

wtorek, 2 kwietnia 2019 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: kwiecień 2019

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do rynku akcji – coraz bardziej prawdopodobne porozumienie USA-Chiny, niskie oczekiwania makro (szczególnie w Europie i EM), pakiet fiskalny w Chinach zaczyna działać, zaskakująco dobre dane z polskiej gospodarki.

Ze spółek

Finanse

W kwietniu zalecamy przeważenie sektora bankowego. Oczekujemy, że sentyment będzie kreowany przez oczekiwania wyników na 1Q'19, ustawę CHF, która nadal może pojawić się w polskim parlamencie, szczegóły TLTRO3 oraz ewentualnej redukcji przez ECB ujemnego oprocentowania dla nadwyżkowych środków i finalnie przez odczyty włoskiego PKB. Naszymi top-pickami w Polsce pozostają Pekao oraz Alior, banki bez ekspozycji na CHF i wciąż atrakcyjnymi wycenami. W regionie preferujemy Erste Bank, który powinien zyskiwać na zmianie podatku bankowego w Rumunii.

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. Nad sentymentem do ATT ciąży duże inwestycje i widmo ujemnych FCF.

Paliwa

Sytuacja rynkowa skłoniła nas do kolejnej rewizji cen gazu, ale po ostatnich spadkach kursu podnosimy rekomendację dla PGNiG do akumuluj. Utrzymujemy negatywne nastawienie do rafinerii, które będą mierzyć się z coraz mniej wspierającym makro i wyśrubowanymi oczekiwaniami w konsensusie.

Energetyka

WIG-Energia nadal pozostaje w tyle za benchmarkiem europejskim, ale uważamy że finalne rozporządzenie ws rekompensat może odwrócić negatywny sentyment, szczególnie że oczekiwania rynku zostały przesadnie obniżone i spółki mają szansę zaskoczyć tegorocznymi wynikami.

Telekomunikacja, media, IT

Liczymy na wzrosty CMR w kwietniu'19, pozostajemy pozytywnie nastawieni do ASE i zwracamy uwagę na dość wysoki DivYield w ACP. W telekomunikacji naszym faworytem pozostaje OPL, po dobrych wynikach za 4Q'18. Liczymy na wzrosty AGO, która w 4Q'18 wykazała poprawę EBITDA o >10% i w 2019 r. będzie korzystać z dobrej koniunktury w kinach.

Przemysł, surowce

Spółki przemysłowe naszym zdaniem zdyskontowały już negatywne informacje płynące z wyhamowania tempa wzrostu gospodarczego. Preferujemy zakup AMC, APT, EGS, FMF, KER, POZ i TIM. Niedoważamy COG i TAR. Spółki górnicze borykają się z rosnącymi kosztami produkcji. Nadzieje daje odbicie PMI w Chinach. Jesteśmy neutralni do KGH i negatywni do JSW.

Deweloperzy

Po dynamicznym wzroście notowań DOM (YTD +29%) i 1AT (YTD +43%) obniżamy rekomendację dla obu spółek do trzymaj. Z rekordowych zysków w '18 spółki wypłacą wysokie dywidendy (DY >11%).

Handel

Sprzyjające warunki pogodowe w III powinny wspierać dynamikę sprzedaży r/r spółek z sektora odzieżowego i obuwniczego, na czym najmocniej powinno skorzystać CCC. Pod presją mogą być spółki z sektora handlu spożywczego, gdzie mogą być dyskontowane oczekiwania na słabych wynikach 1Q'19.

Kluczowe rekomendacje

Pozytywne: ALR, AMC, APT, ASE, CCC, CDR, CIE, CMR, EAT, EBS, EGS, FMF, PEO, POZ, TIM

Negatywne: COG, DNP, EUR, JSW, TAR

Indeksy	Kurs bieżący	1M	YTD
WIG	60 342	+0,4%	+5%
ATX	3 077	+0,7%	+12%
BUX	42 057	+4,7%	+7%
PX	1 085	+0,8%	+10%

Indeksy sektorowe WIG		1M	YTD
WIG20	2 341	+0,3%	+3%
mWIG40	4 182	+0,1%	+7%
sWIG80	12 023	+3,0%	+14%
Banki	7 621	+0,1%	+2%
Budownictwo	2 197	+9,5%	+15%
Chemia	11 884	-6,9%	+27%
Energia	2 356	-11,0%	-2%
Górnictwo	3 946	+7,0%	+15%
Informatyka	2 264	-0,0%	+14%
Media	4 937	+3,0%	+9%
Nieruchomości	2 236	+4,0%	+17%
Odzież	6 568	+9,1%	+9%
Paliwa	7 471	-3,7%	-7%
Spożywczy	3 516	-0,4%	+4%
Telekomunikacja	695	+3,0%	+12%

Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
Amica	przeważaj ▶	-
AmRest	kupuj ▲	48,00 PLN ▲
Atal	trzymaj ▼	41,03 PLN ▼
CCC	kupuj ▶	275,00 PLN ▼
CD Projekt	akumuluj ▶	221,00 PLN ▲
CEZ	trzymaj ▶	565,50 CZK ▲
Ciech	kupuj ▶	68,66 PLN ▼
Dino	redukuj ▼	112,70 PLN ▲
Dom Dev.	trzymaj ▼	84,40 PLN ▲
Enea	kupuj ▶	12,51 PLN ▼
Energia	kupuj ▶	12,21 PLN ▼
Eurocash	sprzedaj ▼	18,90 PLN ▲
Grupa Kęty	trzymaj ▶	341,33 PLN ▲
Jeronimo Martins	akumuluj ▲	14,10 EUR ▲
KGHM	trzymaj ▶	105,57 PLN ▲
Kruk	kupuj ▶	213,65 PLN ▼
Kruszwica	równoważ ▶	-
Lotos	sprzedaj ▶	65,41 PLN ▲
LPP	trzymaj ▼	8400 PLN ▼
MOL	trzymaj ▶	3223 HUF ▼
OTP Bank	trzymaj ▼	13046 HUF ▶
PGE	kupuj ▶	13,66 PLN ▼
PGNiG	akumuluj ▲	6,92 PLN ▼
PKN Orlen	sprzedaj ▶	79,39 PLN ▼
PZU	akumuluj ▶	43,38 PLN ▼
Tauron	kupuj ▶	2,89 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	16
9. Makroekonomia	17
10. Finanse	18
10.1. Alior Bank	18
10.2. Handlowy	19
10.3. ING BSK	20
10.4. Millennium	21
10.5. Pekao	22
10.6. PKO BP	23
10.7. Santander Bank Polska	24
10.8. Komercni Banka	25
10.9. Erste Bank	26
10.10. OTP Bank	27
10.11. PZU	28
10.12. Kruk	29
10.13. Skarbiec Holding	30
11. Chemia	31
11.1. Ciech	31
11.2. Grupa Azoty	32
12. Paliwa	33
12.1. Lotos	33
12.2. MOL	34
12.3. PGNiG	35
12.4. PKN Orlen	36
13. Energetyka	37
13.1. CEZ	37
13.2. Enea	38
13.3. Energa	39
13.4. PGE	40
13.5. Tauron	41
14. Telekomunikacja, media, IT	42
14.1. Netia	42
14.2. Orange Polska	43
14.3. Play	44
14.4. Agora	45
14.5. Cyfrowy Polsat	46
14.6. Wirtualna Polska	47
14.7. Asseco Poland	48
14.8. CD Projekt	49
14.9. Comarch	50
15. Przemysł, surowce	51
15.1. Famur	51
15.2. Grupa Kęty	52
15.3. JSW	53
15.4. Kernel	54
15.5. KGHM	55
15.6. Stelmet	56
16. Deweloperzy	57
16.1. Atal	58
16.2. Dom Development	59
17. Handel	60
17.1. AmRest	60
17.2. CCC	61
17.3. Dino	62
17.4. Eurocash	63
17.5. Jeronimo Martins	64
17.6. LPP	65
18. Inne	66
18.1. PBKM	66

Rynek akcji

Przy dużej niepewności największe indeksy giełdowe powoli pną się w górę. Po pojawieniu się informacji o zbliżeniu w negocjacjach USA-Chiny w kwestii transferu technologii trudno zakładać, żeby w najbliższych tygodniach nie doszło do finalnego porozumienia. Samo podpisanie umowy handlowej może być wykorzystane do realizacji krótkoterminowych zysków. W horyzoncie najbliższych miesięcy podtrzymujemy opinię, że porozumienie przywróci przewidywalność w gospodarce globalnej, a w efekcie odwrócenie negatywnego momentum makro i przekroczenie nisko zawieszonych oczekiwań. Będzie to widoczne szczególnie w przypadku rynków wschodzących i Europy, które są najbardziej podatne na oczekiwane ożywienie w Chinach (na które może wskazywać rosnący PMI – wpływ wprowadzanego pakietu stymulacyjnego – a w przyszłości dodatkowo efekt porozumienia). Pomimo rosnącego ryzyka globalnej recesji – na co wskazują PMI – CDSy na rynki wschodzące wskazują na wręcz odwrotne zjawisko. Rynek amerykański silnie dyskontował pozytywny scenariusz, a ograniczeniem dla wzrostu może być pogarszająca się sytuacja w spółkach technologicznych – dotychczas głównego motoru napędowego hossy. W ostatnich tygodniach spółki technologiczne zapowiadały pogorszenie wyników w 1Q – wg badania Evercore ISI pod względem dynamiki wzrostu, 1Q może być najgorszym kwartałem od 6 lat.

