mennica Polska	Publikacja wyników za 4Q'18
12 mar		AC Autogaz	Publikacja wyników za 4Q'18
12 mar		PGE	Publikacja wyników za 4Q'18
13 mar		AC Autogaz	Spotkania z Zarządem (mBank, Senatorska 18, Warszawa) - wymagana rejestracja
13 mar		PZU	Publikacja wyników za 4Q'18
14 mar		BNP Paribas	Publikacja wyników za 4Q'18
14 mar		CCC	Publikacja wyników za 4Q'18
14 mar		Dino	Publikacja wyników za 4Q'18
14 mar		Energa	Publikacja wyników za 4Q'18
14 mar		JSW	Publikacja wyników za 4Q'18
14 mar		JWC	Publikacja wyników za 4Q'18
14 mar		KGHM	Publikacja wyników za 4Q'18
14 mar		PGNiG	Publikacja wyników za 4Q'18
14 mar		RBI	Publikacja wyników za 4Q'18
14 mar		Ronson	Publikacja wyników za 4Q'18
15 mar	10:00	JSW	Konferencja wynikowa 4Q'18 (Hotel Warszawa, pl. Powstańców Warszawy 9, Warszawa)
15 mar		Energa	Spotkania z Zarządem (mBank, ul. Senatorska 18, Warszawa) - wymagana rejestracja
15 mar		Torpol	Publikacja wyników za 4Q'18
18 mar		Eurocash	Publikacja wyników za 4Q'18
19 mar	16:00	CEZ	Konferencja wynikowa 4Q'18 (Telekonferencja z Zarządem; +44 207 194 3759; PIN: 71206829#)
19 mar		Atal	Publikacja wyników za 4Q'18
19 mar		CEZ	Publikacja wyników za 4Q'18
19 mar		VRG	Publikacja wyników za 4Q'18
21 mar		Alumetal	Publikacja wyników za 4Q'18
21 mar		CD Projekt	Publikacja wyników za 4Q'18
21 mar		Cyfrowy Polsat	Publikacja wyników za 4Q'18
21 mar		Echo Investment	Publikacja wyników za 4Q'18
21 mar		Enea/LWB	Publikacja wyników za 4Q'18
21 mar		GTC	Publikacja wyników za 4Q'18
21 mar		LC Corp	Publikacja wyników za 4Q'18
21 mar		PKP Cargo	Publikacja wyników za 4Q'18
21 mar		Ten Square Games	Publikacja wyników za 4Q'18
22 mar		Citi Handlowy	Publikacja wyników za 4Q'18
22 mar		Neuca	Publikacja wyników za 4Q'18
25 mar		Asseco Poland	Publikacja wyników za 4Q'18
26 mar		Budimex	Publikacja wyników za 4Q'18
26 mar		Ciech	Publikacja wyników za 4Q'18
26 mar		Wirtualna Polska	Publikacja wyników za 4Q'18
27 mar		11 bit studios	Publikacja wyników za 4Q'18
27 mar		Lokum	Publikacja wyników za 4Q'18
28 mar		Atende	Publikacja wyników za 4Q'18
28 mar		Benefit Systems	Publikacja wyników za 4Q'18
28 mar		Erbud	Publikacja wyników za 4Q'18
28 mar		Unibep	Publikacja wyników za 4Q'18
29 mar		Erste Bank	Publikacja wyników za 4Q'18
29 mar		Kruszwica	Publikacja wyników za 4Q'18
29 mar		Tarczyński	Publikacja wyników za 4Q'18
31 mar		Skarbiec	Publikacja wyników za 2Q'18/19

Makroekonomia

PKB za 4Q zgodny z oczekiwaniami

Zgodnie odczytem flash PKB wzrósł w IV kwartale o 4,9% r/r, czyli bez większych odchyleń w stosunku do prognoz i blisko dolnego przedziału szacunków wzrostu PKB na podstawie danych rocznych. Wysoki, bliski 5% wzrost odzwierciedla jednak w dużej mierze solidną bazę wygenerowaną przez pierwsze trzy kwartały roku – sama końcówka roku była już słabsza i wynik ten (+0,5% q/q) jest zbliżony ze wskazaniami płynącymi z danych o większej częstotliwości. Na ich podstawie szacujemy, że w ostatnich trzech miesiącach roku zawiodła zarówno konsumpcja prywatna (spowolnienie z 4,5 do ok. 4,0% r/r), jak i inwestycje (z 9,9 do 6,8% r/r). Większemu spowolnieniu zapobiegło zaskakujące (zwłaszcza w świetle danych o deficycie handlowym) pojawienie się dodatniego wkładu eksportu netto. Ciekawsze są implikacje danych dla kolejnych kwartałów. Po pierwsze, pokazują one, że polski wzrost PKB nie jest niewrażliwy na zmiany koniunktury zagranicą i obserwowane od początku 2018 r. spowolnienie w strefie euro znajduje odzwierciedlenie w danych dla Polski. Po drugie, słaby wynik IV kwartału zmniejsza nieco „nawis”, jaki dla statystyk w 2019 r. stanowią dane z końcówki 2018 r. Jednocześnie, jeśli prawdą jest że krótkoterminowe momentum polskiej gospodarki przesunęło się z przedziału 1-1,5% q/q do 0,5% q/q (a wskaźniki koniunktury dobitnie to potwierdzają), to wysokie odczyty z początku 2018 r. generują potężną bazę dla PKB na początku b.r. W konsekwencji, uważamy, że konsensus rynkowy nie docenia potencjału do spowolnienia PKB w I kwartale. Ścieżce wzrostu gospodarczego w tym roku daleko będzie do gładkości, która wydaje się dominować w prognozach. Naszym zdaniem już w I kwartale PKB spowolni poniżej 4% r/r.

RPP bez zmiany stóp

Na lutowym posiedzeniu, zgodnie z oczekiwaniami, stopy procentowe zostały utrzymane bez zmian, a ogólne podejście do polityki pieniężnej (silna preferencja do utrzymywania stóp bez zmian do końca kadencji obecnej Rady) zostało potwierdzone. Duża część komunikatu po posiedzeniu i wypowiedzi z samej konferencji prasowej mogłyby zostać w zasadzie skopiowane ze stycznia, bez utraty wartości informacyjnej. Tym niemniej, kilka zmian z dokumentu i z wypowiedzi prezesa Głapińskiego daje się wyczytać (uwaga – będziemy tutaj czytać między wierszami!). Po pierwsze, ocena stanu gospodarki światowej jest bardziej pesymistyczna i wielką klamrą spina się to z prognozami pogorszenia koniunktury na świecie, na które od miesięcy Głapiński wskazywał. To można było wyczytać bezpośrednio. Po drugie, i tu już wkraczamy między wiersze, wprowadzie forward guidance wydaje się nieco mniej gołębie (teraz – stopy bez zmian „prawdopodobnie” również w 2020 r., ani słowa o końcu kadencji), ale nie jest to naszym zdaniem celowy zabieg komunikacyjny, a raczej przejaw naturalnej zmienności retoryki obecnej RPP. Rada nie odnalazła w sobie jastrzębiego genu pod wpływem niższych danych o inflacji. Po trzecie, odnosząc się do następnego ruchu na stopach procentowych, prezes Głapiński wspominał, że „za parę lat być może” będzie trzeba stopy procentowe podwyższać lub obniżać. To w pełni symetryczne traktowanie cięć i podwyżek stóp procentowych to w retoryce RPP nowość. Do tej pory na konferencjach pojawiały się twarde argumenty przeciwko ewentualnym obniżkom (stabilność finansowa). Pasuje to jednak do wzmiarki z poprzedniej konferencji o mniej niekorzystnym szacunkowym wpływie cięć stóp na wynik odsetkowy sektora bankowego. Wydaje nam się tym samym, że RPP może być bliższa myśleniu o łagodzeniu polityki pieniężnej niż wielu analitykom się wydaje, a bilans ryzyk dla płaskiej ścieżki stóp wcale nie jest przesunięty w stronę ich wzrostu. Konwencjonalne cięcia stóp procentowych, przestrzeń na które przecież jest, miałyby też sens jako ruch

poprzedzający stosowanie niekonwencjonalnych instrumentów. Wreszcie, odnosimy wrażenie, że RPP wciąż żyje swoim triumfem nad prognozującymi podwyżki stop procentowych analitykami i w sprzyjających okolicznościach odpowiedź na pytanie o łagodzenie polityki pieniężnej w Polsce w przyszłości mogłaby być bardziej konkretna. Pragniemy zwrócić uwagę czytelników na fakt, że prezes Głapiński pytany o zmiany stóp procentowych koncentruje się na odpowiedzi na pytanie, dlaczego stóp nie podnosi. Cytowane argumenty (osłabienie wzrostu, niska inflacja, zrównoważenie gospodarki) na pewno nie są argumentami, które sugerowałyby retorykę na bardziej jastrzębie terytorium. Być może ten etap myślenia o zmianie powoli się zamyka, a pytania na konferencjach powinny koncentrować się raczej na możliwościach łagodzenia polityki pieniężnej.

Produkcja przemysłowa

Produkcja przemysłowa wzrosła w styczniu o 6,1% r/r, bijąc na głowę praktycznie wszystkie prognozy (konsensus ok. 4%, nasza prognoza 3,1% r/r). Solidne przyspieszenie produkcji wydarzyło się pomimo stabilnego układu dni roboczych oraz negatywnych sygnałów wysyłanych od miesięcy przez wszystkie wskaźniki koniunktury (różniło je tylko ich natężenie, nie kierunek). W ujęciu miesięcznym produkcja wzrosła o 1,7% m/m i jest to najlepszy jednorazowy wynik przemysłu od maja. Trend spadkowy w dynamice produkcji przemysłowej utrzymał się wprawdzie, choć oczywiście styczniowe dane nie wskazują, aby jego nachylenie zmniejszyło się w styczniu w stopniu oczekiwanym przez nas. Przegląd szczegółów odczytu nie wskazuje na działanie czynników jednorazowych – przyspieszenie było powszechne i opierało się o wiele gałęzi przemysłu. W szczególności, niepełna „wylizanka” dynamik z poszczególnych branż nie wskazuje na istotne spadki produkcji w sekcjach eksportowych. Dobrze również wyglądają gałęzie nastawione na rynek wewnętrzny, ale nie na zaopatrywanie budownictwa (produkcja napojów, wyrobów chemicznych). Produkcja budowlano-montażowa wzrosła w styczniu o 3,2% r/r, znacznie poniżej konsensusu (ok. 8% r/r), ale blisko naszej prognozy wynoszącej 2%. Głównym czynnikiem przemawiającym za spowolnieniem w budownictwie był silny efekt bazy, który szacujemy na ponad 8 pkt. proc. (cały I kwartał 2018 r. był rekordowy pod względem przyrostu produkcji w budownictwie). W samym styczniu produkcja wzrosła o 3,2% m/m po wyłączeniu czynników sezonowych i kalendarzowych, co należy uznać za dobry wynik zważywszy na niekorzystne warunki atmosferyczne panujące w tym miesiącu – ich efekt jest widoczny najprawdopodobniej tylko w dwucyfrowym spadku produkcji w sekcji robót specjalistycznych. Perspektywy dla sektora budowlanego w rozpoczynającym się roku wyznacza trajektoria inwestycji publicznych. Według naszych szacunków opartych o kontraktację środków UE, plany budżetowe samorządów i stan przetargów, przyrost inwestycji publicznych w tym roku będzie niewielki (choć dodatni), co znajdzie odzwierciedlenie w spowolnieniu produkcji budowlanej.

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna w styczniu wzrosła o 5,2% r/r w cenach stałych, zgodnie z konsensem rynkowym, ale powyżej naszej prognozy (4,4% r/r). Przegląd szczegółów publikacji ujawnia jedno źródło pomyłki: sprzedaż żywności odbiła po słabym grudniu w sposób znacznie bardziej zdecydowany niż pierwotnie szacowaliśmy (z -1,4 do 6,1% r/r, ceny bieżące). Zachowanie pozostałych kategorii nie przynosi już znaczących niespodzianek: (1) sprzedaż paliw spowolniła za sprawą efektu cenowego, częściowo zrównoważonego przez wyższy wolumen sprzedaży; (2) sprzedaż dóbr trwałych i półtrwałych przyspieszyła minimalnie, o maks. 2 pkt. proc;

(3) stabilizacja dynamiki sprzedaży w pozostałych sklepach niewyspecjalizowanych to zapewne wypadkowa mniejszej liczby dni handlowych i odbicia po relatywnie słabym grudniu; (4) zdominowana przez materiały budowlane kategoria Pozostałe spowolniła z 10,9 do 4,9% r/r, co można przypisać mniejszej aktywności mieszkaniowej. W konsekwencji, miary „bazowej” sprzedaży detalicznej spowolniły. Przytoczymy tylko jedną z nich – dynamika sprzedaży realnej po wyłączeniu żywności i paliw spadła z 6,5 do 5,0% r/r. Trend spadkowy w sprzedaży detalicznej jest zatem utrzymany.

Rynek pracy

W styczniu przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 2,9% r/r (poprzedni miesiąc 2,8% r/r, konsensus i nasza prognoza 2,0% r/r). Komentując pozytywną niespodziankę, trzeba mieć jednak na uwadze, że zmiana zatrudnienia w styczniu jest przede wszystkim wynikiem dostosowania przez GUS sektora przedsiębiorstw do zmian w zatrudnieniu w przedsiębiorstwach w poprzednim roku (część firm „wpada” do sektora 9+, część z niego „wypada”). Ten styczniowy „skok” na zatrudnieniu jest zatem echem przyrostów liczby pracujących rok wcześniej, a tegoroczny wynik, choć dość wysoki, mieści się w zakresie prostych szacunków opartych o wzrost liczby etatów na przestrzeni roku poprzedniego. Dla określenia faktycznego tempa przyrostu zatrudnienia w tym roku konieczna będzie obserwacja odczytów z kolejnych miesięcy. Sygnały w tej kwestii należy określić jako w najlepszym razie mieszane. Z jednej strony bowiem, szeroki katalog miękkich i twardych wskaźników sugeruje spadek / spowolnienie popytu na pracę w warunkach bardziej wymagającego otoczenia makroekonomicznego. Ponadto, fala imigracji zarobkowej do Polski wyhamowała w sposób znaczący, co sugeruje wzmocnienie ograniczeń podażyowych na rynku pracy. Z drugiej strony, ostatnie badania koniunktury NBP (stojąc w sprzeczności z PMI i analogicznymi wynikami z ankiet GUS) wskazywały na rekordowo wysokie plany zwiększania zatrudnienia. Ważąc wszystkie dostępne dane, oczekujemy w tym roku dalszego spadku dynamiki zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw.

Przeciętne wynagrodzenie brutto wzrosło w styczniu o 7,5% r/r, przebijając oczekiwania rynku (6,8-6,9% r/r) i naszą prognozę (7,1% r/r). W tym przypadku wpływ corocznej aktualizacji próby jest nieznaczący, podobnie jak efekty podwyżki płacy minimalnej. W naszej opinii główną przyczyną przyspieszenia po stronie płac był silny efekt (niskiej) bazy w kategorii przetwórstwo, zaskoczenie zaś można z powodzeniem przypisać zachowaniu górnictwa lub niespodziankom w sektorach usługowych. Wynik stycznia wskazuje, niezależnie od przyczyn zaskoczenia, że wzrost wynagrodzeń wytracił impet – dynamika roczna pozostaje wszakże zbliżona do 7% r/r drugi rok z rzędu.

Pytanie na 2019 dotyczy łącznego wpływu okrojenia podaży i spowolnienia popytu na pracę na jej cenę (czyli na wynagrodzenia). W naszej opinii nieznaczną przewagę powinny zyskać efekty popytowe, co skutkować będzie nieco wolniejszym niż w 2018 r. wzrostem płac (ok. 6-6,5% r/r). W ujęciu realnym wzrost wynagrodzeń i funduszu płac pozostanie wysoki (szczególnie, że wyższa dynamika w sektorze publicznym powinna częściowo równoważyć wspomniane niekorzystne tendencje), co wesprze wzrost konsumpcji prywatnej.

Inflacja

Inflacja w styczniu wyniosła 0,9% r/r i była nieco niższa od konsensusu wynoszącego (1,0% r/r). Jak wskazywaliśmy wielokrotnie w naszych komentarzach, styczniowe dane były obciążone ogromną niepewnością związaną z kształtowaniem się cen administrowanych i zmianami cenników firm w reakcji na wzrosty kosztów w roku ubiegłym. Część tej niepewności rozwiewa dzisiejszy odczyt, na resztę należy poczekać do publikacji danych lutowych i rewizji koszyka CPI. Co zatem wiadomo? Ceny żywności, napojów bezalkoholowych, alkoholowych i wyrobów tytoniowych wzrosły w styczniu o 0,9% m/m, implikując nieco większy od naszych założeń wzrost cen żywności. Ceny w transporcie spadły o 1,9% m/m – zakładając, że nie pomyliliśmy się co do cen paliw płynnych, oznacza to minimalny spadek cen usług transportowych i przyspieszenie na bazie rocznej w tej kategorii. Wreszcie, najciekawsza w tej układance jest kategoria Mieszkanie – tutaj w styczniu ceny spadły o 0,7% m/m. W powiązaniu z dopiskiem na temat uwzględnienia zapisów ustawy mrożącej ceny energii oznacza to, że w cenach energii elektrycznej w styczniu GUS zaprotokołował minus z uwagi na niższą akcyzę i opłatę przejściową. Wracamy zatem do scenariusza kreślonego przez nas w styczniu. Przypomnijmy go - z uwagi na przesunięcia czasowe we wdrażaniu poszczególnych komponentów pakietu mrożącego, po spadku cen energii elektrycznej w styczniu następuje wzrost cen w lutym lub marcu (summa summarum brak zmian w stosunku do poziomów cen z 2018 r.). Jednocześnie, spadek cen w kategorii Mieszkanie (o 0,7% m/m) implikuje niewielkie tylko wzrosty cen w „bazowej” części tej kategorii. W szczególności, ceny wywozu śmieci najprawdopodobniej nie wzrosły w skali przez nas zakładanej (20-30%).

mBank Research

(E. Pytlarczyk, M. Mazurek, P. Bartkiewicz, K. Klimas)
research@mBank.pl

Finanse

Alior Bank kupuj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj dla Alior Banku a sam bank pozostaje naszym 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 15%-16% 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 874 mln PLN co oznacza, że wzrost wyników R/R (bez zdarzeń jednorazowych) wynosi 13%. Głównym motorem napędowym wyników powinien być wynik odsetkowy, który naszym zdaniem wzrośnie o 320 mln PLN brutto (wzrost 228 mln PLN w 2018). Jednocześnie nasza prognoza na 2019 rok zawiera dość konserwatywnie założoną karę związaną z W Investment w wysokości 50 mln PLN (spekulowana wartość kary dla Raiffeisen Polbank). Oprócz dobrych wyników w 2019 roku kluczową dla sentymentu uważamy stabilizację składu Zarządu banku, którego ostatnie rotacje nie były najlepiej odbierane przez uczestników rynku. Finalnie, pozytywnie odbieramy wyraźne wsparcie PZU zmanifestowane przez obecność przewodniczącego RN a zarazem CFO PZU na ostatniej w 2018 roku telekonferencji z Zarządem. Alior Bank pozostaje nadal najbardziej niedowartościowanym bankiem w polskim sektorze bankowym.

Cena bieżąca

62,30 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

87,00 PLN

+39,6%

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

Podstawowe dane			ALR PW	vs. WIG
Ticker	ALR PW	Zmiana 1M	+6,5%	+7,8%
ISIN	PLALIOR00045	Zmiana YTD	+17,2%	+13,4%
Liczba akcji (mln)	129,3	Średni obrót 1M	13,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	8 052,8	Średni obrót 6M	18,0 mln PLN	
		P/E 12M fwd	9,4	-30,1%
Free float	74,8%	P/E 5Y avg	13,4	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018	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	10,9	15,6	11,4	8,2	7,2
P/BV	1,3	1,2	1,1	1,0	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			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	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	2 841	3 085	3 417	3 654	3 873
Wynik prowizyjny	453	436	434	441	447
Wynik handlowy	376	476	479	488	498
Pozostałe przychody netto	127	127	140	147	154
Wynik pozaodsetkowy	956	1 039	1 053	1 077	1 100
WNDB	3 797	4 124	4 470	4 731	4 973
Koszty operacyjne	1 930	1 847	1 705	1 903	1 940
Zysk operacyjny	1 867	2 277	2 575	2 828	3 033
Saldo rezerw	930	1 080	1 026	1 095	1 157
Udział w jednostkach zał	0	0	0	0	1
Wynik brutto	937	1 196	1 549	1 733	1 875
Podatek	221	275	325	364	394
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	201	208	237	256	274
Zysk netto	515	713	987	1 113	1 207

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2019-20)	0	0%
Korekta o PV	281	2%
Etap II (2021-35)	10 176	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)	106,80	
Cena docelowa za 9M (PLN)	113,60	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	6 987	53%
Etap I (2018-20)	1 235	9%
Korekta o PV	785	6%
Etap II (2021-35)	3 582	27%
Etap III (2036-55)	667	5%
Wartość godziwa	13 255	100%
Liczba akcji (mln)	129	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	102,55	
Cena docelowa za 9M (PLN)	109,08	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	13 804
Zyski ekonomiczne	50%	13 255
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 trzymaj (podwyższona)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Po spadku kursu akcji podwyższamy naszą rekomendację redukuj do trzymaj dla Banku Handlowego. Nasza cena docelowa uwzględnia płaskie środowisko stóp procentowych na 2020 rok. Bank Handlowy jest najbardziej wrażliwym bankiem na ruchy stóp ze względu na jego znaczący udział kredytów konsumenckich w aktywach (37% sumy kredytów). Uważamy, że premia za jaką bank był notowany historycznie będzie musiała ulec znaczącej redukcji ze względu na zmianę charakteru banku ze spółki dywidendowej na wzrostową. Niemniej jednak jednocześnie Bank Handlowy zaprezentował rozczarowującą strategię rynkową, która zakłada powolny wzrost kredytów konsumenckich. Dodatkowo bank ma jedną z najmniejszych sieci placówek, co nie będzie wspierać sprzedaży. 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%. 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.). Finalnie 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

65,90 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

65,50 PLN

-0,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	65,50 PLN	2019-03-05	
poprzednia	redukuj	65,50 PLN	2019-02-01	
Podstawowe dane			BHW PW	vs. WIG
Ticker	BHW PW	Zmiana 1M	-4,8%	-3,5%
ISIN	PLBH00000012	Zmiana YTD	-4,6%	-8,4%
Liczba akcji (mln)	130,7	Średni obrót 1M	3,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	8 610,5	Średni obrót 6M	3,1 mln PLN	
		P/E 12M fwd	12,9	-16,8%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	15,5	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018	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	14,3	16,1	13,0	12,2	12,1
P/BV	1,3	1,2	1,2	1,2	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	7,1%	7,0%	6,2%	5,8%	6,1%
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	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	1 082	1 108	1 188	1 221	1 283
Wynik prowizyjny	581	550	568	587	606
Wynik handlowy	396	487	528	541	554
Pozostałe przychody netto	21	15	44	46	47
Wynik pozaodsetkowy	997	1 052	1 140	1 173	1 208
WNDB	2 079	2 159	2 328	2 394	2 491
Koszty operacyjne	1 192	-1 180	1 246	1 278	1 305
Zysk operacyjny	888	980	1 082	1 116	1 186
Saldo rezerw	103	64	79	96	103
Udział w jednostkach zał	0	0	0	0	0
Wynik brutto	785	916	1 002	1 021	1 082
Podatek	172	190	207	211	224
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	78	87	90	97	97
Zysk netto	536	639	705	712	761

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2019-20)	907	10%
Korekta o PV	177	2%
Etap II (2021-35)	6 259	69%
Etap III (2036-55)	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 (2018-20)	138	1%
Korekta o PV	544	6%
Etap II (2021-35)	156	2%
Etap III (2036-55)	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	

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Kredyty netto	17 854	19 802	21 659	23 246	24 924
Pozostałe aktywa	25 184	29 503	26 275	27 133	28 023
Aktywa razem	43 038	49 305	47 934	50 379	52 947
Depozyty	32 137	38 334	27 337	27 870	28 416
Pozostałe zobowiązania	3 962	3 914	13 324	15 053	16 778
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	0
Kapitały własne	6 939	7 057	7 273	7 456	7 752

Wskaźniki

(%)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
NIM	2,5%	2,5%	2,7%	2,6%	2,6%
C/I	57,9%	54,6%	53,5%	53,4%	52,4%
CoR	0,6%	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%
NPL Ratio	3,5%	3,0%	3,1%	4,1%	4,1%
Tier 1	17,9%	16,8%	16,8%	16,9%	17,0%

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	9 011
Zyski ekonomiczne	50%	9 187
Średnia wartość godziwa 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 12,7%). Podsumowując uważamy, że potencjał wzrostu dla banku wyczerpał się i trudno oczekiwać o pozytywnie zaskoczenie na wynikach czy dywidendzie w 2019 roku.