Na GPW brak nowego, lokalnego kapitału (w lutym umorzenia w TFI akcyjnych: 179 mln PLN) i mniejsza aktywność funduszy ETF skutkują utrzymującym się marazmem. Od ponad 2,5 miesiąca WIG oscyluje między 59500 a 61000 pkt, tj. w kanale o szerokości 2,5%. Tymczasem krajowe otoczenie makro zmieniło się zaskakująco pozytywnie. Wbrew słabym odczytom PMI, polska gospodarka odnotowuje zaskakująco dobry początek roku. Dobre dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej skłoniły naszych makroekonomistów do podwyższenia tegorocznej prognozy PKB do 4,5%. Efekt pakietu fiskalnego dopiero przed nami. Ponadto, informacje płynące ze spółek wskazują, że presja kosztowa może być niższa niż dotychczas zakładali analitycy, co w połączeniu z makro stwarza pole do pozytywnych zaskoczeń. Realizacja pozytywnego scenariusza dla EM powinna skutkować napływem zagranicznego kapitału, który wyprowadzi WIG20 z obecnego trendu bocznego. W krótkim okresie trudno zakładać istotną zmianę na poziomie przepływu kapitału do lokalnych funduszy (wpływ na wyceny MiS, które paradoksalnie w największym stopniu odczuwają poprawę makro). W średnim okresie, w negatywnym scenariuszu istnieje ryzyko podaży akcji ze strony OFE (na razie brak szczegółów zmian w OFE).

Banki centralne jeszcze bardziej gołębie

W minionym miesiącu banki centralne jeszcze bardziej łagodzą przekaz dotyczący polityki monetarnej. Szef Fed w Chicago – Charles Evans – oznajmił, że inflacja może wzrosnąć do 2,5% (obecnie CPI 1,5%) zanim będzie potrzebna kolejna podwyżka stóp procentowych. Fed funds futures wskazują na 74% prawdopodobieństwo jednej obniżki stóp procentowych w 2019. Draghi ogłosił, że ECB jest gotowe do aktywnego działania (kolejne TLTRO), a podwyżki stóp procentowych oddalają się. Część analityków zinterpretowała słowa szefa ECB jako dopuszczenie możliwości wznowienia zakupu przez bank centralny prywatnych aktywów. ECB pracuje również nad rozwiązaniami, które chociaż częściowo zmiętygowałyby

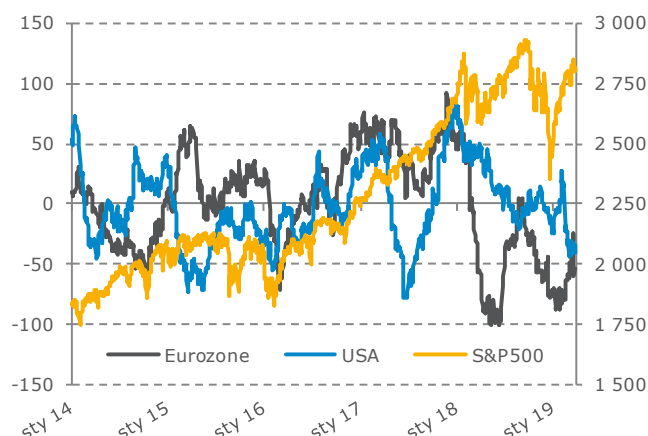
negatywne skutki ujemnych stóp procentowych dla sektora bankowego. Kolejne banki obniżają prognozy inflacji, a Brazylia rozważa obniżkę stóp.

Z perspektywy Fed bieżące dane makro nie są na tyle złe, żeby rozpocząć cykl luzowania (3 obniżki w perspektywie 1-1,5 roku), jak zaczynają już dyskontować inwestorzy. Przy obecnym makro może być to odbierane jako polityka umiarkowanie restrykcyjna. Jeżeli jednak Fed zdecydowałby się na obniżkę (byłaby zapowiedzią kolejnych w niedalekiej przyszłości; agresywna ścieżka co najmniej 75 p.b.), świadczyłoby to o perspektywie dużo gorszych danych, jakie nadejdą w kolejnych miesiącach, a więc i dużego zaskoczenia na wynikach spółek. W takim scenariuszu rynki akcji czekałoby co najmniej 15% przecena. Innym scenariuszem jest jedna lub dwie 25 p.b. obniżki w dłuższym czasie, jeśli w tym samym czasie nastąpi silne umocnienie USD – w takim scenariuszu nie musi oznaczać to wejścia gospodarki w większe spowolnienie/recesję.