Cena bieżąca
Cena docelowa

190,00 PLN
191,80 PLN
potencjał zmiany
+0,9%

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

Podstawowe dane		ING PW	vs. WIG
Ticker	ING PW	Zmiana 1M	-0,5% +0,7%
ISIN	PLBSK0000017	Zmiana YTD	+5,6% +1,7%
Liczba akcji (mln)	130,1	Średni obrót 1M	2,1 mln PLN
MC (mln PLN)	24 719,0	Średni obrót 6M	2,4 mln PLN
		P/E 12M fwd	14,6 -6,9%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	15,7 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018	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	19,7	17,6	16,7	14,9	13,3
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		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	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	3 453	3 760	4 139	4 570	4 980
Wynik prowizyjny	1 183	1 305	1 327	1 360	1 424
Wynik handlowy	117	154	137	144	151
Pozostałe przychody netto	3	14	17	17	18
Wynik pozaodsetkowy	1 303	1 473	1 481	1 521	1 593
WNDB	4 756	5 233	5 620	6 091	6 573
Koszty operacyjne	2 123	2 327	2 429	2 524	2 613
Zysk operacyjny	2 633	2 906	3 191	3 567	3 960
Saldo rezerw	421	501	579	642	713
Udział w jednostkach zał	0	0	12	25	24
Wynik brutto	2 212	2 405	2 625	2 951	3 272
Podatek	479	507	551	620	687
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	330	372	415	475	522
Zysk netto	1 403	1 526	1 658	1 856	2 062

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2019-20)	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 jak i prognozy uwzględniają brak podwyżek stóp procentowych w 2020 rok jak i 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%. Z drugiej strony Zarząd Banku oczekuje 2019 ROE blisko 10% wobec naszych bardziej konserwatywnych 8,5%. Finalnie szacujemy, że ewentualne wejście w życie ustawy CHF spowoduje „jedynie” wyzerowanie potencjału wzrostu, który wyznaczamy teraz na 11%.

Cena bieżąca

9,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

10,00 PLN

+11,1%

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

Podstawowe dane			MIL PW	vs. WIG
Ticker	MIL PW	Zmiana 1M	+2,0%	+3,3%
ISIN	PLBIG0000016	Zmiana YTD	+1,5%	-2,3%
Liczba akcji (mln)	1 213,1	Średni obrót 1M	4,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	10 918,1	Średni obrót 6M	8,4 mln PLN	
		P/E 12M fwd	13,7	+6,8%
Free float	50,0%	P/E 5Y avg	12,8	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018	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	15,6	16,0	14,9	14,8	10,6
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			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	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	1 696	1 817	2 282	2 783	2 950
Wynik prowizyjny	664	661	717	771	801
Wynik handlowy	220	248	276	310	314
Pozostałe przychody netto	70	51	47	48	50
Wynik pozaodsetkowy	953	960	1 039	1 130	1 165
WNDB	2 650	2 778	3 322	3 913	4 114
Koszty operacyjne	1 281	1 332	1 803	1 894	1 887
Zysk operacyjny	1 369	1 445	1 519	2 019	2 228
Saldo rezerw	255	222	308	400	435
Udział w jednostkach zał	0	0	0	0	0
Wynik brutto	1 114	1 223	1 210	1 619	1 792
Podatek	244	264	261	349	386
Zyski mniejszościowych	0	959	0	0	0
Podatek bankowy	188	198	214	244	262
Zysk netto	681	761	735	1 026	1 144

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. W naszych prognozach uwzględniamy płaskie środowisko stóp procentowych w 2020 roku oraz obniżenie wypłaty dywidendy z 90% do 75% w 2019 roku, ale jednocześnie 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 ograniczony, a wpływ ustawy CHF na wyniki i wycenę jest pomijalny. Ze względu na ww. wymienione argumenty oraz bardzo dobre wyniki w 4Q'18 zwiastujące udany 2019 rok, nie zgadzamy się z obecną wyceną rynkową i uważamy, że Pekao zasługuje na lekką premię do sektora i głównego konkurenta PKO BP.

Cena bieżąca

112,50 PLN

potencjał zmiany
Cena docelowa

131,80 PLN

+17,2%

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

Podstawowe dane			PEO PW	vs. WIG
Ticker	PEO PW	Zmiana 1M	+0,3%	+1,5%
ISIN	PLPEKAO000016	Zmiana YTD	+3,2%	-0,6%
Liczba akcji (mln)	262,5	Średni obrót 1M	44,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	29 527,9	Średni obrót 6M	76,6 mln PLN	
		P/E 12M fwd	12,0	-21,9%
Free float	67,2%	P/E 5Y avg	15,3	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018	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	13,0	11,9	13,4	11,5	10,4
P/BV	1,3	1,3	1,3	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	7,7%	7,7%	7,0%	5,6%	6,5%
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	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	4 593	4 994	5 559	6 052	6 523
Wynik prowizyjny	2 353	2 463	2 520	2 593	2 678
Wynik handlowy	255	237	173	184	195
Pozostałe przychody netto	77	137	77	87	97
Wynik pozaodsetkowy	2 685	2 836	2 770	2 863	2 970
WNDB	7 278	7 830	8 329	8 915	9 493
Koszty operacyjne	3 535	3 710	3 728	3 843	3 967
Zysk operacyjny	3 743	4 120	4 601	5 072	5 526
Saldo rezerw	521	511	641	696	757
Udział w jednostkach zał	453	0	0	0	0
Wynik brutto	3 675	3 609	3 960	4 375	4 769
Podatek	677	760	752	831	906
Zyski mniejszościowych	-1	-1	0	0	0
Podatek bankowy	522	562	637	694	753
Zysk netto	2 475	2 287	2 571	2 850	3 110

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

Ze względu na prognozowany brak podwyżek stóp procentowych, 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

38,65 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

40,92 PLN

+5,9%

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

Podstawowe dane			PKO PW	vs. WIG
Ticker	PKO PW	Zmiana 1M	-2,2%	-0,9%
ISIN	PLPKO0000016	Zmiana YTD	-2,1%	-5,9%
Liczba akcji (mln)	1 250,0	Średni obrót 1M	79,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	48 312,5	Średni obrót 6M	105,5 mln PLN	
		P/E 12M fwd	11,8	-9,9%
Free float	70,6%	P/E 5Y avg	13,1	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018	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	16,8	15,6	12,9	11,7	11,1
P/BV	1,5	1,3	1,2	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%	3,9%	4,3%
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	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	8 606	9 353	10 081	10 730	11 385
Wynik prowizyjny	2 969	3 013	3 098	3 189	3 370
Wynik handlowy	518	664	681	695	710
Pozostałe przychody netto	710	630	688	702	716
Wynik pozaodsetkowy	4 197	4 307	4 467	4 586	4 796
WNDB	12 803	13 660	14 548	15 316	16 181
Koszty operacyjne	6 024	6 218	6 431	6 640	6 894
Zysk operacyjny	6 779	7 442	8 117	8 677	9 286
Saldo rezerw	1 620	1 451	1 650	1 873	2 127
Udział w jedn. zal.	22	37	24	25	27
Wynik brutto	5 181	6 028	6 492	6 829	7 186
Podatek	-1 140	-1 336	-1 363	-1 434	-1 509
Zyski mniejszościowych	-5	-1	-2	-2	-2
Podatek bankowy	932	950	994	1 049	1 124
Zysk netto	3 104	3 741	4 132	4 344	4 551

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację 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 obniży naszą cenę docelową o 6,19 PLN/akcję. Osłoda 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). Pozytywnie oceniamy też sprzedaż 1,5 mln akcji rzez DB, a co za tym idzie zakończenie nawisu podaźowego. Uwzględniając dobrą kondycję banku, oczekiwania Zarządu na 2019 rok oraz sowing dywidendę uważamy, że potencjał wzrostu jest mocno ograniczony.

Cena bieżąca	380,00 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	388,00 PLN	+2,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	388,00 PLN	2019-02-01

Podstawowe dane			SPL PW	vs. WIG
Ticker	SPL PW	Zmiana 1M	+1,0%	+2,2%
ISIN	PLBZ000000044	Zmiana YTD	+6,1%	+2,3%
Liczba akcji (mln)	99,2	Średni obrót 1M	23,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	37 709,1	Średni obrót 6M	22,3 mln PLN	
		P/E 12M fwd	14,4	-0,7%
Free float	31,7%	P/E 5Y avg	14,5	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018	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	17,4	17,0	16,2	14,6	12,3
P/BV	1,9	1,7	1,5	1,4	1,4
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%	5,3%	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	2018	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 zał	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

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 na akcję (PLN)		43 294
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 4% 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). Zarząd banku oczekuje w 2019 roku wzrostu dochodów napędzanych przez wynik odsetkowy, lekki wzrost wyniku prowizyjnego, wzrost kosztów w tempie inflacyjnym, niższy potencjał do rozwiązywania rezerw czy wreszcie wzrostu kredytów w średnim-jedno cyfrowym tempie. Uważamy, że utrzymująca się wysoka rentowność Komercni Banka (>14% ROE) pozwala podtrzymać wskaźnik DYield na poziomie około 6% 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

945,00 CZK

potencjał zmiany

Cena docelowa

1 000,00 CZK

+5,8%

	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	+3,3%	+4,5%
ISIN	CZ0008019106	Zmiana YTD	+11,6%	+7,8%
Liczba akcji (mln)	188,9	Średni obrót 1M	112,1 mln CZK	
MC (mld CZK)	178,5	Średni obrót 6M	131,6 mln CZK	
		P/E 12M fwd	12,3	-10,7%
Free float	39,6%	P/E 5Y avg	13,8	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln CZK)	2016	2017	2018	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	13,0	12,0	12,0	11,8	11,3
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	6,6%	4,2%	5,0%	5,5%	5,5%
Zmiana prognoz				2019P	2020P
Wynik odsetkowy				0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny				0,0%	0,0%
Koszty razem				0,0%	0,0%
Saldo rezerw				0,0%	0,0%
Zysk netto				0,0%	0,0%

RZiS

(mln CZK)	2016	2017	2018	2019P	2020P
Wynik odsetkowy netto	21 067	20 808	22 509	24 821	26 493
Wynik prowizyjny	6 683	6 465	6 219	6 290	6 452
Wynik handlowy	3 837	3 576	3 215	3 057	3 149
Pozostałe przychody	170	211	259	233	244
WNDB	31 757	31 060	32 202	34 401	36 339
Koszty operacyjne	-14 033	-13 374	-14 634	-14 876	-15 215
Wynik operacyjny	17 724	17 686	17 569	19 525	21 124
Saldo rezerw	-1 818	391	643	-886	-1 758
Zysk operacyjny netto	15 906	18 077	18 208	18 638	19 366
Zysk jednostek zależnych	967	209	308	211	221
Wyplaty emerytalne	0	0	0	0	0
Zysk brutto	16 873	18 286	18 518	18 849	19 587
Podatek dochodowy	-2 799	-3 012	-3 349	-3 393	-3 526
Zyski mniejszościowych	386	344	324	337	334
Zysk netto	13 688	14 930	14 846	15 119	15 728

Bilans

(mld CZK)	2016	2017	2018	2019P	2020P
Kredyty netto	580	598	625	672	707
Pozostałe aktywa	343	406	435	521	534
Aktywa razem	923	1 004	1 060	1 193	1 241
Depozyty	699	762	812	882	924
Pozostałe zobowiązania	118	142	144	197	195
Udziały mniejszościowe	4	4	3	4	4
Kapitały własne	102	97	100	110	117

Wskaźniki

(%)	2016	2017	2018	2019P	2020P
NIM	2,4%	2,2%	2,3%	2,2%	2,2%
C/I	44,2%	43,1%	45,5%	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%	17,9%	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
Koszt kapitału 9M		950
Cena docelowa za 9M (CZK)		1 000

Erste Bank kupuj (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj dla Erste Banku. Wyniki w 2018 zaskoczyły pozytywnie, szczególnie biorąc pod uwagę część operacyjną biznesu, a kurs zareagował bardzo pozytywnie. Nasze prognozy na 2019 i 2020 rok uwzględniają nowy podatek bankowy od aktywów w Rumunii. W efekcie, w ostatnim przeglądzie miesięcznym 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%. Co interesujące, forma podatku nadal nie jest przesądzona a ostatnie doniesienia prasowe mówią, że nowy podatek bankowy nie będzie już odnosił się do poziomu ROBORu, a dodatkowo uwzględnione będą takie wyłączenia jak obligacje rządowe. Oznaczać to może, że nasze podejście jest zbyt konserwatywne. Podczas prezentacji wyników Zarząd przedstawił nową prognozę na 2019 rok, w której oczekuje: ROTE na poziomie >11%, wzrostu przychodów powyżej kosztów, średniego-jednocyfrowego wzrostu kredytów, kosztu ryzyka pomiędzy 10-20 p.b. oraz stopy podatkowej poniżej 20%. Prognoza Zarządu na 2019 rok jest wyższa od naszej ale tak jak i my, uwzględnia negatywny scenariusz w Rumunii. Uważamy, że wycena Erste Banku prezentuje się obecnie najbardziej atrakcyjnie i może nadal zyskiwać dzięki pozytywnym informacjom z Rumunii.

Cena bieżąca 33,34 EUR **potencjał zmiany**
Cena docelowa 43,72 EUR **+31,1%**

rekomendacja **cena docelowa** **data wydania**
aktualna **kupuj** **43,72 EUR** **2019-02-04**

Podstawowe dane			EBS AV	vs. WIG
Ticker	EBS AV	Zmiana 1M	+7,5%	+8,8%
ISIN	AT0000652011	Zmiana YTD	+14,8%	+11,0%
Liczba akcji (mln)	429,8	Średni obrót 1M	25,1 mln EUR	
MC (mln EUR)	14 329,5	Średni obrót 6M	28,7 mln EUR	
		P/E 12M fwd	9,7	-15,3%
Free float	69,5%	P/E 5Y avg	11,4	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln EUR)	2016	2017	2018	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	11,3	10,9	8,2	9,6	8,9
P/BV	1,2	1,0	1,0	0,9	0,9
ROE	10,8%	10,0%	12,2%	9,8%	10,0%
DPS	0,50	1,00	1,20	1,40	1,46
DYield	1,5%	3,0%	3,6%	4,2%	4,4%
Zmiana prognoz				2019P	2020P
Wynik odsetkowy				0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny				0,0%	0,0%
Koszty razem				0,0%	0,0%
Saldo rezerw				0,0%	0,0%
Zysk netto				0,0%	0,0%

RZiS

(mln EUR)	2016	2017	2018	2019P	2020P
Wynik odsetkowy netto	4 375	4 353	4 582	4 828	5 102
Wynik prowizyjny	1 783	1 852	1 908	1 998	2 051
Wynik handlowy	326	270	236	265	292
WNDB	6 484	6 475	6 726	7 090	7 446
Poz. wynik operacyjny	79	-1	3	38	33
Podatek bankowy	-389	-106	-112	-309	-326
Koszty operacyjne	-4 028	-4 158	-4 181	-4 261	-4 329
Zysk operacyjny	2 146	2 210	2 436	2 559	2 824
Saldo rezerw	-196	-132	59	-135	-233
Zysk operacyjny netto	1 950	2 078	2 495	2 424	2 590
Zyski nadzwyczajne	0	0	0	0	0
Zysk brutto	1 950	2 078	2 495	2 424	2 590
Podatek dochodowy	-414	-410	-332	-518	-555
Zyski mniejszościowych	-272	-352	-369	-407	-428
Zysk netto	1 265	1 316	1 793	1 499	1 607

Bilans

(mln EUR)	2016	2017	2018	2019P	2020P
Kredyty netto	135 267	139 532	143 953	165 544	176 206
Pozostałe aktywa	72 960	81 127	92 838	83 223	86 866
Aktywa razem	208 227	220 659	236 792	248 766	263 071
Depozyty	138 013	150 969	162 075	171 776	180 501
Pozostałe zobowiązania	53 612	51 402	55 848	56 107	60 449
Udziały mniejszościowe	4 142	4 416	4 494	5 222	5 650
Kapitały własne	12 460	13 872	14 375	15 662	16 471

Wskaźniki

(%)	2016	2017	2018	2019P	2020P
NIM	2,2%	2,0%	2,3%	2,1%	2,1%
C/I	60,9%	64,2%	62,2%	59,6%	57,7%
CoR	0,1%	0,1%	-0,1%	0,1%	0,1%
NPL Ratio	4,9%	4,0%	3,2%	4,8%	4,8%
Tier 1	13,4%	14,0%	14,4%	13,6%	13,5%

Wycena sumą części (SOTP)

(mln EUR)	Wartość godziwa	FVPS (EUR)	Zysk netto			P/E			BV	P/BV
			2018	2019P	2020P	2018	2019P	2020P	2018	2018
Austria	7 422	17,27	645	567	599	11,5	13,1	12,4	4 283	1,7
Savings Banks	501	1,17	54	67	72	3,4	7,4	7,0	2 763	0,2
Erste Oesterreich	4 245	9,88	278	301	321	17,5	14,1	13,2	1 520	2,8
Austria pozostała	2 675	6,22	313	199	206	10,4	13,4	13,0	1 873	1,4
CEE ogółem	15 543	36,16	1 270	1 162	1 214	12,0	13,4	12,8	6 555	2,4
Republika Czeska	8 631	20,08	583	608	626	13,9	14,2	13,8	2 489	3,5
Rumunia	1 199	2,79	220	90	92	5,2	13,3	13,1	1 334	0,9
Słowacja	3 153	7,34	189	219	246	16,3	14,4	12,8	950	3,3
Węgry	1 550	3,61	167	128	134	10,8	12,1	11,6	823	1,9
Chorwacja	753	1,75	96	103	101	7,5	7,3	7,5	758	1,0
Serbia	256	0,60	16	13	16	28,6	19,3	16,1	202	1,3
Pozostałe	-5 063	-11,78	-122	-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 na akcję (EUR)		17 901
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 nie będzie już dalej kontynuował swojej wspinaczki w 2019 roku i jest obecnie zgodny z naszymi prognozami. W naszych prognozach ujęliśmy nowe akwizycje OTP w Bułgarii oraz w Albanii. Uważamy, że OTP Bank będzie kontynuował politykę przejęć co oceniamy pozytywnie. Na potwierdzenie naszych oczekiwań OTP ogłosił ostatnio nową akwizycję 4 największego banku w Czarnogórze. Naszym zdaniem transakcje zapewnią pozytywną dynamikę wyników w roku 2020+ pomimo normalizacji kosztu ryzyka. Największym zagrożeniem w polityce akwizycji jest nagle 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. Nasza prognoza jest zbieżna z oczekiwaniami Zarządu mówiących o ROE na poziomie >15%.

Cena bieżąca

12 000,00 HUF

potencjał zmiany

Cena docelowa

13 046,00 HUF

+8,7%

	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	+5,5%	+6,8%
ISIN	HU00000061726	Zmiana YTD	+6,3%	+2,5%
Liczba akcji (mln)	267,0	Średni obrót 1M	4,7 mld HUF	
MC (mld HUF)	3 204,4	Średni obrót 6M	6,3 mld HUF	
		P/E 12M fwd	10,2	-1,5%
Free float	100,0%	P/E 5Y avg	10,4	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	15,8	11,4	9,9	9,9	9,4
P/BV	2,3	2,0	1,7	1,4	1,3
ROE	15,3%	18,4%	18,3%	15,7%	14,4%
DPS	173,01	199,22	229,63	276,72	296,56
DYield	1,4%	1,7%	1,9%	2,3%	2,5%
Zmiana prognoz				2019P	2020P
Wynik odsetkowy				0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny				0,0%	0,0%
Koszty razem				0,0%	0,0%
Saldo rezerw				0,0%	0,0%
Zysk netto				0,0%	0,0%

RZIS

(mld HUF)	2016	2017	2018	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	522	547	600	675	700
Wynik prowizyjny	176	209	221	243	250
Pozostały	40	53	65	74	77
WNDB	738	809	886	992	1 028
Koszty działalności operacj	400	442	497	520	528
Wynik operacyjny	338	367	389	472	500
Saldo rezerw	93	46	26	93	100
Zysk brutto	245	321	363	379	400
Podatek dochodowy	44	37	37	46	47
Zysk netto dywizji	201	284	325	334	353
Odpis WNIP	12	-6	-5	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	318	322	341

Bilans

(mld HUF)	2016	2017	2018	2019P	2020P
Kredyty netto	5 736	6 988	8 067	9 276	9 685
Pozostałe aktywa	5 571	6 203	6 524	7 182	7 273
Aktywa razem	11 308	13 190	14 590	16 458	16 958
Depozyty	8 541	10 219	11 285	12 757	13 330
Pozostałe zobowiązania	1 346	1 328	1 476	1 459	1 107
Udziały mniejszościowe	3	3	2	4	5
Kapitały własne	1 417	1 640	1 827	2 237	2 516

Wskaźniki

(%)	2016	2017	2018	2019P	2020P
NIM	4,7%	4,5%	4,3%	4,3%	4,2%
C/I	54,2%	54,6%	56,1%	52,4%	51,3%
CoR	1,4%	0,6%	0,3%	1,0%	1,0%
NPL Ratio	15,2%	9,2%	6,3%	6,1%	7,0%
Tier 1	13,5%	12,7%	16,5%	16,3%	17,7%

Wycena sumą części (SOTP)

(mld HUF)	Wartość godziwa	FVPS (HUF)	Zysk netto			P/E			BV	P/BV
			2018	2019P	2020P	2018	2019P	2020P	2018	2018
Węgrzy + 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 na akcję (HUF)		12 761
Podatek bankowy		-642
Zyski mniejszościowych		-58
Wartość godziwa na akcję (HUF)		12 119
Koszt kapitału 9M		7,6%
Cena docelowa za 9M (HUF)		13 046

PZU akumuluj (podwyższona)

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

Po przecenie walorów, podwyższamy naszą rekomendację dla PZU do akumuluj z trzymaj. 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 DYield na poziomie >6,5% co jest nadal jedną z najwyższych dywidend w polskim sektorze finansowym. Zagrożeniem dla dywidendy może być ewentualna transakcja nabycia 12,8% udziału w Pekao od Polskiego Funduszu Rozwoju (PFR). Transakcja staje się coraz bardziej prawdopodobna szczególnie biorąc pod uwagę spadającą dywidendę w Pekao od 2019 roku. Uważamy, że cena za pakiet może wynieść około 3,2 mld PLN (123 PLN za akcję Pekao, czyli cena nabycia akcji od UCI minus otrzymane dywidendy). 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. Podwyższamy naszą rekomendację do akumuluj, chociaż z polskich dużych instytucji finansowych preferujemy akcje Pekao.

Cena bieżąca	42,00 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	46,50 PLN	+10,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	46,50 PLN	2019-03-05	
poprzednia	trzymaj	46,50 PLN	2019-02-04	
Podstawowe dane			PZU PW	vs. WIG
Ticker	PZU PW	Zmiana 1M	-6,1%	-4,8%
ISIN	PLPZU0000011	Zmiana YTD	-4,3%	-8,1%
Liczba akcji (mln)	863,5	Średni obrót 1M	73,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	36 268,0	Średni obrót 6M	78,2 mln PLN	
		P/E 12M fwd	11,2	-9,2%
Free float	64,8%	P/E 5Y avg	12,3	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Skl. 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	18,7	12,5	11,3	11,1	10,6
P/BV	2,8	2,5	2,3	2,2	2,1
ROE	15,1%	21,1%	21,1%	20,2%	20,0%
DPS	2,08	1,40	2,70	2,78	2,84
DYield	5,0%	3,3%	6,4%	6,6%	6,8%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
Składka przypisana brutto			0,0%	0,0%	0,0%
Odszkodowania			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik inwestycyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Składka przypisana brutto	20 219	22 847	23 290	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 działalność 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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Wycena PZU (bez banków)

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

Wycena sumą części (SOTP)

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

Kruk kupuj (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj dla Kruka. Kruk zaraportował wstępne wynik netto za 2018 rok w wysokości 330 mln PLN. Wynik znajduje się około 4% poniżej naszej oraz rynkowej prognozy rocznej, chociaż zysk netto za 4Q'18 znajduje się aż 19% poniżej oczekiwań rynku. Chociaż szczegóły nie zostały podane to wstępne wyniki oceniamy jako rozczarowujące. Kruk nie zrealizował swojej poprzedniej strategii co stawia pod znakiem zapytania również nową, która zakłada zysk netto na poziomie 700 mln PLN w 2024. Ponadto uważamy, że wstępny wynik może na nowo ożywić dyskusję dotyczącą kondycji włoskiego portfela. Niemniej jednak nadal uważamy, że wycena rynkowa Kruka uwzględnia już ewentualne negatywne wiadomości dotyczące przyszłych wyników. Wskazuje też na to brak reakcji rynku na wstępne wyniki spółki. Dyskonto Kruka do spółek porównawczych cały czas się powiększa i np. na 2019 P/E wynosi 24% w stosunku do Intrum. Nasze obecne prognozy zakładają efekt najnowszej legislacji w Rumunii, która ma na celu wprowadzić limit na odzyski do dwukrotności ceny zapłaconej za wiarytelności konsumenckie niezabezpieczone. Uważamy, że spowoduje to drastyczny spadek zakupów w Rumunii, które obejmować będą jedynie detaliczne wiarytelności zabezpieczone, wiarytelności korporacyjne oraz wiarytelności nie bankowe (np. od telekomów). Sposobem na nową ustawę będzie przesunięcie ciężaru zakupów na Polskę, gdzie IRR dla nowych portfeli jest na porównywalnych poziomach jak w Rumunii. Finalna decyzja odnośnie nowych przepisów w Rumunii zostanie podjęta przez trybunał konstytucyjny 13 marca.

Cena bieżąca	165,00 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	279,32 PLN	+69,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	279,32 PLN	2019-02-04

Podstawowe dane			KRU PW	vs. WIG
Ticker	KRU PW	Zmiana 1M	+0,6%	+1,9%
ISIN	PLKRK0000010	Zmiana YTD	+5,3%	+1,5%
Liczba akcji (mln)	18,9	Średni obrót 1M	8,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 113,8	Średni obrót 6M	9,5 mln PLN	
		P/E 12M fwd	8,2	-38,8%
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	12,2	10,5	9,0	7,7	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%	6,5%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
Nabyte pakiety wiarytelności			0,0%	0,0%	0,0%
Usługi windykacyjne			0,0%	0,0%	0,0%
Pozostałe produkty			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty ogólne			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Nabyte pakiety wiaryteln.	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 działalności	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
Splaty	-992	-1 369	-1 671	-1 872	-2 066

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

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 zamieszczenie 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 będzie sowitą dywidendę ze wskaźnikiem DYield w przedziale 14-19%.

Cena bieżąca

17,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

31,36 PLN

+84,5%

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

Podstawowe dane			SKH PW	vs. WIG
Ticker	SKH PW	Zmiana 1M	+3,7%	+4,9%
ISIN	PLSKRBH00014	Zmiana YTD	-19,4%	-23,2%
Liczba akcji (mln)	6,8	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	116,0	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN	
		P/E 12M fwd	5,1	-32,1%
Free float	25,4%	P/E 5Y avg	7,5	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	3,6	5,9	5,3	5,0	5,1
P/BV	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3
ROE	34,1%	20,6%	24,4%	25,3%	25,0%
DPS	3,08	4,57	3,00	3,30	3,36
DYield	18,1%	26,9%	17,6%	19,4%	19,8%
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 pracowni	-16,3	-19,8	-17,5	-17,5	-17,9
Pozostałe koszty działalności	-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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Podsumowanie wyceny

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

Wycena na akcję

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

Chemia

Ciech

kupuj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Wypowiedzi z ostatniej konferencji sektora sody w Chinach sugerują, że obecnie na horyzoncie nie ma żadnych istotnych nowych mocy produkcyjnych na świecie. Globalny popyt na sodę kalcynowaną ma do 2023 roku rosnąć w średniorocznym tempie 1,7%, natomiast podaż 1,4%. Dodatkowo pozytywnie na bilans sody na świecie wpływają dalsze zamknięcia chińskich fabryk sody w związku z prowadzoną polityką środowiskową. W 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). 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. W krótkim terminie Ciech jest beneficjentem spadku cen gazu w Niemczech – wyższa rentowność w Soda Deutschland. Nie zmieniamy naszej ceny docelowej 75,82 PLN oraz pozostawiamy bez zmian rekomendację kupuj.

Cena bieżąca

59,90 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

75,82 PLN

+26,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	75,82 PLN	2019-02-04

Podstawowe dane			CIE PW	vs. WIG
Ticker	CIE PW	Zmiana 1M	+13,0%	+14,3%
ISIN	PLCIECH000018	Zmiana YTD	+35,2%	+31,4%
Liczba akcji (mln)	52,7	Średni obrót 1M		4,1 mln PLN
MC (mln PLN)	3 156,7	Średni obrót 6M		4,9 mln PLN
EV (mln PLN)	4 508,6	EV/EBITDA 12M fwd	6,1	-1,3%
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.	5,4	8,5	15,2	9,1	7,9
P/BV	1,8	1,4	1,5	1,4	1,3
EV/EBITDA skor.	4,9	5,0	6,8	5,7	5,0
DPS	2,85	0,00	7,50	2,28	4,27
DYield	4,8%	0,0%	12,5%	3,8%	7,1%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Soda (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Soda Ciech (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Soda vol (tys. ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel do celów energetycznych (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel kokсовy (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Gaz ziemny (PLN/m3)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA soda	799	704	558	628	692
EBITDA organika	78	97	90	116	125
EBITDA krzemiany	35	37	44	40	44
EBITDA pozostałe	-33	-5	-4	-4	-4
EBITDA/t soda	348	306	245	262	288
Przepływy oper.	837	629	601	684	745
Amortyzacja	223	244	268	291	301
Kapitał obrotowy	97	-66	66	1	1
Przepływy inv.	-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%

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	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%

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%

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 (podtrzymana)

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 saletranych oraz przejęcie Compo Expert pozwoli na odbicie wyników finansowych w 2019 roku (z 0,7 mld EBITDA do 1,1 mld w 2019 roku). W średnim terminie Grupa Azoty korzysta na spadających cenach gazu ziemnego. Wysokie zapasy w Europie połączone z łagodną zimą przekładają się na spadek cen surowca. Podwyższamy naszą prognozę EBITDA Grupy Azoty na 2019 rok z 1,0 mld PLN do 1,1 mld PLN. Głównie wynika to z wyższego oczekiwanego wyniku w segmencie nawozów (+47% vs. nasze wcześniejsze prognozy). Obniżamy natomiast nasze oczekiwania na 2019 roku dla segmentów tworzyw sztucznych i chemii (o odpowiednio 7% oraz 10%) z uwagi na sygnały spowolnienia w gospodarce, co przekłada się na gorszy popyt na te produkty. Mimo zakładanych wyższych wyników finansowych w 2019 roku Grupa Azoty zamknęła już swoje dyskonta do grupy porównawczej. Podnosimy naszą cenę docelową dla Grupy Azoty z 33,00 PLN/akcja do 43,20 PLN/akcja oraz podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj.

Cena bieżąca

43,88 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

43,20 PLN

-1,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	43,20 PLN	2019-03-05	
poprzednia	trzymaj	33,00 PLN	2018-11-23	
Podstawowe dane			ATT PW	vs. WIG
Ticker	ATT PW	Zmiana 1M	+15,5%	+16,7%
ISIN	PLZATRM00012	Zmiana YTD	+40,7%	+36,9%
Liczba akcji (mln)	99,2	Średni obrót 1M	5,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 352,7	Średni obrót 6M	6,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	5 757,3	EV/EBITDA 12M fwd	5,7	-13,7%
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	11 879	11 918
EBITDA skor.	1 034	1 262	771	1 113	1 066
marża EBITDA	11,5%	13,1%	7,8%	9,4%	8,9%
EBIT skor.	523	672	103	361	280
Zysk netto skor.	385	550	63	227	143
P/E skor.	11,3	7,9	69,2	19,2	30,4
P/BV	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA skor.	5,0	4,2	7,5	7,0	8,3
DPS	0,84	0,79	1,20	0,00	0,46
DYield	1,9%	1,8%	2,7%	0,0%	1,0%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA			0,0%	+11,7%	-2,9%
Zysk netto			0,0%	+66,6%	-6,5%
Mocznik (PLN/t)			0,0%	+3,1%	+0,9%
Saletra (PLN/t)			0,0%	+2,8%	+2,1%
Gaz ziemny (PLN/m3)			0,0%	+1,0%	+0,8%
Melamina (PLN/t)			0,0%	+1,0%	-3,4%
Poliamid 6 (PLN/t)			0,0%	+3,1%	+0,9%
Propylen (PLN/t)			0,0%	+19,4%	+11,7%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA nawozy	600	484	80	466	439
EBITDA tworzywa	-33	221	189	167	152
EBITDA chemia	271	348	280	263	204
EBITDA Compo	0	0	0	151	151
EBITDA pozostałe	135	134	190	66	119
Przepływy oper.	1 136	1 107	734	1 026	1 043
Amortyzacja	511	590	667	752	786
Kapitał obrotowy	137	13	-6	-43	-1
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	-159	1 474	716
Dywidenda/buyback	-83	-78	-119	0	-45
FCF	-214	53	-292	-1 895	-978
FCF/EBITDA	-21%	4%	-39%	-170%	-92%
CFO/EBITDA	114%	93%	99%	92%	98%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Mocznik (PLN/t)	1 500	1 602	1 576	1 594	1 594	1 592	1 591	1 589	1 587	1 585	1 584
Saletra (PLN/t)	1 239	1 321	1 310	1 328	1 328	1 326	1 324	1 323	1 321	1 319	1 317
Gaz ziem. (PLN/m3)	1 115	1 103	1 128	1 184	1 184	1 184	1 184	1 184	1 184	1 184	1 184
Przychody	9 885	11 879	11 918	12 101	13 277	13 941	14 188	14 388	14 532	14 678	15 235
EBITDA	739	1 113	1 066	1 081	1 446	1 534	1 579	1 554	1 540	1 523	1 789
marża EBITDA	7,5%	9,4%	8,9%	8,9%	10,9%	11,0%	11,1%	10,8%	10,6%	10,4%	11,7%
EBIT	72	361	280	323	448	532	583	573	582	557	824
Podatek	5	52	26	28	21	39	53	55	59	55	106
CAPEX	-1 020	-2 912	-2 017	-1 618	-1 173	-599	-651	-697	-883	-958	-966
Kapitał obrotowy	-6	-43	-1	-4	-26	-14	-5	-4	-3	-3	-12
FCF	-292	-1 895	-978	-569	227	881	869	798	595	507	705
PV FCF	-292	-1 792	-870	-477	177	642	591	504	350	278	
WACC	7,9%	6,9%	6,6%	6,4%	6,7%	6,8%	6,9%	7,0%	7,0%	7,1%	7,1%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Aktywa	11 052	11 738	11 707	13 899	14 888
Aktywa trwałe	7 651	8 070	8 432	10 596	11 835
Kapitał własny	6 534	6 856	6 774	7 001	7 099
Udział mniejszości	595	588	585	593	597
Dług netto	273	367	819	2 792	3 930
Dług netto/EBITDA (x)	0,3	0,3	1,1	2,5	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	8,5	9,0	8,9	5,9	5,7	5,4
Maksimum	43,0	17,5	13,8	10,8	9,1	8,0
Mediana	16,8	13,1	10,4	8,2	7,4	6,5
waga	0%	25%	25%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	6 654
Dług netto	486
Inne korekty	-588
Wycena DCF na akcję (PLN)	56,26

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	25,02
DCF	50%	56,26
Cena wynikowa		40,64
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		43,20

Paliwa

Lotos

sprzedaj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Wstępne wyniki 4Q'18 były naszym zdaniem rozczarowujące w kontekście sprzyjających warunków makro w obszarze rafineryjnym i detalicznym, szczególnie biorąc pod uwagę rezultaty wypracowane przez PKN Orlen. Odchylenie od naszych szacunków sięgnęło ponad 0,1 mld PLN, co wpływa na nasze prognozy na kolejne lata, ale przy okazji tego raportu rewidujemy jednocześnie założenia dla modelowej marży rafineryjnej Lotosu w związku z lepszymi odczytami dla cracków na HSFO. Ten efekt neutralizuje również 11% korektę EBITDA'19 w segmencie wydobywczym związaną z obniżonymi cenami ropy i gazu. Korektę prognoz domyka opóźnienie w projekcie B8 (przesunięcie pełnej produkcji na 2Q'21 z 3Q'19). Powyższa aktualizacja, uwzględniając zmiany wskaźników dla grupy porównawczej, skutkuje nieznaczną zmianą naszej ceny docelowej (65,18 PLN), ale utrzymujemy rekomendację sprzedaj. Nadal zwracamy uwagę na perspektywę pogorszenia otoczenia makro w obszarze rafineryjnym i zbyt optymistyczne oczekiwania rynku dotyczące kontrybucji nowej instalacji DCU do EBITDA (aktualny spread diesel-HSFO przeczy teoriom wbudowanym w optymistyczne prognozy rynku na 2020). Wycena Lotosu jest już wymagająca nawet na tle rekordowych wyników 2018 (6,4x EV/EBITDA LIFO), a po podstawieniu średnio cyklicznych marż modelowych wskaźniki rosną do trudnych do uzasadnienia poziomów powyżej 8,0x EV/EBITDA. Przypominamy, że strumień EBITDA w 30% jest budowany przez upstream (w większości wysoko opodatkowane dojrzałe aktywa w Norwegii). Oczywiście buforem bezpieczeństwa dla kursu Lotosu jest przyszłe wezwanie Orlenu. Przy rosnącej waluacji (od listu intencyjnego MCap +6,5 mld PLN) rośnie jednak ryzyko spadku entuzjazmu wzywającego.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA LIFO skor.	2 596	3 050	3 139	2 600	3 093
upstream	692	863	916	871	1 128
rafineria	1 761	2 058	2 045	1 560	1 790
detal	140	139	169	169	175
EV/EBITDA LIFO skor.	8,7	6,6	6,4	8,2	6,7
Efekt LIFO	-77	171	498	81	-90
Inne zd. jednorazowe	404	-148	-264	-2	-2
Saldo finansowe	-275	219	-179	-149	-99
Przerób ropy mln ton	10,4	9,6	10,7	10,4	10,2
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	5,9	7,7	7,3	5,5	6,7
detal EBITDA/tonę	129	131	140	135	137
upstream \$ EBITDA/boe	18,0	26,9	33,3	32,5	39,5
Wydobycie w mboe/d	26,7	23,3	20,9	19,6	21,8
gaz	15,6	13,4	11,7	10,8	11,2
ropa	11,1	9,9	9,2	8,8	10,5

Model DCF (bez segmentu wydobywczego)

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Brent (USD/Bbl)	71,2	70,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0
Marża+dyferencjał	6,9	5,8	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
USD/PLN	3,60	3,75	3,59	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60
Przychody	28 641	28 603	28 770	28 619	28 368	28 368	28 368	28 368	28 368	28 426	28 426
EBITDA	2 474	1 808	1 874	1 977	1 927	1 922	1 917	1 912	1 906	1 893	1 893
marża EBITDA	8,6%	6,3%	6,5%	6,9%	6,8%	6,8%	6,8%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%
EBIT	1 977	1 254	1 228	1 277	1 265	1 226	1 195	1 169	1 143	1 109	1 174
Podatek	376	238	233	243	240	233	227	222	217	211	223
CAPEX	-642	-898	-717	-719	-719	-719	-719	-719	-719	-719	-719
Kapitał obrotowy	-1 108	-701	124	-23	-2	32	24	48	11	6	6
FCF	348	-29	1 047	992	966	1 002	995	1 019	982	969	957
PV FCF	348	-27	905	796	719	690	635	602	537	491	
WACC	7,7%	7,4%	7,7%	7,8%	7,8%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Cena bieżąca

93,90 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

65,18 PLN

-30,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	sprzedaj	65,18 PLN	2019-03-05	
poprzednia	sprzedaj	65,36 PLN	2019-02-04	
Podstawowe dane			LTS PW	vs. WIG
Ticker	LTS PW	Zmiana 1M	+1,7%	+3,0%
ISIN	PLLOTOS000025	Zmiana YTD	+6,1%	+2,3%
Liczba akcji (mln)	184,9	Średni obrót 1M	36,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	17 359,6	Średni obrót 6M	28,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	19 814,5	EV/EBITDA 12M fwd	5,5	-5,0%
Free float	46,8%	EV/EBITDA 5Y avg	5,8	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	20 931,1	24 185,6	30 119,4	29 980,4	30 450,8
EBITDA	2 922,6	3 072,8	3 373,7	2 679,3	3 001,2
marża EBITDA	14,0%	12,7%	11,2%	8,9%	9,9%
EBIT	1 854,7	2 228,5	3 048,4	1 907,5	2 128,1
Zysk netto	1 015,2	1 671,8	2 138,5	1 132,3	1 242,2
P/E	17,1	10,4	8,1	15,3	14,0
P/BV	2,0	1,6	1,4	1,3	1,2
EV/EBITDA	7,6	6,5	5,9	7,8	6,8
DPS	0,00	1,00	1,00	3,47	1,84
DYield	0,0%	1,1%	1,1%	3,7%	2,0%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA LIFO			-3,6%	-0,0%	-1,2%
Zysk netto			+13,4%	+6,2%	+2,7%
Brent (USD/Bbl)			0,0%	-6,7%	0,0%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			0,0%	+5,5%	+9,1%
USD/PLN			0,0%	+2,7%	-3,0%

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	2 654	3 127	1 741	1 352	2 338
CFO/EBITDA LIFO skor.	102%	103%	55%	52%	76%
Capex	1 244	1 439	1 076	1 783	1 327
Kapitał obrotowy	3 867	4 035	5 007	5 708	5 583
Kapitał własny	8 611	10 712	12 416	12 941	13 981
Dług netto	4 808	2 505	2 455	3 642	2 932
Dług netto/EBITDA (x)	1,6	0,8	0,7	1,4	1,0

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	3,2	3,0	2,9	1,9	1,9	1,7
Maksimum	26,6	24,3	16,6	12,1	11,4	10,9
Mediana	9,4	9,6	8,2	4,3	4,5	4,1
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	12 602
Dług netto	2 690
Petrobaltic	1 755
Wycena DCF na akcję (PLN)	63,11

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	59,52
DCF	50%	63,11
Cena wynikowa		61,31
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		65,18

MOL trzymaj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

W niniejszym raporcie uwzględniamy już wyniki zaraportowane za 4Q'18, które wpływają negatywnie na nasze oczekiwania na 2019 w segmencie petrochemicznym. Pozytywne zaskoczenie w obszarze wydobycia jest przy tej rewizji neutralizowane przez przyjęcie bardziej konserwatywnych prognoz cen ropy i gazu (odzwierciedlenie słabych odczytów z ostatnich miesięcy). Biorąc powyższe zmiany pod uwagę dokonujemy kosmetycznej zmiany ceny docelowej (3 423 HUF), ale utrzymujemy neutralną rekomendację. Przedstawione przez Zarząd projekcje dla EBITDA i CAPEX na bieżący rok nie odbiegały od naszych szacunków, ale konsensus rynkowy zakładał 20% niższe nakłady inwestycyjne, co może generować w najbliższych tygodniach negatywne rewizje innych analityków i osłabiać sentyment do Spółki. Naszym zdaniem nadal jednak warto przewidywać 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 cyklicznym okresie dla marż rafineryjnych i petrochemicznych. Mocny bilans (0,5x DN/EBITDA) zapewnia nie tylko stabilny wzrost dywidendy (Zarząd zapowiedział już dywidendę specjalną, więc nasze szacunki DPS na 102 HUF są dość konserwatywne), ale również tworzy szansę na ciekawą akwizycję w obszarze wydobywczym. Potencjalnym katalizatorem, który skłoniłby nas do podniesienia wyceny MOL-a może być ewentualna sprzedaż INA po wyroku arbitrażu oczekiwanym w połowie roku (szacujemy, że mogłoby to w realnym scenariuszu wygenerować nawet 13-14% wartości dla akcjonariuszy).