Lepsze PMI w Chinach, Europa zaskoczy pozytywnie

W strefie euro wskaźniki wyprzedzające nadal wskazują na pogarszające się momentum w przemyśle (47,5 vs. 49,3 w poprzednim miesiącu). Zakładane przez nas ożywienie (m.in. za sprawą normalizacji produkcji w sektorze samochodowym) nie nadchodzi. Przełomowym momentem może jednak być kwietniowy odczyt PMI w Chinach (drugi miesiąc z rzędu rośnie, 50,8 vs. 49,9 poprzednio), który zaczyna wskazywać na poprawę kondycji gospodarki i działanie programu obniżki podatków. W poprzednich komentarzach wskazywaliśmy, że to właśnie z Chin ma przyjść pierwszy impuls wzrostowy i poprawa sentymentu. Podtrzymujemy opinię, że chiński stymulus powinien ustabilizować dane o eksporcie i sytuacji w przemyśle ze strefy euro – szczególnie w przypadku Niemiec, co z kolei będzie prowadzić do pozytywnego zaskoczenia co do wzrostu gospodarczego w 2H. Teza ta opiera się m.in. na silnie obniżonych oczekiwaniach.

Wskaźniki zaskoczeń Citibanku



Źródło: Bloomberg

Premier potwierdza zmiany w OFE

Premier Morawiecki potwierdził, że Rząd pracuje nad kolejnym etapem zmian w OFE. Z ogólnych informacji przekazanych przez Premiera wynika, że nadal rozwijana jest koncepcja przekazania 25% aktywów do Funduszu Rezerwy Demograficznej. Nowe rozwiązania miałyby zostać wprowadzone jeszcze przed wyborami parlamentarnymi (listopad). Szczegóły rozwiązań mają zostać zaprezentowane za kilka miesięcy i dopiero wtedy możliwa będzie ocena ich wpływu na GPW. Poniżej prezentujemy wstępne szacunki na bazie zakładanego scenariusza.

Struktura aktywów OFE na koniec lutego 2019

	Aegon	Allianz	Aviva	AXA	Generali	MetLife	NN	PKO BP	Pocz-tylion	PZU	Łącznie
Akcje GPW	79,2%	78,2%	79,3%	73,0%	75,5%	77,8%	80,0%	78,1%	80,0%	78,3%	78,5%
Akcje zagraniczne	7,1%	3,6%	6,0%	7,2%	5,2%	5,3%	6,2%	7,8%	3,9%	10,7%	6,7%
Obligacje, listy zastawne, inne	8,7%	13,5%	7,5%	8,8%	7,1%	5,6%	9,5%	2,6%	9,9%	11,0%	8,6%
Gotówka	5,0%	4,7%	7,2%	11,0%	12,1%	11,3%	4,2%	11,4%	6,1%	0,0%	6,1%
Nadwyżka akcji z GPW powyżej 75% progu (mln PLN)	-592	-232	-1 485	203	-43	-364	-2 048	-228	-146	-766	-5 702

Źródło: KNF, Dom Maklerski mBanku

Jeżeli „suwak” zostanie wycofany, przez kilka najbliższych lat „nowe OFE” nie będą notować istotnego odpływu kapitału (częściowo aktywa już zostały przesunięte do ZUS). Oznaczałoby to, że w pierwszym roku po zmianie w miejsce odpływu netto w rozliczeniu z ZUS na poziomie 4,75 mld PLN, pojawi się napływ netto w wysokości ok. 3,3 mld PLN. W kolejnych latach bilans ten będzie się „pogarszał” o około 0,8 mld PLN rocznie (rosnące świadczenia emerytalne). Czynnikiem ryzyka w tych szacunkach jest wprowadzenie możliwości wcześniejszego (przed wiekiem emerytalnym) wycofania środków (jeżeli elementem ograniczającym wycofanie środków będzie tylko podatek), co mogłoby uruchomić trudny do przewidzenia poziom umorzeń.

Transfer 25% aktywów do FRD oznacza dwie ważne implikacje: 1) potencjalną sprzedaż polskich akcji w krótkim okresie, 2) dywersyfikację portfela w długim.