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mld HUF)	2016	2017	2018	2019P	2020P
EBITDA LIFO skor.	605	673	728	626	721
upstream	190	235	344	327	369
rafineria	178	198	183	127	150
detal	86	97	115	117	120
petchem	144	127	87	52	78
gaz	54	61	50	56	57
koszty ogólne	-48	-45	-51	-52	-52
EV/EBITDA LIFO skor.	5,5	4,7	4,2	4,9	4,2
Effekt LIFO	25	7	19	5	0
Inne zd. jednorazowe	-7	-7	17	0	0
Saldo finansowe	-35	11	-22	-10	-10
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	4,5	5,3	4,9	3,4	4,0
upstream \$ EBITDA/boe	17,7	23,7	34,8	32,9	37,7
Przerób ropy mln ton	19,2	18,5	19,1	19,1	19,1
Wydobycie mboe/d	112,6	107,4	110,6	111,1	109,6

Model DCF (bez segmentu wydobywczego)

(mld HUF)	18	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	27+
Brent (USD/Bbl)	71	70	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	4 829	4 516	4 830	4 826	4 837	4 837	4 838	4 838	4 839	4 840	4 840
EBITDA	407	304	352	379	416	419	423	427	432	436	436
marża EBITDA	8,4%	6,7%	7,3%	7,9%	8,6%	8,7%	8,7%	8,8%	8,9%	9,0%	9,0%
EBIT	208	121	154	162	188	187	190	191	190	200	216
Podatek	55	33	40	42	49	48	49	48	48	50	41
CAPEX	-275	-404	-367	-280	-241	-220	-220	-220	-220	-220	-220
Kapitał obrotowy	-52	19	-19	1	0	1	2	1	1	1	1
FCF	26	-114	-75	59	126	152	156	160	165	167	176
PV FCF	26	-105	-63	46	89	99	93	88	83	77	0
WACC	8,8%	8,7%	8,9%	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%

Cena bieżąca

3 250 HUF

potencjał zmiany

Cena docelowa

3 423 HUF

+5,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	3 423 HUF	2019-03-05
poprzednia	trzymaj	3 433 HUF	2019-02-04
Podstawowe dane			
			MOL HB vs. WIG
Ticker	MOL HB	Zmiana 1M	-1,6% -0,3%
ISIN	HU0000153937	Zmiana YTD	+5,6% +1,8%
Skor. I. akcji (mln)	738,1	Średni obrót 1M	1 812,9 mln HUF
MC (mln HUF)	2 398 917,5	Średni obrót 6M	2 190,8 mln HUF
EV (mln HUF)	3 028 602,5	EV/EBITDA 12M fwd	4,3 -0,3%
Free float	53,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,3 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mld HUF)	2016	2017	2018	2019P	2020P
Przychody	3 553,0	4 130,3	5 168,7	4 844,0	5 177,8
EBITDA	623,4	672,7	764,4	631,0	720,9
marża EBITDA	17,5%	16,3%	14,8%	13,0%	13,9%
EBIT	307,9	354,4	352,9	244,5	317,4
Zysk netto	263,5	307,0	301,2	176,1	241,0
P/E	9,1	7,8	8,0	13,6	10,0
P/BV	1,6	1,4	1,2	1,2	1,1
EV/EBITDA	5,3	4,7	4,0	4,9	4,2
DPS	70,88	78,13	127,50	102,22	107,34
DYield	2,2%	2,4%	3,9%	3,1%	3,3%
Zmiana prognoz				2018	2019P
CCS EBITDA			+0,7%	-4,4%	+3,2%
Zysk netto			+8,1%	-14,2%	+4,2%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Marża petchem (USD/t)			-1,8%	-1,1%	-0,6%
Brent (USD/Bbl)			0,0%	-6,7%	0,0%

Bilans i CF

(mld HUF)	2016	2017	2018	2019P	2020P
CF operacyjny	519	560	596	598	641
CFO/EBITDA LIFO skor.	86%	83%	82%	96%	89%
Capex	289	286	380	528	490
Kapitał obrotowy	156	248	300	281	301
Kapitał własny	1 492	1 741	1 994	2 080	2 227
Dług netto	606	435	314	345	298
Dług netto/EBITDA (x)	1,0	0,6	0,4	0,5	0,4

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18	19P	20P	18	19P	20P
Minimum	3,2	3,0	2,9	1,9	1,9	1,7
Maksimum	26,6	24,3	16,6	12,1	11,4	10,9
Mediana	9,9	9,9	8,4	4,8	5,0	4,3
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mld HUF)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 451
Dług netto i korekty	229
Segment wydobywczy	857
Wycena DCF na akcję (HUF)	2 980

Wycena

(HUF)	waga	cena
Porównawcza	50%	3 415
DCF	50%	2 980
Cena wynikowa		3 197
Koszt kapitału 9M		7,0%
Cena docelowa za 9M		3 423

PGNiG trzymaj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

W naszym ostatnim komentarzu specjalnym dotyczącym PGNiG wskazywaliśmy na spadające ceny gazu i w niniejszym raporcie zdecydowaliśmy uwzględnić bardziej konserwatywne założenia w tym zakresie na lata 2019-20 (średnio obniżyliśmy prognozy benchmarku NCG o -10%). Dodatkowo wzięliśmy pod uwagę negatywne zaskoczenie na poziomie kosztów w 4Q'18, które w segmencie wydobywczym przewyższyły nasze oczekiwania aż o ~0,3 mld PLN (w poprzednich kwartałach Spółka utrzymywała dyscyplinę w tym zakresie). Przy aktualizacji prognoz przyjęliśmy, że połowa tej kwoty na trwałe podniesie bazę kosztową na kolejne lata (dokładniejsze szacunki będą możliwe dopiero po publikacji pełnego raportu kwartalnego). Gorszy wynik w segmencie obrotu skłania nas również do bardziej ostrożnego podejścia do prognoz dla tego segmentu, aczkolwiek podtrzymujemy tezę o znacznej poprawie rezultatów w tym obszarze (efekt hedgingu naturalnego, inercja w aktualizacji cenników dla odbiorców komercyjnych, na którą wskazywaliśmy we wspomnianym komentarzu specjalnym, podwyżka taryfy G średniorocznie o 6%). Optymizmem nie napawa również pogoda, która prawdopodobnie zainfekuje EBITDA elektrociepłowni. Uwzględniając powyższe czynniki obniżamy nasze prognozy skonsolidowanego strumienia EBITDA na ten rok o 10% i wycenę do 7,08 PLN, ale przy obecnym kursie akcji utrzymujemy neutralną rekomendację. Oczekujemy, że pozytywne momentum na PGNiG może powrócić w drugim półroczu wraz z zakładanym odbiciem cen gazu (wysokie contango, parytet cen ropy, dobre odczyty dotyczące importu gazu do Chin, spadek kosztów frachtu LNG Europa-Chiny, perspektywa kolejnego sezonu grzewczego po bardzo ciepłej zimie 2018/19).

Cena bieżąca

6,58 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

7,08 PLN

+7,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	7,08 PLN	2019-03-05	
poprzednia	trzymaj	7,72 PLN	2019-02-04	
Podstawowe dane			PGN PW	vs. WIG
Ticker	PGN PW	Zmiana 1M	-13,1%	-11,8%
ISIN	PLPGNIG00014	Zmiana YTD	-4,8%	-8,6%
Liczba akcji (mln)	5 778,3	Średni obrót 1M	32,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	38 021,3	Średni obrót 6M	33,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	38 046,6	EV/EBITDA 12M fwd	4,5	-11,6%
Free float	28,1%	EV/EBITDA 5Y avg	5,1	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	33 196,0	35 857,0	41 918,3	41 548,8	40 821,0
EBITDA	5 974,0	6 579,0	7 120,1	7 975,7	8 598,1
marża EBITDA	18,0%	18,3%	17,0%	19,2%	21,1%
EBIT	3 360,0	3 910,0	4 439,9	5 296,8	5 889,7
Zysk netto	2 351,0	2 923,0	3 209,6	3 893,9	4 364,7
P/E	16,2	13,0	11,8	9,8	8,7
P/BV	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA	6,5	5,8	5,3	4,4	3,9
DPS	0,18	0,20	0,07	0,10	0,20
DYield	2,8%	3,0%	1,1%	1,5%	3,1%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA			-9,4%	-10,2%	-7,1%
Zysk netto			-14,9%	-14,9%	-10,3%
Brent (USD/Bbl)			0,0%	-6,7%	0,0%
Gaz EU (EUR/MWh)			0,0%	-9,8%	-8,9%
USD/PLN			0,0%	+2,7%	-3,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA skor.	6 862	7 356	7 394	8 388	9 009
EBITDA	5 974	6 579	7 120	7 976	8 598
wydobycie	2 206	3 865	5 002	4 661	4 835
obróć	614	-435	-830	571	762
dystribucja	2 559	2 493	2 390	2 101	2 105
energetyka	759	843	790	860	1 120
pozostałe	-164	-187	-232	-217	-222
Saldo finansowe	-150	12	19	8	75
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	-6,7	1,0	2,4

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Brent (USD/Bbl)	71,2	70,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0
Gaz EU (EUR/MWh)	22,2	20,9	21,6	22,8	22,8	22,8	22,8	22,8	22,8	22,8	22,8
USD/PLN	3,60	3,75	3,59	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60
Przychody	41 918	41 549	40 821	42 841	42 661	39 821	39 335	37 730	36 681	37 150	37 150
EBITDA	7 120	7 976	8 598	8 732	8 338	8 226	8 277	8 140	8 095	8 212	8 212
marża EBITDA	17,0%	19,2%	21,1%	20,4%	19,5%	20,7%	21,0%	21,6%	22,1%	22,1%	22,1%
EBIT	4 440	5 297	5 890	5 957	5 529	5 365	5 315	5 148	5 029	5 012	4 173
Podatek	1 320	1 409	1 584	1 608	1 472	1 401	1 385	1 282	1 217	1 215	1 037
CAPEX	-4 252	-3 770	-3 793	-3 820	-3 935	-3 956	-3 978	-3 979	-3 996	-4 039	-4 039
Kapitał obrotowy	-1 285	58	114	-316	28	445	76	251	164	-74	-74
FCF	263	2 854	3 335	2 988	2 960	3 314	2 990	3 130	3 046	2 884	3 062
PV FCF	263	2 620	2 811	2 312	2 102	2 160	1 789	1 720	1 536	1 336	
WACC	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	5 922	4 816	5 131	7 042	7 120
CFO/EBITDA	99%	73%	72%	88%	83%
Capex	2 968	3 162	4 252	3 770	3 793
Kapitał obrotowy	3 619	5 280	6 565	6 507	6 393
Kapitał własny	32 013	33 626	36 340	39 625	42 772
Dług netto	523	428	24	-2 651	-4 827
Dług netto/EBITDA (x)	0,1	0,1	0,0	-0,3	-0,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	2,9	3,1	2,9	2,7	2,8	2,6
Maksimum	20,9	21,9	15,5	15,0	15,7	12,4
Mediana	12,3	12,0	10,8	6,1	6,3	5,7
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	40 613
Dług netto	428
Inne korekty	835
Wycena DCF na akcję (PLN)	7,10

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	8,13
DYield-porównawcza	17%	2,27
DCF	50%	7,10
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		7,08

PKN Orlen sprzedaj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Odczyty makro od początku roku (powrót negatywnych tendencji w petrochemii, niskie marże rafinerijne i drastyczne zawężenie dyskonta na ropie Ural) stanowią wyraźny sygnał ostrzegawczy dla rynku, który oczekuje powtórzenia ubiegłorocznych wyników (ponad 8,3 mld PLN EBITDA LIFO). Dodatkowym źródłem zaskoczenia może być znacznie niższa kontrybucja nowych instalacji (PE3 w Unipetrolu, metateza), których uruchomienie opóźnia się w stosunku do pierwotnych harmonogramów. Ujemna dynamika może też pojawić się w obszarze detalicznym w związku z droższą ropą i malejącymi marżami paliwowymi. W naszym scenariuszu pogorszenia/znormalizowania modelowych marż w petrochemii i rafinerii, PKN jest notowany na EV/EBITDA LIFO'19 na poziomie ~7,4x ze znaczną premią do najbliższych konkurentów. Aktywa o niższej kompleksowości (Możejki, Unipetrol) mogą w takich warunkach dodatkowo ucieść w 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 ryzyko bilansowe jeśli warunki makro się nie poprawią z obecnych poziomów. Utrzymujemy rekomendację sprzedaj z nieznacznie zmienioną ceną docelową na 81,22 PLN (kosmetyczne zmiany marż modelowych i kursu USD/PLN).

Cena bieżąca

101,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

81,22 PLN

-20,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	sprzedaj	81,22 PLN	2019-03-05	
poprzednia	sprzedaj	83,43 PLN	2019-02-04	
Podstawowe dane			PKN PW	vs. WIG
Ticker	PKN PW	Zmiana 1M	-2,2%	-0,9%
ISIN	PLPKN0000018	Zmiana YTD	-6,1%	-10,0%
Liczba akcji (mln)	427,7	Średni obrót 1M	66,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	43 412,5	Średni obrót 6M	95,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	49 023,5	EV/EBITDA 12M fwd	5,1	-10,3%
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	107 273,3	110 315,5
EBITDA	9 642,0	11 078,0	9 776,0	6 938,2	7 022,9
marża EBITDA	12,1%	11,6%	8,9%	6,5%	6,4%
EBIT	7 532,0	8 657,0	7 103,0	4 041,3	3 926,8
Zysk netto	5 261,0	6 655,0	5 463,0	3 198,8	3 079,9
P/E	8,3	6,5	7,9	13,6	14,1
P/BV	1,6	1,3	1,2	1,2	1,1
EV/EBITDA	5,1	4,3	5,0	6,9	6,7
DPS	2,13	3,00	3,00	3,00	3,00
DYield	2,1%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Zmiana prognoz			2018	2019P	2020P
EBITDA LIFO			0,0%	+4,5%	-2,4%
Zysk netto			0,0%	+5,9%	-5,3%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			0,0%	-4,0%	0,0%
Marża petchem (USD/t)			0,0%	+2,3%	+0,8%
USD/PLN			0,0%	+2,7%	-3,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019P	2020P
EBITDA LIFO skor.	7 668	9 581	8 344	6 539	7 158
rafineria	4 549	4 689	3 794	2 179	2 613
petchem	1 776	3 034	2 069	2 156	2 332
detal	1 832	2 049	2 781	2 269	2 282
upstream	255	293	302	351	364
energetyka	0	129	147	313	306
koszty ogólne	-744	-613	-749	-728	-739
EV/EBITDA LIFO skor.	6,4	4,9	5,9	7,4	6,6
Efekt LIFO	86	788	860	399	-135
Inne zd. jednorazowe	1 888	709	572	0	0
Saldo finansowe	-645	60	-104	-91	-123
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

Model DCF

(mln PLN)	18	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Marża+dyferencjał	6,3	4,8	5,5	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Marża petchem	447	354	383	343	343	343	343	343	343	343	342,9
USD/PLN	3,60	3,75	3,59	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60
Przychody	109 706	107 273	110 316	111 266	111 568	111 962	112 431	112 909	113 393	113 883	113 883
EBITDA	9 776	6 938	7 023	7 586	7 341	7 295	7 327	7 359	7 392	7 400	7 400
marża EBITDA	8,9%	6,5%	6,4%	6,8%	6,6%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
EBIT	7 103	4 041	3 927	4 528	4 218	4 125	4 091	4 033	3 958	4 000	3 950
Podatek	1 350	768	746	860	801	784	777	766	752	760	750
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	414	-135	-272	-39	-51	-61	-62	-63	-64	-64
FCF	-3 651	2 334	2 492	3 003	3 050	3 010	3 038	3 080	3 127	3 126	2 978
PV FCF	-3 651	2 167	2 144	2 392	2 246	2 046	1 912	1 795	1 687	1 561	
WACC	7,6%	7,7%	7,9%	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%

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019P	2020P
CF operacyjny	9 331	8 050	4 979	6 602	6 165
CFO/EBITDA LIFO skor.	122%	84%	60%	101%	86%
Capex	5 033	4 039	4 453	4 250	3 650
Kapitał obrotowy	6 144	7 489	10 866	10 452	10 587
Kapitał własny	26 763	32 197	35 634	37 551	39 348
Dług netto	3 363	761	5 599	4 622	3 513
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	5,2	5,7	5,7	1,9	2,1	2,2
Maksimum	20,6	17,5	16,6	17,6	18,2	17,7
Mediana	8,3	9,2	7,8	5,3	5,5	5,1
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	35 497
Dług netto	2 044
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	78,21

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	74,58
DCF	50%	78,21
Cena wynikowa		76,40
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		81,22

Energetyka

CEZ

trzymaj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.klischcz@mbank.pl

Od początku roku akcje CEZ odchylają się in minus od europejskiego benchmarku dla spółek utilities o ponad 7 punktów procentowych. Częściowo można to tłumaczyć większą wrażliwością na CO₂ (spadki cen certyfikatów w ujęciu YTD obniżają marżę bezemisyjnych elektrowni koncernu - choć w ostatnich dniach obserwujemy już odbicie tego parametru) oraz wymagającą waluację. 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 7,4x). 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). Na pewno sentymentu nie poprawił powrót tematu budowy elektrowni atomowych. Na razie znamy co prawda tylko ogólne założenia dotyczące realizacji tego projektu (umowa z rządem, który ma zapewnić tanie finansowanie), a termin rozpoczęcia budowy jest dość odległy (uruchomienie przetargu w 2021 roku i ewentualne rozpoczęcie budowy w 2024), ale wiele wskazuje na to, że CEZ będzie przynajmniej częściowo ponosił ryzyko projektu (odchyleń od harmonogramu czy budżetu). Trudno dziś ocenić „stopień ochrony” akcjonariuszy mniejszościowych wynikający z zapowiadanej opcji put tego projektu po zakończeniu budowy. Biorąc to pod uwagę oraz momentum na cenach energii trudno w tej chwili oczekiwać pozytywnych katalizatorów na akcjach CEZ.

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
dystribucja	20 386	19 067	19 177	19 669	20 084
obróć	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%

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	6 113	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%

Cena bieżąca

545,50 CZK

potencjał zmiany

Cena docelowa

537,80 CZK

-1,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	537,80 CZK	2019-02-04

Podstawowe dane			CEZ CP	vs. WIG
Ticker	CEZ CP	Zmiana 1M	-3,9%	-2,6%
ISIN	CZ0005112300	Zmiana YTD	+2,0%	-1,8%
Liczba akcji (mln)	538,0	Średni obrót 1M	95,1 mln CZK	
MC (mld CZK)	293,5	Średni obrót 6M	141,7 mln CZK	
EV (mld CZK)	442,4	EV/EBITDA 12M fwd	7,7	+6,7%
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	58 206,0	55 155,0	51 693,7	54 564,2	58 735,5
marża EBITDA	28,6%	27,3%	28,0%	27,9%	27,5%
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	20,5	15,6	23,5	19,2	16,3
P/BV	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2
EV/EBITDA	7,5	7,9	8,6	8,1	7,5
DPS	40,00	33,00	33,00	23,21	28,43
DYield	7,3%	6,0%	6,0%	4,3%	5,2%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Energia (EUR/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
EUR/CZK			0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

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%

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 (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Enea wygląda od początku najsłabiej z całego sektora i traci YTD do WIG-Energia ponad 9 punktów procentowych. Nie jest to dużym zaskoczeniem w kontekście zaraportowanych rozczarowujących wyników w LW Bogdanka i powtarzające się problemy z dyspozycyjnością bloków w Kozienicach (przedłużający się remont i awarie jednostek klasy 500MW, brak stabilnej pracy bloku 1000 MW). Wiele wskazuje więc na to, 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. Niemniej jednak w naszych prognozach staraliśmy się to uwzględnić i jeśli przy okazji prezentacji raportu rocznego Zarząd nie zaskoczy bardziej negatywnymi prognozami to sentyment do Spółki powinien się powoli odbudowywać. Ważnym katalizatorem będzie też opublikowanie rozporządzeń do ustawy zamrażającej ceny prądu, które mogą dać większą pewność co do wyników obrotu w tym roku. Nadal czekamy też na rozstrzygnięcie w sprawie projektu Ostrołęka C, który miał domknąć finansowanie już w styczniu, a nadal nie znamy ostatecznego akcjonariatu spółki SPV (pojawiało się sporo sygnałów o ograniczeniu roli Enei w tym przedsięwzięciu-półki co zakładamy 50% udział). Rekomendacja kupuj pozostaje bez zmian.

Cena bieżąca Cena docelowa

9,80 PLN

potencjał zmiany

13,12 PLN

+33,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	13,12 PLN	2019-02-04

Podstawowe dane			ENA PW	vs. WIG
Ticker	ENA PW	Zmiana 1M	-12,3%	-11,0%
ISIN	PLENEA000013	Zmiana YTD	-1,0%	-4,8%
Liczba akcji (mln)	441,4	Średni obrót 1M	8,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 326,1	Średni obrót 6M	8,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	10 685,3	EV/EBITDA 12M fwd	3,5	-29,0%
Free float	48,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,9	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	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	5,5	4,0	7,0	3,8	3,2
P/BV	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	4,1	4,0	4,3	3,5	3,2
DPS	0,00	0,28	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	2,8%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Energia (PLN/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA skor.	2 520	2 649	2 443	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
dystribucja	1 111	1 073	1 117	1 147	1 186
obróć	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%

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%

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%

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 (bez zmian)

Kamil Kliszczyk

+48 22 438 24 02

kamil.kliszczyk@mbank.pl

Ogłoszone wstępne wyniki za 4Q'18 okazały się gorsze od naszych szacunków, ale głównie w segmencie wytwarzania, prawdopodobnie w obszarze OZE (efekt pogody i warunków hydrologicznych), co nie stanowi mocnej implikacji do rewizji prognoz na rok 2019. Nieznaczne odchylenie na dystrybucji może być efektem zwiększonych rezerw na służebność przesyłu, które powinny być znacznie ograniczone w tym roku w związku ze zmianami w prawie w tym zakresie. 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. Pojawiające się niedawno spekulacje o konsolidacji w sektorze nie zostały póki co potwierdzone i chyba trudno oczekiwać jakichś deklaracji w tym zakresie w kontekście zbliżających się wyborów. Poza wspomnianymi rozporządzeniami do ustawy o cenach energii, nie widzimy więc szczególnych katalizatorów dla kursu Energi. Wycena Spółki, podobnie jak całego sektora, jest jednak atrakcyjna i niezmiennie utrzymujemy rekomendację kupuj.

Cena bieżąca

9,33 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

13,26 PLN

+42,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	13,26 PLN	2019-02-04

Podstawowe dane			ENG PW	vs. WIG
Ticker	ENG PW	Zmiana 1M	-9,9%	-8,6%
ISIN	PLENERG00022	Zmiana YTD	+4,7%	+0,9%
Liczba akcji (mln)	414,1	Średni obrót 1M		4,2 mln PLN
MC (mln PLN)	3 863,2	Średni obrót 6M		6,5 mln PLN
EV (mln PLN)	8 112,0	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	25,6	5,0	4,1	5,4	5,8
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA	4,2	3,7	3,9	4,0	4,3
DPS	0,49	0,19	0,00	0,00	0,00
DYield	5,3%	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Energia (PLN/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
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
obróć	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%

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%

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%

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 (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Akcje PGE wpisują się w europejską hossę na spółach użyteczności publicznej i YTD pozostają liderem wzrostów w ramach WIG-Energia. W ostatnich tygodniach sentyment jednak nieco osłabł, co mogło wynikać z braku spodziewanego wejścia do indeksu Stoxx, uwikłania PGE w projekt Ostrołęka C oraz zapowiedzi wiceministra energii dotyczących uruchomienia kolejnej odkrywki dla Elektrowni Bełchatów, mimo że nie zakładał tego projekt polityki energetycznej do 2040 roku. Nie pomaga też pogoda, która może negatywnie wpłynąć na wyniki segmentu ciepłowniczego. Niemniej jednak utrzymujemy bez zmianą naszą rekomendację kupuj. Nasz optymizm, obok wciąż atrakcyjnej waluacji, opiera się na oczekiwanej publikacji rozporządzeń do ustawy zamrażającej ceny energii (eliminacja czynnika ryzyka dla obrotu) i perspektywie znacznej poprawy FCF, która powinna rozpocząć dyskusję na temat powrotu do dywidend (w latach 2019-22 wskaźnik FCF/EV średnio wyniesie prawie 12% przy bieżącym wskaźniku DN/EBITDA 1,4x). Liczymy też na pozytywne zaskoczenia na wynikach segmentu wytwarzania, w kontekście znacznego wzrostu CDS-ów w kontraktach na rok 2019. Wstępne wyniki za 4Q'18 okazały się co prawda nieco rozczarowujące (-5% na oczyszczonym strumieniu EBITDA), ale głównie z uwagi na segment obrotu (m.in. efekt rezerw na ustawę zamrażającą ceny energii). W obszarze wytwarzania Spółka zaskoczyła pozytywnie o ponad 0,1 mld PLN.

Cena bieżąca

10,80 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

14,47 PLN

+34,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	14,47 PLN	2019-02-04

Podstawowe dane			PGE PW	vs. WIG
Ticker	PGE PW	Zmiana 1M	-13,4%	-12,1%
ISIN	PLPGER000010	Zmiana YTD	+8,0%	+4,2%
Liczba akcji (mln)	1 869,8	Średni obrót 1M	20,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	20 193,7	Średni obrót 6M	27,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	30 806,0	EV/EBITDA 12M fwd	4,1	-14,5%
Free float	42,6%	EV/EBITDA 5Y avg	4,8	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	7,9	7,6	10,4	7,3	6,2
P/BV	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	3,4	3,8	4,8	4,0	3,4
DPS	0,25	0,00	0,00	0,00	0,37
DYield	2,3%	0,0%	0,0%	0,0%	3,4%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Energia (PLN/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA skor.	6 124	6 481	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
dystribucja	2 230	2 333	2 445	2 468	2 475
obróć	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 (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Tauron opublikował już wstępne wyniki za 4Q i choć z ostateczną oceną trzeba się wstrzymać do pełnego raportu (zdarzenia jednorazowe) to warto zwrócić uwagę na spore rozczarowanie w segmencie wydobywczym. Brak progresu w zakresie wolumenów źle wróży dla tegorocznych rezultatów Grupy z uwagi na znaczny wzrost cen węgla na krajowym rynku. Wiele będzie zależało od komunikatu Zarządu na konferencji, ale na tym poziomie upatrujemy ryzyka dla naszych prognoz EBITDA'19. Kluczowy dla Spółki będzie jednak temat rekompensat w segmencie obrotu i jeśli potwierdzą się zapewnienia ministerstwa o pokryciu strat spółek handlujących energią to zniknie istotny czynnik obciążający notowania koncernu w ostatnich miesiącach (TPE ze swoją krótką pozycją w wytwarzaniu jest potencjalnie najbardziej narażony na niepełne pokrycie różnicy w cenach sprzedaży i zakupu). Przypominamy, że w takim scenariuszu 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). Rekomendacja kupuj pozostaje bez zmian.

Cena bieżąca

2,27 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

3,12 PLN

+37,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	3,12 PLN	2019-02-04

Podstawowe dane			TPE PW	vs. WIG
Ticker	TPE PW	Zmiana 1M	-5,4%	-4,1%
ISIN	PLTAURN00011	Zmiana YTD	+3,7%	-0,2%
Liczba akcji (mln)	1 752,5	Średni obrót 1M	7,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 978,3	Średni obrót 6M	11,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	13 499,2	EV/EBITDA 12M fwd	4,4	-7,3%
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	10,8	2,9	4,1	3,1	2,6
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	3,8	3,7	3,7	3,8	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%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Energia (PLN/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA skor.	3 374	3 508	3 297	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
dystribucja	2 395	2 283	2 487	2 534	2 607
obróć	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%

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%

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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana 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 Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Trendy wynikowe Netii w 2018 uległy poprawie: wynik EBITDA spadł o 6,4% R/R vs. -10,2% rok wcześniej, a Spółka generuje relatywnie wysoki CFO (380,4 mln PLN w 2018 vs. 347,9 mln PLN rok wcześniej). 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.). 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 (0,53x EBITDA na koniec 2018). Ze względu na powyższe walory Netii 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, zwłaszcza że podjął on ostatnio decyzje o wypłacie dywidendy.

Cena bieżąca

4,99 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

4,70 PLN

-5,8%

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

Podstawowe dane			NET PW	vs. WIG
Ticker	NET PW	Zmiana 1M	-4,4%	-3,1%
ISIN	PLNETIA00014	Zmiana YTD	-0,2%	-4,0%
Liczba akcji (mln)	337,0	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 681,9	Średni obrót 6M	0,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 873,7	EV/EBITDA 12M fwd	5,7	+16,9%
Free float	33,0%	EV/EBITDA 5Y avg	4,9	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019P	2020P
Przychody	1 522	1 442	1 373	1 348	1 348
EBITDA	426	383	356	345	356
marża EBITDA	28,0%	26,6%	25,9%	25,6%	26,4%
EBIT	25	72	76	74	90
Zysk netto	33	35	65	50	61
P/E	51,5	47,4	25,9	33,5	27,8
P/BV	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8
EV/EBITDA	4,4	5,1	5,3	5,7	5,7
DPS	0,39	0,20	0,00	0,00	0,00
DYield	7,9%	4,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2018	2019P	2020P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019P	2020P
Klienci linie głosowe (tys.)	1 140	1 014	937	880	844
ARPU głos wł. infras. (PLN)	28,4	26,5	25,3	24,7	24,5
ARPU głos WLR + LLU (PLN)	39,9	39,0	37,6	38,1	38,1
Klienci broadband (tys.)	697	640	608	592	615
ARPU broadband (PLN)	56,3	56,0	54,9	55,8	57,0
Przychody	1 522	1 442	1 373	1 348	1 348
bezpośrednie usługi głos.	471	405	350	317	295
transmisja danych	659	616	581	573	586
rozł. międzyop. i hurt.	209	234	236	244	249
inne	183	188	207	213	217
Koszty sprzedaży	294	275	275	270	274
Koszty ogół. zarządu	149	148	134	129	130
EBIT	25	72	76	74	90
marża	1,7%	5,0%	5,5%	5,5%	6,7%
Zysk netto	32,6	35,5	64,8	50,2	60,5

Model DCF

(mln PLN)	4Q'18	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	79	345	356	371	378	385	392	400	408	417	417
marża EBITDA	23,0%	25,6%	26,4%	27,0%	27,0%	26,9%	26,9%	26,9%	26,8%	26,8%	26,8%
Amortyzacja	68	271	266	265	265	265	262	252	242	225	225
EBIT	11	74	90	106	113	120	130	148	166	192	192
Podatek	2	14	17	20	21	23	25	28	32	37	37
NOPLAT	9	60	73	86	91	97	105	120	135	156	156
CAPEX	-80	-390	-390	-221	-211	-207	-211	-216	-220	-225	-225
Kapitał obrotowy	23	8	-1	0	0	0	-1	-2	-2	-3	-3
FCF	20	-51	-52	130	145	155	156	154	154	153	153
PV FCF	20	-47	-45	103	107	107	100	92	86	79	
WACC	7,9%	7,8%	7,6%	7,6%	7,5%	7,5%	7,4%	7,4%	7,3%	7,2%	7,2%
Dług netto / EV	12,1%	15,0%	17,9%	18,9%	19,3%	20,7%	21,9%	23,3%	24,5%	25,8%	25,8%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019P	2020P
CF operacyjny	442	346	380	342	341
CFO/EBITDA	104%	90%	107%	99%	96%
Capex	-209	-268	-281	-390	-390
Aktywa ogółem	2 450	2 401	2 526	2 517	2 657
Kapitał własny	1 896	1 778	1 867	1 919	1 980
Dług netto	204	285	192	278	342
Dług netto/EBITDA (x)	0,5	0,7	0,5	0,8	1,0

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Orange Polska kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Podtrzymujemy pozytywne podejście do Orange Polska. Spółka zaraportowała zestaw dobrych wyników za 4Q'18. W całym 2018 r. Orange osiągnęła pierwszy raz od 12 lat wzrost wyniku EBITDA R/R. Oczywiście wysoka sprzedaż aktywów nieruchomościowych jest jedną z przyczyn poprawy trendu w wynikach w 2018 r., ale drugim ważnym powodem jest przeprowadzana z sukcesem optymalizacja kosztowa. W ciągu 2 lat od ogłoszenia strategii spółki koszty pośrednie o 10%, Zarząd wyprzedził tutaj ogłaszany w 2016 r. plan. (12-15% mniej kosztów pośrednich do 2020 r.). Zarząd deklaruje nowe działania optymalizacyjne od 2019 r. Warto zwrócić uwagę, że rośnie baza klientów konwergentnych B2C (+201 tys. w ciągu 2018 r.), Spółka ustabilizowała poziom cen za usługi konwergentne i sprzedaż usług na FTTx (152 tys. w ciągu 2018 r., więcej niż w 2017 r. kiedy przybyło 126 tys.). 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. Po okresie dużych inwestycji do 2020 r. na „miedź XXI wieku” czyli technologię FTTx, spodziewamy się spadku nakładów na światłowód i powrotu do dywidendy od 2021 r. Obecny poziom wyceny, najniższy wśród polskich telekomów, tj. 4,6x na EV/EBITDA'19 jest naszym zdaniem niski i tworzy okazję inwestycyjną.

Cena bieżąca

5,42 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

6,40 PLN

+18,1%

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

Podstawowe dane			OPL PW	vs. WIG
Ticker	OPL PW	Zmiana 1M	-2,5%	-1,2%
ISIN	PLTLKPL00017	Zmiana YTD	+13,2%	+9,3%
Liczba akcji (mln)	1 312,0	Średni obrót 1M		8,9 mln PLN
MC (mln PLN)	7 111,0	Średni obrót 6M		9,4 mln PLN
EV (mln PLN)	13 963,0	EV/EBITDA 12M fwd	4,6	-0,8%
Free float	49,3%	EV/EBITDA 5Y avg	4,6	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019P	2020P
Przychody	11 538	11 381	11 101	11 096	11 214
EBITDA skor.	3 163	3 011	2 881	2 891	3 062
marża EBITDA	27,4%	26,5%	26,0%	26,1%	27,3%
EBIT	-1 354	229	345	423	632
Zysk netto	-1 746	-75	10	105	286
P/E	-	-	711,1	68,0	24,9
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA	4,4	4,8	4,8	4,6	4,3
DPS	0,25	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	4,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2018	2019P	2020P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019P	2020P
dost. szerokopasm. (tys.)	2 206	2 438	2 560	2 860	3 167
klienci ust. głosowe (tys.)	3 932	3 684	3 407	3 014	2 602
Przychody	11 538	11 381	11 101	11 096	11 214
telefonía komórkowa	6 324	6 141	2 461	2 302	2 175
telefonía stacjonarna	4 720	4 571	1 084	925	783
pozostałe	494	669	7 556	7 869	8 256
Koszty	8 445	8 655	8 379	8 300	8 226
koszty pracownicze	1 636	1 690	1 574	1 436	1 381
usługi obce	6 432	6 416	6 400	6 508	6 500
poz. przychody i koszty	377	341	219	176	170
utrata wartości nał.	0	208	186	180	175
sprzedaż aktywów	70	81	192	95	75
EBITDA	3 163	2 807	2 838	2 891	3 062
marża	27,4%	24,7%	25,6%	26,1%	27,3%
Zysk netto	-1 746	-60	10	105	286

Model DCF

(mln PLN)	18	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	11 101	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	25,6%	26,1%	27,3%	27,6%	27,9%	28,2%	28,3%	28,4%	28,5%	28,5%	28,5%
Amortyzacja	2 544	2 468	2 431	2 403	2 384	2 374	2 373	2 381	1 860	1 882	1 882
EBIT	565	423	632	723	801	869	906	931	1 473	1 455	1 455
Podatek	107	80	120	137	152	165	172	177	280	276	276
NOPLAT	458	343	512	586	648	704	734	754	1 193	1 179	1 179
CAPEX	-2 282	-1 933	-1 850	-1 683	-3 189	-1 759	-1 786	-1 824	-1 860	-1 882	-1 882
Kapitał obrotowy	142	-156	-213	-153	-116	-115	-89	-91	-96	-101	-101
FCF	861	721	879	1 153	-272	1 205	1 232	1 220	1 097	1 078	1 078
PV FCF	861	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%

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019P	2020P
CF operacyjny	2 549	2 064	1 670	2 672	2 858
CFO/EBITDA	81%	74%	59%	83%	84%
Capex	-5 604	-1 643	-2 282	-2 166	-2 052
Aktywa ogółem	22 588	22 933	23 295	22 667	23 062
Kapitał własny	10 007	9 936	10 503	10 838	11 301
Dług netto	6 932	6 436	6 850	6 169	5 530
Dług netto/EBITDA (x)	2,2	2,3	2,4	1,9	1,6

Analiza porównawcza

	EV / EBITDA			DYield - RFR		
	18	19P	20P	18	19P	20P
Minimum	11,8	9,5	9,4	9,7%	7,1%	8,1%
Maksimum	4,0	3,6	3,3	-16,9%	-10,1%	-8,2%
Mediana	5,1	5,1	4,8	2,6%	3,0%	3,4%
waga	33%	33%	33%	0%	0%	100%

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Play trzymaj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Notowania Play spadły w ciągu ostatniego miesiąca o 5%. Podtrzymujemy neutralne podejście do spółki. 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 przekonującej recepty na wzrost przychodów, Play zapowiedział dyscyplinę kosztową oraz brak większych nakładów na infrastrukturę stacjonarną, co implikuje wysoki FCFE oraz dywidendę (DivYield'19 = 6,9%). Tym samym Play jest jedyną spółką w sektorze, która w istotny sposób dzieli się zyskiem z akcjonariuszami. Jednak spółka zaraportowała spadek wyniku skorygowana EBITDA o 6,0% R/R za 4Q'18. Największym ryzykiem dla Play jest brak nogi stacjonarnej, zwłaszcza w kontekście oferty „fixed + mobile” od 2Q'19 zapowiedzianej przez T-Mobile. Ryzyka nie należy jednak naszym zdaniem przesadnie dyskutować. 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

20,94 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

21,30 PLN

+1,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	21,30 PLN	2019-02-04

Podstawowe dane			PLY PW	vs. WIG
Ticker	PLY PW	Zmiana 1M	-4,8%	-3,5%
ISIN	LU1642887738	Zmiana YTD	+0,7%	-3,1%
Liczba akcji (mln)	253,7	Średni obrót 1M	5,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	5 312,5	Średni obrót 6M	14,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	12 025,5	EV/EBITDA 12M fwd	5,3	-9,8%
Free float	49,4%	EV/EBITDA 5Y avg	5,8	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019P	2020P
Przychody	6 118	6 670	6 839	6 911	7 019
EBITDA	1 924	1 904	2 125	2 161	2 210
marża EBITDA	31,5%	28,5%	31,1%	31,3%	31,5%
EBIT	1 290	1 107	1 361	1 276	1 266
Zysk netto	712	387	721	719	729
P/E	7,5	13,7	7,4	7,4	7,3
P/BV	4,0	-	-	19,0	8,1
EV/EBITDA	5,4	6,3	5,7	5,5	5,2
DPS	0,00	0,00	2,56	1,45	1,24
DYield	0,0%	0,0%	12,2%	6,9%	5,9%
Zmiana prognoz			2018	2019P	2020P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019P	2020P
Aktywni klienci (tys.)	12 011	12 394	12 653	13 043	13 142
ARPU (PLN)	31,4	32,0	32,4	32,4	32,7
Przychody	6 118	6 670	6 839	6 911	7 019
przychody z usług	4 493	4 878	5 083	5 225	5 328
obróć sprzętem	1 625	1 792	1 756	1 686	1 691
Koszty	4 193	4 766	4 680	4 750	4 809
interkonekt	1 496	1 729	1 922	1 985	1 959
koszty kontraktów	399	429	421	447	459
sprzęt	1 366	1 410	1 442	1 416	1 438
koszty osobowe	228	526	255	278	286
usługi obce	567	606	515	531	574
pozostałe	138	65	125	93	94
EBITDA skoryg.	2 035	2 298	2 159	2 191	2 240
marża	33,3%	34,4%	31,6%	31,7%	31,9%
Zysk netto	712	387	721	719	729

Model DCF

(mln PLN)	18	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	6 839	6 911	7 019	7 113	7 184	7 241	7 289	7 330	7 366	7 398	7 398
EBITDA	2 159	2 161	2 210	2 250	2 266	2 285	2 273	2 261	2 247	2 237	2 237
marża EBITDA	31,6%	31,9%	32,0%	32,1%	31,9%	31,8%	31,4%	31,0%	30,7%	30,4%	30,4%
Amortyzacja	789	885	944	981	987	1 083	1 094	1 082	1 042	1 019	1 019
EBIT	1 371	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	-767	-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	938	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%

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019P	2020P
CF operacyjny	1 588	1 389	2 037	1 974	1 998
CFO/EBITDA skor.	78%	60%	94%	90%	89%
Capex	-2 316	-650	-767	-887	-852
Aktywa ogółem	8 747	8 831	8 521	8 581	8 629
Kapitał własny	1 343	-213	-201	320	722
Dług netto	5 111	6 710	6 713	6 455	6 179
Dług netto/EBITDA (x)	2,5	2,9	3,1	2,9	2,8

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,3
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdykontowana 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 Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Agora przejęła w lutym'19 40% Eurozet, tym samym zrealizował się negatywny scenariusz o którym informowaliśmy w poprzednim raporcie miesięcznym. Do przejścia podchodzimy sceptycznie. Wskaźniki na transakcji wyglądają mało atrakcyjnie, a zaangażowanie istotnego z punktu kapitalizacji rynkowej Agory kapitału w małoperspektywiczny rynek radiowy może osłabić sentyment do spółki w krótkim terminie. Niemniej jednak walory Agory przy obecnej wycenie rynkowej są naszym zdaniem atrakcyjne i podtrzymujemy pozytywne nastawienie do spółki. Agora oferuje wysoki DivYield rzędu 4,3%, jest notowana z istotnym dyskontem do spółek porównywalnych i ma korzystne momentum wynikowe (EBITDA skorygowana za 4Q'18 +11% R/R). Dodatkowo zwracamy uwagę, że sam biznes kinowy Agory wyceniamy na >470 mln PLN, niewiele mniej niż całej Agory. Podtrzymujemy nasze oczekiwania ciężej 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, co powinno poprawiać sentyment do spółki.

Cena bieżąca

11,60 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

16,00 PLN

+37,9%

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

Podstawowe dane		AGO PW	vs. WIG
Ticker	AGO PW	Zmiana 1M	+3,6% +4,8%
ISIN	PLAGORA00067	Zmiana YTD	+16,0% +12,2%
Liczba akcji (mln)	46,6	Średni obrót 1M	0,6 mln PLN
MC (mln PLN)	540,3	Średni obrót 6M	0,3 mln PLN
EV (mln PLN)	535,4	EV/EBITDA 12M fwd	5,1 -5,1%
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	-	-	24,3	38,5	20,5
P/BV	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	5,0	18,8	5,0	5,3	4,9
DPS	0,75		0,50	0,50	0,50
DYield	6,5%		4,3%	4,3%	4,3%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
Przychody		0,0%	0,0%	0,0%	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
EBIT		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
CAPEX		0,0%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
rozpowsz. GW (tys.)	161	124	104	93	87
sprzed. bilety do kin (mln)	10,8	12,2	12,3	13,0	14,0
ATP (PLN)	18,1	18,4	18,9	18,9	18,9
RPH (PLN)	6,7	6,8	7,1	7,2	7,4
Przychody	1 198	1 165	1 139	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
wylączenia	-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

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%

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%

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 Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

W lutym'19 notowania Cyfrowego Polsatu wzrosły o 2%, w dużej mierze dzięki ogłoszeniu oczekiwań głównego akcjonariusza dot. wypłaty dywidendy 0,93 PLN rocznie na akcję w ciągu 3 najbliższych lat. Wiadomość jest zaskakująca i budzi pewne podejrzenia, mimo tego do wypłaty dywidendy podchodzimy pozytywnie. Od dłuższego czasu uważamy, że spółka nawet przy dzisiejszym dużym zalewarowaniu może pozwolić sobie na podział zysku z akcjonariuszami. DivYield wynosi obecnie 3,7%. Niemniej jednak Cyfrowy Polsat jest notowany na EV/EBITDA'19 = 6,7x, 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 premię walutową do OPL i PLY. Zakładaliśmy też, 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+. Stąd, podtrzymujemy neutralne nastawienie do spółki.

Cena bieżąca

24,72 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

23,20 PLN

-6,1%

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

Podstawowe dane			CPS PW	vs. WIG
Ticker	CPS PW	Zmiana 1M	+1,9%	+3,2%
ISIN	PLCFRPT00013	Zmiana YTD	+9,6%	+5,8%
Liczba akcji (mln)	639,5	Średni obrót 1M	16,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	15 809,5	Średni obrót 6M	12,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	26 790,1	EV/EBITDA 12M fwd	6,4	-8,2%
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	15,2	16,1	16,1	14,2	11,8
P/BV	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA	7,4	7,3	7,3	6,7	6,2
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			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne*

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	9 730	9 829	9 917	10 110	10 275
detaliczne od klientów	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
dyskrybucja i marketing	803	894	873	891	906
D&A	1 699	1 783	1 805	1 714	1 629
rozliczenia międzyop.	2 141	2 014	2 134	2 088	2 104
wynagrodzenia	550	553	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

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	1 558	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%

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%

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 (bez zmian)

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.

Cena bieżąca

55,40 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

61,50 PLN

+11,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	61,50 PLN	2019-02-04

Podstawowe dane			WPL PW	vs. WIG
Ticker	WPL PW	Zmiana 1M	-6,1%	-4,8%
ISIN	PLWRTPL00027	Zmiana YTD	+4,9%	+1,1%
Liczba akcji (mln)	29,8	Średni obrót 1M	0,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 649,6	Średni obrót 6M	0,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 882,7	EV/EBITDA 12M fwd	9,5	-8,5%
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	29,1	36,5	22,8	17,4	14,8
P/BV	4,0	3,9	3,5	3,2	2,8
EV/EBITDA	14,9	14,2	11,5	9,3	8,2
DPS	0,00	1,10	0,96	1,29	1,66
DYield	0,0%	2,0%	1,7%	2,3%	3,0%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

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

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%

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%

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Asseco Poland trzymaj (obniżona)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Notowania Asseco Poland wzrosły w ciągu ostatniego miesiąca 13%, istotnie wyprzedzając szeroki indeks. Zrealizował się zapowiadany przez nas w poprzednim przeglądzie miesięcznym scenariusz dot. Przejęcia kontaktu na utrzymaniu systemu KSI w ZUS przez Comarch. ZUS chce częściowo wypowiedzieć umowę i powierzyć realizowanie usług Asseco Poland. Naszym zdaniem Asseco Poland jest przygotowane do realizacji kontaktu bez istotnego zwiększania bazy pracowników. Informacja wywołała się falę optymizmu do Asseco Poland. Stąd, po wzrostach, obniżamy nasze zalecenie z akumuluj do trzymaj. Jednocześnie aktualizujemy naszą wycenę porównawczą. Asseco jest notowane na P/E'19 = 15,3x, (vs. 15,9x mediana dla spółek porównywalnych). Niemniej jednak, argumentem wspierającym sentyment do spółki może być perspektywa dobrych wyników za 4Q'18, których oczekujemy. Wskazujemy też na wysoki DivYield, rzędu 5,5% przy obecnym poziomie kursu.

Cena bieżąca

54,30 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

53,00 PLN

-2,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	53,00 PLN	2019-03-05
poprzednia	akumuluj	51,20 PLN	2019-02-04
Podstawowe dane			
	ACP PW	Zmiana 1M	+12,8% +14,1%
Ticker	PLSOFTB000016	Zmiana YTD	+17,7% +13,9%
ISIN		Średni obrót 1M	6,3 mln PLN
Liczba akcji (mln)	83,0	Średni obrót 6M	6,4 mln PLN
MC (mln PLN)	4 506,9	P/E 12M fwd	14,1 +13,8%
		P/E 5Y avg	12,4 premia
Free float	68,0%		

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	15,0	7,6	13,5	15,3	14,9
P/BV	0,8	0,9	0,8	0,8	0,8
P/S	0,57	0,58	0,49	0,48	0,47
DPS	3,01	3,01	3,01	3,01	2,30
DYield	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	4,2%
Zmiana prognoz					
			2018P	2019P	2020P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	7 932	7 724	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

	18P	P/E 19P	20P
Maximum	27,6	25,0	22,1
Minimum	10,6	9,4	8,7
Mediana	17,3	15,9	14,3
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%	50,63
SOTP	50%	49,01
Cena wynikowa		49,82
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		53,00

CD Projekt kupuj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Podtrzymujemy nasze pozytywne podejście do spółki oraz zakładamy sprzedaż Cyberpunk 2077 (C2077) w pierwszym roku na poziomie 21 mln sztuk. Uważamy, że zapowiadana wysoka jakość gry, coraz większa rozpoznawalność studia oraz ogromne zainteresowanie graczy nowym tytułem CDR pozwoli spółce na osiągnięcie wolumenu sprzedaży zbliżonego do wyników osiąganych przez największe produkcje. Argumentem wspierającym nasze oczekiwania 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 oraz 23 mln sztuk do końca 2018 roku (premiera miała miejsce w październiku, a gra jest dystrybuowana wyłącznie na XOne i PS4). 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. W lutym CD Projekt na oficjalnym koncercie Cyberpunk 2077 na Twitter potwierdził obecność spółki na tegorocznych targach E3. Oczekujemy pojawienia się znacznie więcej materiałów dotyczących C2077 w kolejnych miesiącach, 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 informacje o C2077.

Cena bieżąca

189,40 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

217,70 PLN

+14,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	217,70 PLN	2019-02-04

Podstawowe dane		CDR PW	vs. WIG
Ticker	CDR PW	Zmiana 1M	-0,7% +0,6%
ISIN	PLOPTTC00011	Zmiana YTD	+30,1% +26,3%
Liczba akcji (mln)	96,1	Średni obrót 1M	44,2 mln PLN
MC (mln PLN)	18 205,1	Średni obrót 6M	58,6 mln PLN
EV (mln PLN)	17 625,8	EV/EBITDA 12M fwd	23,6 +3,6%
Free float	64,9%	EV/EBITDA 5Y avg	22,8 premia

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	72,0	90,0	-	-	9,7
P/BV	23,2	20,4	18,5	17,9	6,4
EV/EBITDA	56,6	70,7	156,8	424,1	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		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
W3 (S)		0,0%	0,0%	0,0%	
Gwint (S)		0,0%	0,0%	0,0%	
C2077 (S)		0,0%	0,0%	0,0%	

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Produkcja gier (S)	476	330	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 inv.	-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%

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%	-

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%

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)	211,30

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 kupuj (podwyższona)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Notowania Comarchu w ciągu ostatnich 5 miesięcy spadły o blisko 4%, były gorsze od WIG o >6 p.p. i od głównego konkurenta ACP o blisko 17 p.p. Niepewność dot. wyników za 2018 r. oraz ryzyko wypowiedzenia kontaktu ZUS były głównymi powodami słabości walorów Comarchu. (1) Spółka zaraportowała jednak zestaw bardzo dobrych wyników za 4Q'18 oraz (2) przedstawiła optymistyczny guidance na 2019 r. Portfel zamówień jest obecnie wyższy R/R o 15%, przy mniejszych obrotach z ZUS niż początkowo kontraktowano. Comarch generuje już > 50% obrotów w modelu powtarzalnym, a Zarząd wydaje się pewny dalszej szybkiej ekspansji zwłaszcza w segmencie TMT. Naszą prognozę zysku EBITDA podnosimy do 200,6 mln PLN na 2019 r., (3) jest ona wyższa o 20% od konsensusu rynkowego. (4) Comarch jest notowany obecnie na atrakcyjnym poziomie EV/EBITDA'18 = 7,4x, z 24% dyskontem do spółek porównywalnych. Po aktualizacji naszego modelu finansowego, nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 195,00 PLN i podnosimy zalecenie inwestycyjne do kupuj z trzymaj. Jednocześnie podkreślamy, że negatywnych informacji dot. ZUS nie należy nadinterpretować. Zarząd Comarchu twierdzi, że nie będzie mieć problemów z zagospodarowaniem wolnych mocy przerobowych zespołu ZUS (co jest najważniejsze odnośnie marży w 2019 r.).

Cena bieżąca

162,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

195,00 PLN

+20,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	195,00 PLN	2019-03-05	
poprzednia	trzymaj	160,80 PLN	2019-02-04	
Podstawowe dane		CMR PW	vs. WIG	
Ticker	CMR PW	Zmiana 1M	+1,6%	+2,8%
ISIN	PLCOMAR00012	Zmiana YTD	+6,9%	+3,1%
Liczba akcji (mln)	8,1	Średni obrót 1M	0,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 321,7	Średni obrót 6M	0,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 311,5	EV/EBITDA 12M fwd	7,8	+5,0%
Free float	59,2%	EV/EBITDA 5Y avg	7,5	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019P	2020P
Przychody	1 109	1 102	1 365	1 484	1 568
EBITDA	176	99	177	201	218
marża EBITDA	15,8%	9,0%	13,0%	13,5%	13,9%
EBIT	113	34	112	132	146
Zysk netto	70	43	52	84	99
P/E	18,9	30,7	25,6	15,6	13,4
P/BV	1,5	1,5	1,5	1,4	1,3
EV/EBITDA	7,3	13,7	7,4	6,4	5,7
DPS	0,00	1,50	1,50	1,50	5,00
DYield	0,0%	0,9%	0,9%	0,9%	3,1%
Zmiana prognoz		2018	2019P	2020P	
Przychody		+1,7%	+6,1%	+5,0%	
EBITDA		+15,8%	+19,3%	+18,1%	
EBIT		+27,6%	+32,5%	+28,3%	
Zysk netto		+2,8%	+19,3%	+17,1%	
CAPEX		+4,6%	+22,0%	+20,6%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019P	2020P
Przychody	1 109	1 102	1 365	1 484	1 568
TMT	276	258	313	379	398
finanse i bankowość	164	186	204	227	236
handel i usługi	183	174	201	223	245
przemysł i utilities	146	142	138	147	154
sektor publiczny	73	63	194	153	162
SME	228	236	260	292	306
inne	39	43	54	65	67
Zysk brutto na sprzedaży	343	268	387	417	427
marża	30,9%	24,3%	28,3%	28,1%	27,2%
koszty sprzedaży	131	134	138	150	155
koszty ogólnego zarządu	101	98	109	120	125
EBIT	113	34	112	132	146
marża	10,2%	3,1%	8,2%	8,9%	9,3%
Zysk netto	70,1	43,1	51,7	84,5	98,8

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Przychody	1 484	1 568	1 648	1 721	1 795	1 870	1 943	2 008	2 070	2 135	2 177
EBITDA	201	218	229	238	247	255	264	270	276	282	288
marża EBITDA	13,5%	13,9%	13,9%	13,8%	13,7%	13,7%	13,6%	13,5%	13,3%	13,2%	13,5%
Amortyzacja	69	72	75	79	82	86	90	94	99	103	105
EBIT	132	146	154	159	165	169	174	176	177	179	183
Podatek	37	39	41	42	43	45	46	46	47	47	48
NOPLAT	96	108	114	117	121	125	128	130	131	132	134
CAPEX	-87	-87	-91	-93	-95	-98	-99	-101	-102	-103	-105
Kapitał obrotowy	-19	-10	-13	-11	-11	-12	-11	-10	-10	-10	-10
FCF	58	83	84	91	96	102	107	113	117	122	124
PV FCF	54	71	67	67	65	63	61	60	57	55	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Dług netto / EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019P	2020P
CF operacyjny	88	61	144	137	164
CFO/EBITDA	50%	62%	81%	68%	75%
Capex	-121	-141	-87	-87	-87
Aktywa ogółem	1 439	1 503	1 675	1 792	1 888
Kapitał własny	861	880	897	970	1 028
Dług netto	-49	19	-28	-63	-96
Dług netto/EBITDA (x)	-0,3	0,2	-0,2	-0,3	-0,4

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18	19P	20P	18	19P	20P
Minimum	27,6	25,0	22,1	17,8	16,4	15,5
Maksimum	10,6	9,4	8,7	5,5	5,5	5,2
Mediana	16,1	14,8	13,8	9,7	8,9	8,5
waga	33%	33%	33%	33%	33%	33%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 475
Dług netto	-28
Inne korekty	18
Wycena DCF na akcję (PLN)	182,58

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	184,06
DCF	50%	182,58
cena wynikowa		183,32
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		195,00

Przemysł, surowce

Famur

kupuj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Utrzymujące się powyżej piennego 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 rosnać dynamicznie w kolejnych dwóch latach do poziomu 176 mld USD w 2020 roku, kiedy prawdopodobnie osiągną lokalny szczyt. Dodatkowo problemem na rynku krajowym są utrzymujące się niskie zapasy surowca przy zwiększającym się imporcie z rynków zewnętrznych. W Polsce w związku z realizacją zadań Programu dla Górnictwa do 2030 roku Ministerstwo Energii oczekuje, że nakłady w państwowych firmach wydobywczych wzrosną do 2,4 mld PLN w 2018 roku (minimum 1,6 mld PLN w 2016 roku) i będą się utrzymywać na poziomie powyżej 2,0 mld PLN w kolejnych latach. 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 po sprzedaży PBSZ Famur stać jest na wypłatę nawet 266 mln PLN dywidendy w 2019 roku (DYield na poziomie około 9% (rekomendacja prawdopodobnie przy wynikach za 4Q'18). Pozostawiamy bez zmian naszą wycenę Famur (6,61 PLN/akcja) oraz rekomendację kupuj.

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%

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%

Cena bieżąca

4,91 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

6,61 PLN

+34,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	6,61 PLN	2019-02-04

Podstawowe dane			FMF PW	vs. WIG
Ticker	FMF PW	Zmiana 1M	-1,2%	+0,1%
ISIN	PLFAMUR00012	Zmiana YTD	-9,1%	-12,9%
Liczba akcji (mln)	574,8	Średni obrót 1M		0,6 mln PLN
MC (mln PLN)	2 822,1	Średni obrót 6M		1,1 mln PLN
EV (mln PLN)	3 024,2	EV/EBITDA 12M fwd	5,5	-7,4%
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	25,5	56,6	13,8	11,1	10,3
P/BV	2,4	1,9	1,9	1,9	1,8
EV/EBITDA	9,4	9,6	6,4	5,5	5,3
DPS	0,00	0,00	0,44	0,46	0,31
DYield	0,0%	0,0%	9,0%	9,4%	6,3%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Obroty Underground			0,0%	0,0%	0,0%
Obroty Surface			0,0%	0,0%	0,0%
Marża Underground			0,0%	0,0%	0,0%
Marża Surface			0,0%	0,0%	0,0%

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Aktywa	1 775	3 138	3 171	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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana 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. Mimo tego Grupa Kęty jest notowana z ponad 40% premią do spółek porównywalnych na lata 2019 i 2020. Nie zmieniamy naszej ceny docelowej 324,30 PLN/akcja oraz rekomendacji trzymaj.

Cena bieżąca

334,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

324,30 PLN

-3,0%

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

Podstawowe dane		KTY PW	vs. WIG
Ticker	KTY PW	Zmiana 1M	+1,1% +2,3%
ISIN	PLKETY000011	Zmiana YTD	+1,7% -2,1%
Liczba akcji (mln)	9,5	Średni obrót 1M	0,7 mln PLN
MC (mln PLN)	3 193,0	Średni obrót 6M	0,8 mln PLN
EV (mln PLN)	3 989,2	EV/EBITDA 12M fwd	8,3 -11,1%
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	11,4	13,4	12,1	13,3	12,6
P/BV	2,3	2,3	2,3	2,2	2,1
EV/EBITDA	9,1	8,9	8,6	8,9	8,4
DPS	17,95	30,00	23,94	19,36	17,64
DYield	5,4%	9,0%	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%

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%

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%

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		324,31

JSW trzymaj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Nagłe ulewę w Australii lokalnie podbiły ceny węgla koksowego do ponad 210 USD/t (jeszcze kilka tygodni wcześniej poniżej 190 USD/t), dodatkowo wskaźniki PMI przemysłu stalowego w Chinach w styczniu i lutym wróciły do poziomu około 50 punktów. Naszym zdaniem ceny węgla koksowego nadal będą znajdować się pod presją ze względu na niskie marże wielkopiecowych producentów stali w Chinach (BOF) oraz obserwowany wzrost zapasów stali w Państwie Środka (powyżej 5-letniej średniej). Według nas rynek zdyskontował już oczekiwany przez nas spadek wyników finansowych JSW w 2019 roku. Cena akcji JSW naszym zdaniem może się obecnie stabilizować po tym jak Ministerstwo Energii wyraziło „zaskoczenie” pomysłem potencjalnej emisji akcji. Dodatkowo, przy wynikach za 2018 r. (14 marca) Zarząd powinien poinformować rynek o rekomendacji dywidendy, co przy bieżącym kursie mogłoby być pozytywnie odebrane przez rynek (niska cena implikuje potencjalnie wyróżniający się w grupie porównawczej DYield). Nie zmieniamy naszej ceny docelowej (60,68 PLN/akcja) oraz rekomendacji trzymaj.

Cena bieżąca

57,86 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

60,68 PLN

+4,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	60,68 PLN	2019-02-20

Podstawowe dane		JSW PW	vs. WIG
Ticker	JSW PW	Zmiana 1M	-17,6% -16,3%
ISIN	PLJSW0000015	Zmiana YTD	-14,0% -17,8%
Liczba akcji (mln)	117,4	Średni obrót 1M	16,3 mln PLN
MC (mln PLN)	6 793,4	Średni obrót 6M	16,4 mln PLN
EV (mln PLN)	3 933,8	EV/EBITDA 12M fwd	2,1 -40,7%
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.	-	3,1	3,4	9,4	20,1
P/BV	1,7	1,1	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA skor.	7,0	1,5	1,2	2,7	3,6
DPS	0,00	0,00	0,00	5,94	2,45
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	10,3%	4,2%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
EBITDA (skor.)		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto (skor.)		0,0%	0,0%	0,0%	
Węgiel koksowy (USD/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Węgiel do celów energetycznych (PLN/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Koks (USD/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Prod. węgla (tys. t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Prod. w. w. koks. (tys. t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Prod. koksu (tys. t)		0,0%	0,0%	0,0%	

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Prod. węgla (tys. t)	16 835	14 768	15 023	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%

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%

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%

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 (podtrzymana)

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% - najwyższe 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 w kolejnych dwóch kwartałach można oczekiwać dalszej poprawy wyników finansowych w ujęciu r/r. W związku wysokim wykonaniem naszej prognozy na 2019 rok na poziomie wyniku powyżeramy naszą prognozę o 17%. Podwyższamy naszą cenę docelową dla Grupy Kernel do 62,86 PLN/akcja (wcześniej 60,85 PLN/akcja) oraz podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Cena bieżąca

49,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

62,86 PLN

+27,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	62,86 PLN	2019-03-05	
poprzednia	kupuj	60,85 PLN	2018-11-05	
Podstawowe dane			KER PW	vs. WIG
Ticker	KER PW	Zmiana 1M	-0,6%	+0,7%
ISIN	LU0327357389	Zmiana YTD	+0,5%	-3,3%
Liczba akcji (mln)	82,7	Średni obrót 1M	1,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 066,9	Średni obrót 6M	3,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	6 439,2	EV/EBITDA 12M fwd	5,5	+35,8%
Free float	60,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,1	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	189	213
P/E	4,7	6,1	20,6	5,7	5,0
P/BV	1,1	0,9	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	3,8	5,0	7,6	5,4	4,7
DPS	0,25	0,24	0,25	0,25	0,92
DYield	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	7,1%
Zmiana prognoz			18/19P	19/20P	20/21P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			+17,0%	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	223	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	-193
Dywidenda/buyback	-20	-20	-20	-21	-76
FCF	155	-93	-14	-122	182
FCF/EBITDA	45%	-29%	-6%	-34%	43%
CFO/EBITDA	39%	24%	37%	61%	69%

Model DCF

(mln USD)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Marża olej (USD/t)	76	90	102	111	108	104	100	96	92	91	92
Pszenica (USD/t)	170	190	195	195	195	195	195	195	195	195	195
Kukurydza (USD/t)	175	185	194	194	194	194	194	195	196	197	197
Przychody	3 520	4 564	5 085	5 344	5 412	5 501	5 584	5 667	5 756	5 852	5 942
EBITDA	362	420	480	521	501	493	484	480	478	483	490
marża EBITDA	10,3%	9,2%	9,4%	9,8%	9,3%	9,0%	8,7%	8,5%	8,3%	8,3%	8,2%
EBIT	269	324	376	416	397	390	381	371	366	358	362
Podatek	2	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	-122	182	310	370	359	341	324	310	279	283	289
PV FCF	-116	151	221	227	190	155	127	104	83	72	
WACC	15,7%	15,4%	15,5%	15,7%	15,8%	15,9%	16,0%	16,1%	15,7%	15,8%	15,9%
Risk-free rate	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%

Bilans

(mln USD)	15/16	16/17	17/18	18/19P	19/20P
Aktywa	1 509	2 009	2 211	2 589	2 784
Aktywa trwałe	789	888	1 006	1 245	1 262
Kapitał własny	995	1 153	1 171	1 295	1 430
Udział mniejszości	2	5	7	7	7
Dług netto	276	508	619	884	876
Dług netto/EBITDA (x)	0,8	1,6	2,8	2,4	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	4,5	5,6	3,9	3,6	3,1	3,6
Maksimum	51,0	109,6	31,1	14,9	13,6	11,7
Mediana	18,9	13,1	13,3	8,8	8,0	7,6
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Podsumowanie DCF

(mln USD)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana wartość FCF	1 214
Dług netto	619
Inne korekty	7
Wycena DCF na akcję (PLN)	47,34

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	64,57
DCF	50%	47,34
Cena wynikowa		55,95
Koszt kapitału 9M		12,3%
Cena docelowa za 9M		62,86

KGHM trzymaj (bez zmian)

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). Naszym zdaniem mimo zakładanych wyższych niż obecnie na rynku cen miedzi w 2019 roku potencjał odrealizowania kursu jest ograniczony (bieżąca cena blisko naszej ceny docelowej mimo wyższych rynkowych założonych cen). Szansą dla spółki byłoby zmiany w formule podatku od wydobywania w Polsce. Niestety wszystkie dotychczas zaproponowane warianty nie wpływają na zwiększenie generowania gotówki w samej spółce. W perspektywie nadchodzącego miesiąca naszym zdaniem na kursie ciążyć mogą informacje o publikacji skali odpisów w zagranicznych aktywach oraz słabe wyniki 4Q'18. Pozostawiamy bez zmian naszą cenę docelową (92,41 PLN/akcja) oraz rekomendację trzymaj dla Grupy KGHM.

Cena bieżąca

101,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

92,41 PLN

-8,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	92,41 PLN	2019-02-04

Podstawowe dane			KGH PW	vs. WIG
Ticker	KGH PW	Zmiana 1M	+5,7%	+7,0%
ISIN	PLKGHM000017	Zmiana YTD	+13,9%	+10,1%
Liczba akcji (mln)	200,0	Średni obrót 1M	74,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	20 240,0	Średni obrót 6M	55,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	26 287,7	EV/EBITDA 12M fwd	4,8	-4,2%
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.	13,0	11,3	14,2	8,7	9,6
P/BV	1,3	1,1	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA skor.	5,9	4,7	5,3	4,5	4,4
DPS	1,50	1,00	0,00	1,00	2,34
DYield	1,5%	1,0%	0,0%	1,0%	2,3%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA (skor.)			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto (skor.)			0,0%	0,0%	0,0%
Miedź (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Srebro (USD/oz)			0,0%	0,0%	0,0%
Molibden (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Prod. miedź (tys. ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Prod. srebro (ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Prod. molibden (mln lb)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

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

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%

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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyktowana 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. Po informacji o rekomendacji podziału zysków za 2018 korygujemy nasze założenia odnośnie wypłaty dywidendy (do zera). Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla Grupy Stelmet oraz korygujemy cenę docelową o aktualizację prognoz oraz zmiany w wycenie porównawczej do poziomu 8,36 PLN/akcja (wcześniej 8,39 PLN/akcja).

Cena bieżąca

10,25 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

8,36 PLN

-18,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	8,36 PLN	2019-03-05	
poprzednia	trzymaj	8,39 PLN	2019-02-04	
Podstawowe dane			STL PW	vs. WIG
Ticker	STL PW	Zmiana 1M	+19,2%	+20,5%
ISIN	PLSTLMT00010	Zmiana YTD	+41,6%	+37,8%
Liczba akcji (mln)	29,4	Średni obrót 1M	0,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	301,0	Średni obrót 6M	0,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	476,8	EV/EBITDA 12M fwd	7,8	+12,2%
Free float	15,0%	EV/EBITDA 5Y avg	6,9	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018	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	4,2	15,5	31,4	29,5	22,3
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	6,1	8,4	7,0	8,2	7,2
DPS	0,29	0,00	0,00	0,08	0,21
DYield	2,8%	0,0%	0,0%	0,8%	2,0%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
DAO (PLN/m3)			0,0%	0,0%	0,0%
DAO vol (tys. m3)			0,0%	0,0%	0,0%
Drewno (PLN/m3)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	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	8,0	7,1	7,3	3,9	3,4	4,2
Maksimum	58,4	45,9	14,3	17,4	15,9	9,3
Mediana	14,3	11,5	10,0	7,0	6,3	6,1
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	32	25	23	22	21	19	17	15	14	13
WACC	6,9%	7,1%	7,2%	7,3%	7,4%	7,6%	7,7%	7,7%	7,8%	7,8%	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	206
Dług netto	182
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	9,10

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	6,63
DCF	50%	9,10
Cena wynikowa		7,86
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		8,36

Deweloperzy

Atal

kupuj (bez zmian)

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

W 2018 Atal rozwinął segment lokali inwestycyjnych. Obecnie posiada w budowie 6 projektów apartotelowych na ok. 1,000 lokali. Jak poinformował w lutym, teraz zamierza poszerzyć działalność o segment nieruchomości biurowych. Obecnie w budowie jest biurowiec we Wrocławiu o pow. 15 tys. mkw. Kolejne 2 mają powstać w Krakowie jeszcze w tym roku (w tym Atal Residence Zabłocie IV, 21 lokali). Poziom przekazania w Q4'18, co prawda implikuje relatywnie słabsze momentum wyników, to jednak w całym roku wzrost ZN sięgnie 10% (na bazie naszych prognoz). Wysoki poziom ZN i rekordowy bank ziemi (4,8 letniej sprzedaży), daje dobrą perspektywę na zwiększenie poziomu wypłaty dywidendy w obecnym i kolejnych latach nawet do 100% (vs. 76% w 2018), zgodnie z założeniami Zarządu. Z zysku za 2018 oczekujemy DPS PLN 4,74, co implikuje DY =13,1%. Mając na uwadze wspomniany wysoki i mocno zdwyersyfikowany potencjał sprzedażowy oraz niskie zadłużenie utrzymujemy pozytywne nastawienie do spółki.

Cena bieżąca

36,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

42,86 PLN

+18,4%

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

Podstawowe dane			1AT PW	vs. WIG
Ticker	1AT PW	Zmiana 1M	-0,5%	+0,7%
ISIN	PLATAL000046	Zmiana YTD	+29,3%	+25,5%
Liczba akcji (mln)	38,7	Średni obrót 1M		0,8 mln PLN
MC (mln PLN)	1 401,5	Średni obrót 6M		0,5 mln PLN
EV (mln PLN)	1 628,6	EV/EBITDA 12M fwd	7,6	-3,6%
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	15,7	8,2	7,4	7,8	7,5
P/BV	2,0	1,8	1,7	1,7	1,7
EV/EBITDA	14,7	7,2	6,6	7,1	7,3
DPS	0,61	1,73	3,54	4,74	4,73
DYield	1,7%	4,8%	9,8%	13,1%	13,1%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
MBNS			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Przekazane lokale			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przekazane lokale (szt.)	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%

Model DCF

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

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

Przepływy pieniężne

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

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Dom Development akumuluj (bez zmian)

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

7 marca Dom Development przedstawi wyniki za Q4'18, które w naszej ocenie powinny być dobre (+7% r/r na ZN Q4'18p). Również perspektywa na Q1'19 prezentuje się zdecydowanie pozytywnie (ze względu na wysoki potencjał poziomu przekazania). W całym 2019 zakładamy natomiast 3% spadku przekazania. Nasza prognoza jest zgodna z oczekiwaniami spółki – w lutym CEO przekazał, że spółka oczekuje podobnego r/r poziomu przekazania i spodziewa się wzrostu liczby sprzedanych mieszkań we Wrocławiu i Trójmieście, co jednak nie oznacza, że cały rok '19 zamknie wzrostem, gdyż sprzedaż w Warszawie może być trudna do utrzymania. Sprzedaż będzie wspierać rozbudowa oferty. W 2019 Dom planuje rozpocząć budowę blisko 4 tys. lokali (z tego 2 tys. w 1H19). W otoczeniu rosnących kosztów budowy oczekujemy, że marża deweloperska Dom w 2019-20 powinna sobie radzić relatywnie lepiej niż rynek i pozostać na stabilnym poziomie ok. 26-27%, ze względu na dodatkowe wsparcie z tytułu przejścia na system realizacji inwestycji w ramach własnego wykonawstwa i niższe koszty alokacji ceny nabycia na projektach Eurostyl. W związku z rekordowym wynikiem 2018, oczekujemy że Dom wypłaci również rekordową dywidendę (zakładamy DPS PLN 8,92 przy DY=12,1%). Podtrzymujemy naszą rekomendację akumuluj.

Cena bieżąca

73,80 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

84,10 PLN

+14,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	84,10 PLN	2019-02-04

Podstawowe dane			DOM PW	vs. WIG
Ticker	DOM PW	Zmiana 1M	-1,3%	-0,1%
ISIN	PLDMDVL00012	Zmiana YTD	+17,1%	+13,3%
Liczba akcji (mln)	25,0	Średni obrót 1M	0,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 842,7	Średni obrót 6M	0,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 915,3	EV/EBITDA 12M fwd	7,0	-27,0%
Free float	27,1%	EV/EBITDA 5Y avg	9,7	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	14,6	9,6	8,2	8,5	7,2
P/BV	2,0	1,8	1,8	1,8	1,7
EV/EBITDA	10,9	7,8	6,6	7,1	6,4
DPS	3,25	5,05	7,60	8,92	8,67
DYield	4,4%	6,8%	10,3%	12,1%	11,7%
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%

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%

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%

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 zawieszona

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

W lutym nie pojawiły się informacje cenotwórcze dla spółki. W marcu GTC zaprezentuje wyniki, które choć nominalnie powinny być niższe, ze względu na niższe zyski z rewaluacji, to w całym 2018 implikują blisko 30-proc wzrost FFO w 2018 i 20-proc wzrost przychodów. Dalszy wzrost FFO w roku 2019 będzie wspierało zakończenie budowy kolejnych inwestycji przez GTC. Są to biurowce Green Heart w Belgradzie (3 budynki), Matrix 1 w Zagrzebiu, ABC 1 w Sofii oraz Centrum Handlowe Ada Mall w Belgradzie. Obecnie GTC jest handlowany blisko swojego poziomu NAVPS (+1% w '18 i -5% w '19 do NAV). W odniesieniu do grupy spółek notowanych na europejskich parkietach, FFO Yield'18-19 pozostaje jednak o około 17% niższy w '18 dla GTC i o 7% niższy w '19. W bieżącym przeglądzie miesięcznym dokonujemy tymczasowego zawieszenia rekomendacji dla GTC.

Cena bieżąca

9,03 PLN

Cena docelowa

-

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	zawieszona		2019-03-05	
poprzednia	trzymaj	9,60 PLN	2018-04-06	
Podstawowe dane			GTC PW	vs. WIG
Ticker	GTC PW	Zmiana 1M	-3,9%	-2,7%
ISIN	PLGTC0000037	Zmiana YTD	+10,3%	+6,4%
Liczba akcji (mln)	-	Średni obrót 1M		0,8 mln PLN
MC (mln PLN)	-	Średni obrót 6M		0,5 mln PLN
EV (mln PLN)	-	EV/EBITDA 12M fwd	16,2	+13,1%
Free float	-	EV/EBITDA 5Y avg	14,3	premia

Handel

AmRest akumuluj (obniżona)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

EBITDA AmRest została poprawiona o 40% r/r w 4Q'18, a tempo poprawy było wyższe niż w dynamika sprzedaży r/r. Istotny wzrost EBITDA wspierany był przez poprawę w biznesie organicznym (wzrost rentowności W Czechach, na Węgrzech, w Rosji, Inne Europa Zachodnia oraz Chinach) oraz konsolidację przejętych biznesów (KFC Francja oraz Sushi Shop). Tempo poprawy EBITDA było znacznie powyżej dynamiki zaraportowanej w 2-3Q'18, co naszym zdaniem było przyczyną słabszego zachowania się kursu w tym okresie. W 2019 roku spółka powinna kontynuować wysokie tempo poprawy wyników napędzane przez: i) dalszy wzrost rentowności na rynkach spółki (CEE, Rosja); ii) kontynuację poprawy rentowności przejętych biznesów; iii) większe wykorzystanie umów master-franczyzy; iv) konsolidację wyników KFC Francja i Sushi Shop oraz v) dalszy rozwój portalu pizzaportal.pl. Wyniki w 2018 roku były przejściowo obciążone dodatkowymi kosztami związanymi z integracją przejętych biznesów. Poczynione inwestycje powinny przynieść efekty w 2019 roku oraz w kolejnych okresach. Biorąc pod uwagę wzrost kursu w ostatnim miesiącu, obniżamy naszą rekomendację do akumuluj bez zmiany ceny docelowej.

Cena bieżąca

41,40 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

46,00 PLN

+11,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	46,00 PLN	2019-03-05	
poprzednia	kupuj	46,00 PLN	2018-12-05	
Podstawowe dane			EAT PW	vs. WIG
Ticker	EAT PW	Zmiana 1M	+7,3%	+8,5%
ISIN	NL0000474351	Zmiana YTD	+3,5%	-0,3%
Liczba akcji (mln)	219,6	Średni obrót 1M	2,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	9 089,5	Średni obrót 6M	4,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	11 470,6	EV/EBITDA 12M fwd	12,4	+18,3%
Free float	31,1%	EV/EBITDA 5Y avg	10,5	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019P	2020P
Przychody	4 207	5 270	6 657	7 515	8 875
EBITDA	539	606	711	864	1 080
marża EBITDA	12,8%	11,5%	10,7%	11,5%	12,2%
EBIT	268	275	315	381	510
Zysk netto	191	191	191	252	350
P/E	46,1	46,0	47,5	36,1	26,0
P/BV	6,7	6,7	5,0	4,5	3,8
EV/EBITDA	18,2	16,9	16,1	13,4	10,6
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2018	2019P	2020P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Sprzedaż/rest.			0,0%	0,0%	0,0%
marża EBITDA			0 p.p.	0 p.p.	0 p.p.
Liczba rest.			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019P	2020P
EBITDA (PL)	185	199	207	227	261
EBITDA (WE)	193	201	247	355	443
EBITDA (ES)	180	209	230	238	276
EBITDA (RU)	51	71	93	91	111
EBITDA (CZ)	93	116	151	166	201
Przepływy oper.	457	635	705	807	1 031
Amortyzacja	271	330	396	483	570
Kapitał obrotowy	43	74	51	73	111
Przepływy inw.	-539	-980	-1 812	-929	-918
CAPEX	-386	-527	-108	-929	-918
Przepływy fin.	66	588	1 041	40	60
Wpływy/spłaty pożyczek	198	764	1 217	40	60
FCF	-17	-414	-1 162	-83	151
FCF/EBITDA	-3%	-69%	-163%	-10%	14%
CFO/EBITDA	85%	106%	99%	93%	95%

Wskaźniki

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019P	2020P
marża EBITDA (PL)	13,1%	12,5%	11,9%	12,6%	12,6%
marża EBITDA (WE)	15,8%	9,9%	14,9%	13,5%	14,1%
marża EBITDA (ES)	21,5%	22,4%	22,1%	22,2%	22,0%
marża EBITDA (RU)	10,9%	10,6%	10,8%	10,2%	10,2%
marża EBITDA (CZ)	19,1%	20,5%	21,0%	20,0%	20,0%
Dług netto	971	1 422	2 338	2 438	2 326
Dług netto/EBITDA (x)	1,8	2,4	2,8	2,8	2,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18	19P	20P	18	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)	18	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Sprzedaż/rest.	885	883	886	883	883	881	880	880	879	879	879
marża EBITDA	10,7%	11,5%	12,2%	13,0%	13,5%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%
Liczba rest.	2 121	2 307	2 701	3 034	3 317	3 558	3 763	3 957	4 142	4 318	4 318
Przychody	6 657	7 515	8 875	10 124	11 216	12 119	12 892	13 582	14 239	14 865	14 865
EBITDA	711	864	1 080	1 313	1 509	1 656	1 765	1 862	1 955	2 044	2 044
marża EBITDA	10,7%	11,5%	12,2%	13,0%	13,5%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%
EBIT	315	381	510	681	851	994	1 117	1 219	1 312	1 401	1 401
Podatek	86	91	122	164	204	239	268	293	315	336	336
CAPEX	-1 818	-929	-918	-798	-699	-615	-543	-643	-643	-643	-643
Kapitał obrotowy	32	73	111	101	84	65	52	44	40	36	36
FCF	-1 162	-83	151	452	690	868	1 006	970	1 037	1 100	1 122
PV FCF	-1 176	-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%	

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdiskontowana 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 (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Spółka opublikowała wstępne wyniki za 4Q'18, które były nieznacznie powyżej oczekiwań rynkowych. Niemniej spółka odnotowała bardzo słaby wynik w 4Q'18 wynikający przede wszystkim z niskiej sprzedaży w okresie październik-listopad'18. Uwagę zwraca zaskakująco niski wynik w eobuwie.pl, gdzie wynik EBITDA spadła o 15% r/r do 22 mln PLN (potencjalny efekt wyższych kosztów marketingu). Z drugiej strony spółka odnotowała kolejny kwartał istotnej poprawy cyklu konwersji gotówki r/r (poprawa o 96 dni r/r do 129 dni) oraz podtrzymała dobrą kontrolę kosztów sklepów w sieci CCC (spadek kosztów sklepów/mkw. O 9,5% r/r). W 4Q'18 CCC zdekonsolidowało działalność CCC Niemcy odnotowując 90 mln straty z działalności zaniechanej (uwzględnia odpisy na CCC Niemcy) vs. 7 mln PLN w 4Q'17. Naszym zdaniem słabe wyniki za 4Q'18 zostały odpowiednio zdyskontowane przez rynek, a obecnie uwaga inwestorów będzie skupiona na wynikach sprzedażowych spółki. W lutym CCC istotnie ograniczyło spadek sprzedaży/mkw. w sklepach stacjonarnych do -1% r/r oraz odnotowało istotną poprawę dynamiki sprzedaży w kanale internetowym. Biorąc pod uwagę sprzyjające warunki pogodowe na początku marca oraz efekt bazy, oczekujemy że pozytywny trend będzie kontynuowany w wynikach sprzedażowych marca'19, co powinno wspierać notowania spółki w krótkim terminie.

Cena bieżąca

188,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

291,00 PLN

+54,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	291,00 PLN	2019-02-04

Podstawowe dane	CCC PW	vs. WIG
Ticker	CCC PW	Zmiana 1M +5,0% +6,3%
ISIN	PLCCC0000016	Zmiana YTD -2,7% -6,6%
Liczba akcji (mln)	41,1	Średni obrót 1M 19,9 mln PLN
MC (mln PLN)	7 731,9	Średni obrót 6M 24,0 mln PLN
EV (mln PLN)	8 461,1	EV/EBITDA 12M fwd 11,1 -28,5%
Free float	59,4%	EV/EBITDA 5Y avg 15,5 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	24,0	27,6	-	16,5	13,0
P/BV	8,0	7,0	8,4	5,4	3,9
EV/EBITDA	18,2	16,4	26,1	10,6	8,3
DPS	2,19	2,47	2,30	1,87	1,87
DYield	1,2%	1,3%	1,2%	1,0%	1,0%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
MBNS			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
Sprzedaż det/mkw.			0,0%	0,0%	0,0%
SG&A/mkw.			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Sprzedaż (stacjoname)	2 902	3 588	3 962	4 727	5 250
EBITDA (stacjoname)	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%

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%

*wycena dotyczy segmentu CCC stacjonarne

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

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	3,0%
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 (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Kurs Dino zanotował wzrost o 20% r/r w drugiej połowie marca dyskontując zapowiedź rozszerzenia programu 500+ oraz informację o dołączeniu walorów Dino do indeksu WIG20. Naszym zdaniem tak wysoki wzrost nie jest uzasadniony. W marcu spółka opublikuje wyniki za 4Q'18, gdzie dynamika lfl powinna pozostać na wysokim poziomie jednocyfrowym (podobnie jak w 3Q'18). Jednocześnie zwracamy uwagę na oczekiwane dalsze spowolnienie sprzedaży porównywalnej w 1Q'19 w wyniku negatywnego efektu bazy (brak Świąt Wielkanocnych) oraz dalszego ograniczenia zakazu handlu w niedzielę (mniej o 6 dni roboczych mniej r/r). Przejściowe spowolnienie w dynamice lfl powinno dostarczyć argumentów do spadku kursu akcji spółki z obecnych poziomów w 1H'19. W średnim terminie spółka powinna powrócić do dwucyfrowej poprawy lfl od 2Q'19. Biorąc pod uwagę pojawiającą się presję ze strony kosztów wynagrodzeń, szacujemy że Dino utrzyma płaską marżę EBITDA na poziomie 9,1% w 2019 roku. W 4Q'18 oczekujemy sprzedaży porównywalnej na poziomie 9%, co jest poziomem nieznacznie wyższym niż zaraportowany w 3Q'18. Uwzględniając pozytywny wpływ inflacji, efekt dojrzwania nowych sklepów oraz sprzyjające otoczenie makroekonomiczne oczekujemy poprawy lfl w wysokim jednocyfrowym tempie w 2019 roku (+2,8% sprzedaż/mkw.) przy szacowanym wzroście powierzchni 24% r/r w 2019 roku.

Cena bieżąca

109,70 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

105,90 PLN

-3,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	105,90 PLN	2019-02-04

Podstawowe dane			DNP PW	vs. WIG
Ticker	DNP PW	Zmiana 1M	+7,5%	+8,8%
ISIN	PLDINPL00011	Zmiana YTD	+14,4%	+10,6%
Liczba akcji (mln)	98,0	Średni obrót 1M	18,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	10 755,0	Średni obrót 6M	18,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	11 330,4	EV/EBITDA 12M fwd	15,8	+0,5%
Free float	48,9%	EV/EBITDA 5Y avg	15,7	premia

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	71,1	50,4	35,1	26,1	20,8
P/BV	15,7	11,9	8,9	6,6	5,0
EV/EBITDA	40,1	28,9	21,3	16,3	13,1
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Liczba sklepów			0,0%	0,0%	0,0%
sprzedaż/mkw/			0,0%	0,0%	0,0%
marża EBITDA			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Liczba sklepów	628	775	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%

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%

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%

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 redukuje (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Kurs Eurocash odbił po publikacji wyników za 4Q'18. Rezultaty spółki były poniżej oczekiwań rynkowych oraz zgodne z naszymi oczekiwaniami. Zarząd Eurocash zapowiedział kontynuację działań mających na celu integrację przejętych biznesów (rebranding Mila oraz ujednolicenie systemów) oraz optymalizację kosztów. Działania te powinny zakończyć się wraz z końcem 2019 roku. Eurocash odnotował dodatnią sprzedaż porównywalną w sklepach ABC, Delikatesy Centrum oraz sklepach Eko pod szyldem Delikatesy Centrum w 4Q'18. Potwierdzeniem pozytywnego trendu powinno być utrzymanie dodatnich dynamik w kolejnych kwartałach. Zwracamy uwagę na możliwy przejściowy spowolnienie/spadek dynamiki wyników w 1Q'19 wywołany efektem bazy (brak Świąt Wielkanocnych) oraz dalszym ograniczeniem handlu w niedzielę (o 6 dni handlowych mniej r/r w 1Q'19). Zgodnie z zapowiedziami Zarządu, wynik segmentu detalicznego nie powinien ulec poprawie ze względu na dodatkowe koszty związane z integracją sieci sklepów. Biorąc pod uwagę strukturalne zmiany na rynku, wyniki C&C powinny być pod presją w kolejnych latach. W naszych prognozach 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.

Cena bieżąca

20,91 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

17,90 PLN

-14,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	redukuje	17,90 PLN	2019-02-04

Podstawowe dane			EUR PW	vs. WIG
Ticker	EUR PW	Zmiana 1M	7,3%	8,6%
ISIN	PLEURCH00011	Zmiana YTD	18,8%	15,0%
Liczba akcji (mln)	139,2	Średni obrót 1M	6,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 909,9	Średni obrót 6M	7,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 353,2	EV/EBITDA 12M fwd	7,8	-26,6%
Free float	53,0%	EV/EBITDA 5Y avg	10,6	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019P	2020P
Przychody	21 206	21 496	22 833	26 954	27 544
EBITDA	440	246	419	415	458
marża EBITDA	2,1%	1,1%	1,8%	1,5%	1,7%
EBIT	274	63	214	206	244
Zysk netto	179	-33	110	97	140
P/E	16,2	-	26,5	29,9	20,8
P/BV	2,5	2,8	2,8	2,7	2,5
EV/EBITDA	7,5	13,6	8,0	8,1	7,0
DPS	1,05	0,80	0,76	0,35	0,35
DYield	5,0%	3,8%	3,6%	1,7%	1,7%
Zmiana prognoz			2018	2019P	2020P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Hurt (EBITDA)			0,0%	0,0%	0,0%
Detal (EBITDA)			0,0%	0,0%	0,0%
Projekty (EBITDA)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019P	2020P
Hurt (S)	16 217	16 726	14 749	17 826	18 093
Detal (S)	2 397	3 436	8 468	4 192	4 401
Projekty (S)	271	551	2 500	662	662
Projekty (EBITDA)	-39,8	-52,1	803,1	-50,3	-50,3
Inne (EBITDA)	-76	-87	-38	-112	-112
Przepływy oper.	325	494	582	528	455
Amortyzacja	166	183	204	208	213
Kapitał obrotowy	-99	247	196	148	39
Przepływy inw.	-270	-336	-462	-163	-164
CAPEX	-219	-307	-445	-163	-164
Przepływy fin.	22	-117	-126	-222	-311
Dywidenda/buyback	-146	-111	-106	-48	-49
FCF	98	361	632	294	262
FCF/EBITDA	22%	146%	151%	71%	57%
CFO/EBITDA	74%	200%	139%	127%	99%

Model DCF

(mln PLN)	18	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Hurt (EBITDA)	211	462	487	506	506	496	486	476	467	457	457
Detal (EBITDA)	303	102	120	134	139	141	142	144	145	146	146
Projekty (EBITDA)	41	-50	-50	-50	-50	-50	-50	-50	-50	-50	-50
Przychody	22 833	26 954	27 544	28 129	28 778	29 472	30 215	31 012	31 480	32 404	32 404
EBITDA	419	415	458	491	498	496	494	493	491	490	490
marża EBITDA	1,83%	1,54%	1,66%	1,75%	1,73%	1,68%	1,64%	1,59%	1,56%	1,51%	1,51%
EBIT	197	188	226	255	257	249	242	234	227	239	239
Podatek	14	45	52	53	51	49	48	45	44	47	47
CAPEX	-148	-163	-164	-166	-168	-169	-171	-173	-245	-251	-251
Kapitał obrotowy	-393	-106	-39	-39	-43	-45	-48	-51	-38	-58	-58
FCF	632	294	262	293	303	304	305	307	221	251	251
PV FCF	640	275	227	235	225	209	194	182	121	128	
WACC	8,2%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Wskaźniki

(mln PLN)	2016	2017P	2018	2019P	2020P
Cykl konwersji zapasów	21,1	24,7	23,6	24,9	24,9
Cykl konwersji należności	30,1	27,8	21,5	27,4	27,2
Cykl konwersji zobowiązań	66,9	73,7	69,8	73,3	73,3
Cykl konwersji gotówki	-15,8	-21,3	-24,7	-21,1	-21,3
Narzut SG&A	9%	10%	12%	11%	11%
Dług netto	324	370	382	409	230
Dług netto/EBITDA (x)	0,7	1,5	0,9	1,0	0,5

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,5%
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 trzymaj (obniżona)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Jeronimo Martins opublikowało wyniki za 4Q'18 nieznacznie poniżej oczekiwań rynkowych na poziomie EBITDA. Rezultaty pokazały stopniowe odbicie Ifl w sieci Biedronka (+1,2% w 4Q'18 vs. 0,8% w 3Q'18), co zostało pozytywnie odebrane przez inwestorów. Spółka zdołała otrzymać stabilną marżę EBITDA w sieci Biedronka oraz obniżyła stratę EBITDA generowaną przez biznesy Ara oraz Hebe r/r. Zgodnie z zapowiedzią Zarządu, drogerie Hebe mają utrzymać wysokie tempo wzrostu sieci (oczekiwane otwarcie 50 placówek w 2019 roku) oraz osiągnąć rentowność w 2019 roku. Sieć sklepów Ara powinna zmniejszyć generowaną stratę EBITDA o około 20-25% r/r, co przekłada się na pozytywną kontrybucję do EBITDA Grupy na poziomie 15-18 mln PLN w 2019 roku. Sieć Biedronka powinna otworzyć łącznie 150 sklepów, z czego 100 powinno być w standardowym formacie (800-900 mkw.) oraz 50 sklepów w nowym, mniejszym formacie (400-500 mkw.) przeznaczonych do lokalizacji o mniejszych skupiskach ludności. Spółka poinformowała o planowanej wypłacie 50% zysku netto 2018 w dywidendzie (0,325 EUR na akcję) oraz o potencjalnych planach rozwoju przez akwizycje. Zgodnie z informacjami Economico, JMT planuje biznes na rynku rumuńskim. W perspektywie kolejnego kwartału zwracamy uwagę, że dynamika Ifl 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. Przyjmujemy bardziej konserwatywne podejście do prognoz wyników nowych biznesów oraz do rentowności sieci Biedronka i po uwzględnieniu zmian w wycenie porównawczej obniżamy naszą rekomendację do trzymaj.

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017P	2018	2019P	2020P
EBITDA Biedronka	704	808	640	695	756
EBITDA Pingo Doce	192	187	145	142	138
EBITDA Recheio	47	50	42	42	43
EBITDA Pozostałe	-79	-85	-80	-52	-27
CCC w dniach	-70	-71	-67	-67	-67
Przepływy oper.	843	909	847	1 051	1 186
Amortyzacja	326	345	372	401	433
Kapitał obrotowy	180	292	-17	189	254
Przepływy inv.	-126	-658	-715	-727	-696
CAPEX	-433	-662	-717	-727	-696
Przepływy fin.	-504	-229	-322	-229	-261
Dywidenda/buyback	177	435	401	205	237
FCF	515	397	87	348	514
FCF/EBITDA	60%	43%	9%	33%	46%
CFO/EBITDA	98%	99%	88%	101%	106%

Model DCF

(mln PLN)	18	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Biedronka (sklepy)	2 900	3 172	3 444	3 484	3 524	3 564	3 604	3 644	3 684	3 724	3 724
Pingo Doce (sklepy)	432	432	432	432	432	432	432	432	432	432	432
Ara (sklepy)	532	772	1 032	1 192	1 352	1 512	1 632	1 712	1 752	1 792	1 792
Przychody	17 336	18 777	20 619	21 771	22 463	23 114	23 734	24 301	24 814	25 313	25 313
EBITDA	959	1 041	1 124	1 186	1 212	1 234	1 256	1 277	1 299	1 321	1 321
marża EBITDA	5,5%	5,5%	5,5%	5,4%	5,4%	5,3%	5,3%	5,3%	5,2%	5,2%	5,2%
EBIT	587	641	691	738	764	786	809	835	859	881	881
Podatek	138	156	168	180	186	192	197	204	210	215	215
CAPEX	-717	-727	-696	-460	-456	-452	-416	-381	-439	-439	-439
Kapitał obrotowy	-17	189	254	160	96	90	86	78	71	69	69
FCF	87	348	514	705	666	681	728	771	721	735	748
PV FCF	88	325	444	562	490	463	457	447	386	363	0
WACC	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Cena bieżąca

13,40 EUR

potencjał zmiany

Cena docelowa

13,60 EUR

+1,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	13,60 EUR	2019-03-05	
poprzednia	kupuj	14,60 EUR	2019-02-04	
Podstawowe dane		JMT PL	vs. WIG	
Ticker	JMT PL	Zmiana 1M	+7,6%	+8,9%
ISIN	PTJMT0AE0001	Zmiana YTD	+29,6%	+25,8%
Liczba akcji (mln)	629,3	Średni obrót 1M	10,4 mln EUR	
MC (mln EUR)	8 432,5	Średni obrót 6M	9,7 mln EUR	
EV (mln EUR)	8 796,2	EV/EBITDA 12M fwd	8,3	-12,0%
Free float	-	EV/EBITDA 5Y avg	9,5	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln EUR)	2016	2017	2018	2019P	2020P
Przychody	14 622	16 276	17 336	18 777	20 619
EBITDA	862	922	959	1 041	1 124
marża EBITDA	5,9%	5,7%	5,5%	5,5%	5,5%
EBIT	536	577	587	641	691
Zysk netto	593	386	400	437	475
P/E	14,2	21,8	21,1	19,3	17,8
P/BV	4,9	4,7	4,7	4,2	3,7
EV/EBITDA	9,7	9,2	9,2	8,4	7,5
DPS	0,28	0,69	0,64	0,32	0,38
DYield	2,1%	5,2%	4,8%	2,4%	2,8%
Zmiana prognoz		2018	2019P	2020P	
EBITDA		-0,2%	-0,6%	+0,0%	
Zysk netto		+0,2%	-1,0%	-0,8%	
Biedronka (s/mkw. r/r)		-0,5 p.p.	+0,1 p.p.	-0,1 p.p.	
Pingo Doce (s/mkw. r/r)		-0,2 p.p.	+1,4 p.p.	+1,3 p.p.	
Recheio (s/mkw. r/r)		-1,0 p.p.	-3,9 p.p.	-3,8 p.p.	

Wskaźniki

(mln PLN)	2016	2017P	2018	2019P	2020P
MBNS	21,3%	21,2%	21,7%	22,0%	22,0%
narzut SG&A	17,4%	17,6%	18,2%	18,6%	18,6%
Biedronka (s/mkw. r/r)	2,7%	9,0%	1,0%	1,7%	0,3%
Pingo Doce (s/mkw. r/r)	1,0%	0,5%	3,2%	1,2%	1,6%
Recheio (s/mkw. r/r)	5,0%	5,7%	2,8%	-0,7%	-1,7%
Dług netto	-304	-144	135	39	-189
Dług netto/EBITDA (x)	-0,4	-0,2	0,1	0,0	-0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18	19P	20P	18	19P	20P
Minimum	14,0	11,5	10,0	6,1	5,0	4,4
Maksimum	33,4	23,4	18,3	9,1	7,8	7,0
Mediana	18,3	14,5	13,4	7,3	6,9	6,4
waga	10%	20%	20%	10%	20%	20%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,8%
Zdyskontowana wartość FCF	9 658
Dług netto	-144
Inne korekty	225
Wycena DCF na akcję (PLN)	15,22

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	10,48
DCF	50%	15,22
cena wynikowa		12,85
koszt kapitału 9M		6,2%
cena docelowa za 9M		13,60

LPP kupuj (podwyższona)

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 USD/PLN (zakładamy spadek marży brutto na sprzedaży o 0,6p.p. r/r w 2019 roku). Negatywny wpływ na rentowność aprecjacji kursu USD/PLN 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

7 990,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

9 300,00 PLN

+16,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	9 300,00 PLN	2019-03-05	
poprzednia	akumuluj	9 300,00 PLN	2019-02-04	
Podstawowe dane			LPP PW	vs. WIG
Ticker	LPP PW	Zmiana 1M	-4,1%	-2,8%
ISIN	PLLPP0000011	Zmiana YTD	+1,8%	-2,0%
Liczba akcji (mln)	1,9	Średni obrót 1M	16,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	14 800,9	Średni obrót 6M	23,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	14 453,6	EV/EBITDA 12M fwd	11,0	-22,0%
Free float	69,5%	EV/EBITDA 5Y avg	14,1	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	83,9	33,6	27,3	18,6	16,2
P/BV	6,9	6,1	5,1	4,0	3,3
EV/EBITDA	30,0	16,6	13,4	10,7	9,0
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			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Sprzedaż det/mkw.			0,0%	0,0%	0,0%
SG&A/mkw.			0,0%	0,0%	0,0%
Powierzchnia			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	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%

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%

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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdykontowana 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 trzymaj (obniżona)

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

Notowania PBKM wzrosły w lutym'19 o 17%, tym samym wyczerpał się potencjał wzrostu do naszej ceny docelowej. Stąd, obniżamy rekomendację dla PBKM z akumuluj do trzymaj. PBKM kontynuuje konsolidację rynku banków komórek macierzystych. Po zakupie portugalskiego Stemplabu Spółka kontroluje ok. 30% europejskiego rynku, jednak chce wzmocnić swoją pozycję. Stąd, Zarząd zdecydował się na emisję nowych walorów do 20% ogólnej liczby akcji i chce wydać na akwizycje do 25 mln EUR w ciągu 12-15 miesięcy. Jeszcze w lutym'19 PBKM poinformował o negocjacjach banku komórek z grupy Esperite. Grupa jest w tarapatkach finansowych od dłuższego czasu (EBITDA za 2017 wyniosła -4,5 mln PLN). PBKM chce wykorzystać tę szansę i przejąć od Esperite Cryo-Save, bank komórek macierzystych, przechowywujący obecnie 330 tys. próbek. Po transakcji PBKM przesunąłby się na pozycję nr 3/4 pod względem ilości przechowywanego materiału. Do pomysłu podchodzimy pozytywnie. Niemniej jednak model rozwoju PBKM oparty na wielu akwizycjach w nadchodzącym czasie uznajemy za relatywnie ryzykowny. Dodatkowo, pole do wypłaty dywidendy w perspektywie kilku lat jest ograniczone.

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

Model DCF

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

Model DDM

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Dywidendy	4,3	4,3	4,3	6,4	9,6	14,4	17,3	20,8	22,8	24,8	25,4
PV dywidend	4,2	3,8	3,5	4,9	6,8	9,3	10,3	11,4	11,6	189,7	
Koszt kapitału wł.	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

*liczba próbek bez uwzględnienia próbek Stemplab

Cena bieżąca

68,80 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

66,57 PLN

-3,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	66,57 PLN	2019-03-05	
poprzednia	akumuluj	66,57 PLN	2018-12-05	
Podstawowe dane			BKM PW	vs. WIG
Ticker	BKM PW	Zmiana 1M	+16,6%	+17,9%
ISIN	PLPBKM000012	Zmiana YTD	+18,6%	+14,8%
Liczba akcji (mln)	5,0	Średni obrót 1M	0,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	342,0	Średni obrót 6M	0,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	400,4	EV/EBITDA 12M fwd	9,1	+44,8%
Free float	48,8%	EV/EBITDA 5Y avg	6,3	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	15,4	11,1	10,1	12,8	11,7
P/BV	6,1	4,4	3,2	2,5	2,0
EV/EBITDA	10,1	7,4	8,3	8,4	7,5
DPS	1,41	1,72	0,86	0,86	0,86
DYield	2,0%	2,5%	1,2%	1,2%	1,2%
Zmiana prognoz					
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
FCF			0,0%	0,0%	0,0%

Bilans i CF

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

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

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

Podsumowanie DDM

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

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	66,09
DDM	33%	52,06
DCF	33%	69,55
Cena wynikowa		62,57
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		66,57

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**EV** – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)**EBIT** – zysk operacyjny**EBITDA** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją**BOOK VALUE** – wartość księgowa**WNDB** – wynik na działalności bankowej**P/CE** – cena do zysku wraz z amortyzacją**MC/S** – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży**EBIT/EV** – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej**P/E** – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję**ROE** – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych**P/BV** – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję**Dług netto** – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent**Marża EBITDA** – EBITDA / przychody ze sprzedaży**PRZEWAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:**

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

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

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

Sporządzanie nowych rekomendacji zakończyło się 5 marca 2019 o godzinie 8:52.

Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 5 marca 2019 o godzinie 8:52.

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, Energoaparatúra, 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, Tarczynski, Trakcja, Unibep, Uniwheels, Vistal Gdynia, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE, PEKABEX.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pośredniczył w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji: Centrum Nowoczesnych Technologii, Orbis, Polenergia, Prime Car Management.

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:

http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.**Zdyskontowanych dywidend (DDM)** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.**Zysków ekonomicznych** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.**Zdyskontowanych aktywów netto (NAV)** – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą

jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Grupy porównawcze wykorzystywane w wycenie poszczególnych spółek

Agora	Axel Springer, Cinemark Holdings, Cineworld, Daily Mail&General, IMAX Corp, JC Decaux, Lagardere, Sanoma, Schibsted, Stroer 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 Shenhua, Shanxi Xishan Coal & Elec, Yanzhou Coal Mining, Banpu Public, LW Bogdanka, Shaanxi Heima, China Coal, Shougang Fushan Resources, Cokal, Teck Resources, Walter Energy, Stanmore Coal, Terracom, Cloud Peak Energy, Natural
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	Affiliated Managers, AllianceBernstein, Ashmore Group, Blackrock, Brewin Dolphin, Eaton Vance Mgmt, Franklin Resources, GAM Holding, Invesco, Investec, Janus Henderson, Jupiter AM, Legg Mason, Liontrust AM, Och-Ziff Capital Mgmt., Schroders, Standard Life, T Rowe Price
Stelmet	AFG Arbonia, Canfor, Century Plyboards, Deceuninck, Duratex, Forte, Greenply Industries, Interfor, Inwido, Louisiana Pacific, Nobia, 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	przeważają
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	niedoważają	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	przeważają	przeważają
data wydania	2018-09-13	2018-06-06
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	112,80	121,00

AmRest

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj	redukuj
data wydania	2019-03-05	2018-12-05	2018-11-05	2018-09-03	2018-04-06
cena docelowa (PLN)	46,00	46,00	41,20	42,60	426,00
kurs z dnia rekomendacji	41,40	39,60	40,00	40,60	449,50

Apator

rekomendacja	przeważają	przeważają	równoważ	niedoważają
data wydania	2019-03-05	2019-02-27	2019-01-30	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	26,50	25,80	25,40	24,20

Archicom

rekomendacja	zawieszona	przeważają	przeważają
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	przeważają	równoważ
data wydania	2019-02-28	2018-03-28
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	26,60	28,00

Asseco Poland

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	redukuj
data wydania	2019-03-05	2019-02-04	2018-12-05	2018-09-03	2018-06-06	2018-03-27
cena docelowa (PLN)	53,00	51,20	49,60	49,00	41,20	41,20
kurs z dnia rekomendacji	54,30	48,00	48,30	45,90	44,00	45,20

Asseco SEE

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

Atal

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

Atende

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

BBI Development

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

Boryszew

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



Budimex

rekomendacja	zawieszona	trzymaj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2018-12-05	2018-08-02	2018-06-06	2018-04-06
cena docelowa (PLN)	-	125,00	163,00	216,39
kurs z dnia rekomendacji	119,40	122,60	153,00	215,00

Capital Park

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

CCC

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

CD Projekt

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

CEZ

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

Ciech

rekomendacja	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
cena docelowa (PLN)	75,82	77,05	82,52	81,14	88,64	89,71	85,40	85,87
kurs z dnia rekomendacji	52,40	42,58	56,95	53,05	60,20	55,00	57,00	55,90

Cognor

rekomendacja	niedoważaj	równoważ
data wydania	2019-03-05	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,94	1,80

Comarch

rekomendacja	kupuj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj	trzymaj
data wydania	2019-03-05	2019-02-04	2018-12-05	2018-10-01	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05
cena docelowa (PLN)	195,00	160,80	173,30	180,50	166,50	166,50	166,50
kurs z dnia rekomendacji	162,50	155,00	160,00	167,00	145,00	131,50	155,00

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

Dom Development

rekomendacja	akumuluj	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2019-02-04	2018-12-05	2018-08-02	2018-06-22	2018-03-20
cena docelowa (PLN)	84,10	84,10	87,80	87,80	103,10
kurs z dnia rekomendacji	75,00	66,00	72,80	85,80	85,80

Echo

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

Elektrobudowa

rekomendacja	zawieszona	kupuj	trzymaj	kupuj
data wydania	2018-12-05	2018-09-26	2018-06-06	2018-04-06
cena docelowa (PLN)	-	45,00	71,00	116,00
kurs z dnia rekomendacji	32,00	32,80	69,00	96,40

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
data wydania	2019-02-04	2018-11-29	2018-05-29	2018-04-06	2018-03-05
cena docelowa (PLN)	13,12	15,58	12,62	11,78	12,11
kurs z dnia rekomendacji	10,73	10,50	9,57	9,10	10,36

Energa

rekomendacja	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
cena docelowa (PLN)	13,26	13,54	15,27	15,58	14,91	14,71
kurs z dnia rekomendacji	10,14	9,16	8,40	9,00	9,96	10,11

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	przeważaj	niedoważaj	równoważ
data wydania	2019-02-27	2018-12-05	2018-04-27
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	2,75	2,80	4,06

Erste Bank

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

Eurocash

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

Famur

rekomendacja	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
cena docelowa (PLN)	6,61	6,41	6,56	6,95	7,06	7,28
kurs z dnia rekomendacji	4,98	5,58	5,20	5,94	6,04	6,10

Forte

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

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	trzymaj	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2019-03-05	2018-11-23	2018-11-05	2018-09-03	2018-08-02	2018-05-25	2018-05-09	2018-03-05
cena docelowa (PLN)	43,20	33,00	31,47	41,13	42,13	44,40	60,99	67,13
kurs z dnia rekomendacji	43,88	32,36	24,00	38,00	42,20	42,60	51,10	56,55

GTC

rekomendacja	zawieszona	trzymaj	akumuluj
data wydania	2019-03-05	2018-04-06	2018-03-05
cena docelowa (PLN)	-	9,60	9,70
kurs z dnia rekomendacji	9,03	9,39	8,64

Handlowy

rekomendacja	trzymaj	redukuj	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-03-05	2019-02-01	2018-12-05	2018-10-04	2018-04-06
cena docelowa (PLN)	65,50	65,50	76,00	90,00	94,00
kurs z dnia rekomendacji	65,90	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	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2019-03-05	2018-02-04	2018-12-05	2018-08-02	2018-06-06	2018-04-06	2018-03-05
cena docelowa (EUR)	13,60	14,60	14,50	15,20	16,40	16,40	16,90
kurs z dnia rekomendacji	13,40	12,38	10,60	12,65	13,52	14,90	15,17

JSW

rekomendacja	trzymaj	redukuj	redukuj	sprzedaj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-02-20	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	60,68	59,14	59,14	98,00	108,69	107,00	115,23	109,12	108,14	120,71
kurs z dnia rekomendacji	59,96	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	kupuj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2019-03-05	2018-11-05	2018-07-23	2018-05-09	2018-03-05
cena docelowa (PLN)	62,86	60,85	59,18	53,04	53,46
kurs z dnia rekomendacji	49,20	52,10	50,50	50,80	48,80

Grupa Kęty

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

KGHM

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

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

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

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	sprzedaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	redukuj
data wydania	2019-03-05	2019-02-04	2018-11-15	2018-09-03	2018-08-02	2018-06-29	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05
cena docelowa (PLN)	65,18	65,36	59,84	57,21	52,51	52,51	52,81	51,73	51,08
kurs z dnia rekomendacji	93,90	93,00	73,50	69,90	65,86	54,50	55,62	54,60	56,30

LPP

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2019-03-05	2019-02-04	2018-12-05	2018-10-01	2018-06-18	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05
cena docelowa (PLN)	9300,00	9300,00	9300,00	10200,00	10200,00	9500,00	9500,00	9500,00
kurs z dnia rekomendacji	7 990,00	8 370,00	7 730,00	8 625,00	9 025,00	9 260,00	8 900,00	8 620,00

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	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2019-03-05	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
cena docelowa (HUF)	3423,00	3433,00	3280,00	3280,00	3296,00	3296,00	2995,00	2954,00	2898,00	3027,00
kurs z dnia rekomendacji	3 250,00	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

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

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

PA Nova

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

PBKM

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	kupuj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2019-03-05	2018-12-05	2018-10-01	2018-06-06	2018-04-06
cena docelowa (PLN)	66,57	66,57	66,40	76,26	76,83
kurs z dnia rekomendacji	68,80	62,00	57,80	73,00	77,00

Prime Car Management

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

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	równoważ	niedoważaj	równoważ	przeważaj	przeważaj
data wydania	2019-02-27	2019-01-30	2018-09-28	2018-08-08	2018-04-27
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	28,40	32,60	36,45	37,30	37,30

PGE

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

PGNIG

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-03-05	2019-02-04	2018-11-05	2018-09-03	2018-06-29	2018-05-09	2018-04-06	2018-03-05
cena docelowa (PLN)	7,08	7,72	7,72	7,86	8,28	8,17	7,96	7,51
kurs z dnia rekomendacji	6,58	7,63	6,35	5,82	5,53	6,20	5,71	5,98

PKN Orlen

rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	redukuj	sprzedaj	sprzedaj	redukuj	redukuj	redukuj	sprzedaj
data wydania	2019-03-05	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
cena docelowa (PLN)	81,22	83,43	81,52	81,38	81,38	76,84	76,84	76,73	76,89	80,55
kurs z dnia rekomendacji	101,50	104,70	97,80	93,50	98,24	93,06	82,50	82,30	89,52	95,20

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
data wydania	2018-12-05	2018-06-22
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	9,77	9,04

Polwax

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

Pozbud

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

PZU

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

Ronson

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

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

Stelmet

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-03-05	2019-02-04	2018-11-05	2018-09-03	2018-07-04	2018-05-09	2018-03-05
cena docelowa (PLN)	8,36	8,39	7,72	20,45	20,24	26,48	27,72
kurs z dnia rekomendacji	10,25	8,88	7,50	11,35	10,70	14,75	17,15

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
data wydania	2019-02-04	2018-11-29	2018-09-03	2018-05-29	2018-04-06	2018-03-05
cena docelowa (PLN)	3,12	3,06	2,77	2,76	2,73	2,98
kurs z dnia rekomendacji	2,37	2,21	2,00	2,01	2,38	2,69

TIM

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

Torpol

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

Trakcja

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

TXM

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

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
data wydania	2018-12-05	2018-04-06
cena docelowa (PLN)	-	10,10
kurs z dnia rekomendacji	4,81	7,50

VRG

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

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

ZUE

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

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

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lemicka@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