Nie wiemy, czy możliwe będzie przeniesienie do FRD polskich akcji. Obecnie fundusze nie mają wystarczających innych aktywów, żeby spełnić wymóg związany z transferem. Na koniec lutego inne aktywa stanowiły 21,5% łącznych aktywów, co w negatywnym scenariuszu może oznaczać konieczność upłynnienia części portfela (łącznie za kwotę 5,7 mld PLN). Łączny udział akcji z GPW stanowił 78,5% aktywów netto OFE, przy czym w przypadku poszczególnych funduszy udział ten wahał się od 73% do 80% (szczegóły w tabeli powyżej).

Po transferze, całość aktywów netto funduszy będą stanowiły polskie akcje, co oznacza konieczność dywersyfikacji portfela w dłuższym okresie. Jeżeli docelowa struktura portfela miałaby wyglądać jak obecnie (ok. 80% w polskich akcjach), fundusze będą musiały „zamienić” aktywa o wartości ok. 25 mld PLN. Ponieważ bez „suwaka” w pierwszych 5 latach fundusze będą miały dodatnie przepływy z ZUS, dywersyfikacja może przebiegać stopniowo. Jeżeli fundusze nie sprzedawałyby posiadanych akcji, a pozyskane dywidendy i środki przekazane z ZUS inwestowałyby w aktywa inne niż polskie akcje, to po 4-5 latach struktura aktywów przypominałaby obecną.

Prognoza zmiany struktury aktywów „nowych OFE”

(mln PLN)	2019	2020	2021	2022	2023
Przepływy					
Dywidendy		3 637	3 637	3 637	3 637
ZUS (netto)		3 300	2 500	1 700	900
Akcje GPW*	121 238	121 238	121 238	121 238	121 238
Inne aktywa		6 937	13 074	18 411	22 949
udział inne		6%	11%	15%	19%

*ceny akcji rosą o wartość wytransferowanych dywidend
Źródło: Dom Maklerski mBanku

Według naszych szacunków w 2018 roku bilans przepływów w OFE (ZUS, dywidendy) wyniósł ok. -1,8 mld PLN. Wartość gotówki w bilansie obniżyła się o 620 mln PLN, co oznaczałoby sprzedaż innych aktywów za kwotę ok. 1,2 mld PLN.

Michał Marczak

tel. +48 22 438 24 01

michal.marczak@mbank.pl

Sektory

Finanse

- Marzec oznacza koniec sezonu wynikowego, zaś sam 1Q'19 uznajemy za udany. Wśród analizowanych przez nas instytucji, 5 zaraportowało wyniki powyżej konsensusu, 3 zgodne z konsensem, a 3 poniżej oczekiwań rynkowych. Końcówkę roku oceniamy jednak jako dobry prognostyk na 2019 rok, zwłaszcza jeżeli chodzi o sektor bankowy. Najważniejszym wydarzeniem w Q1 będą koszty BFG, które wzrosły o 1 mld PLN R/R w 2019 za sprawą opłaty restrukturyzacyjnej. Niemniej jednak wpływ na nasze prognozy jest mocno ograniczony (1-3% w przypadku większości banków). Wyjątkiem tutaj jest Bank Handlowy, którego wpływ na zysk netto szacujemy na około 5%. Z drugiej strony oczekujemy, że banki zaczną się pozbywać nadwyżkowych depozytów, co powinno mieć pozytywne przełożenie na NIM, a także obniżenie kosztów ryzyka w korporacjach.
- Sentyment wobec europejskich banków w marcu kształtował się pod wpływem informacji dotyczących prania brudnych pieniędzy, fuzji oraz ruchów EBC, zaś pod koniec miesiąca do mixu dołączyły ponowne zawirowania wokół liry tureckiej. Początkowe doniesienia o nowym TLTRO rozczarowały rynek, ale wypowiedzi przedstawicieli EBC z końca marca o tym, że nowa runda finansowania będzie dostosowana do sytuacji makro dała nadzieję na korzystniejsze warunki. Zapowiedź możliwej redukcji ujemnego oprocentowania dla nadwyżkowych środków „zaparkowanych” w EBC jest światłem w tunelu dla nieznacznej poprawy rentowności wśród banków strefy euro. Według agencji Bloomberg banki strefy euro przy podwyższeniu stopy depozytowej do 0% zyskałyby do 7,3 mld EUR.
- Prace nad ustawą frankową ponownie wyhamowały. Ustawa nie była procedowana w marcu, wg opublikowanego terminarza nie będzie również poddana pod głosowanie na pierwszym kwietniowym posiedzeniu sejmiku 3-4 kwietnia. Następne posiedzenia, na których może być procedowana ustawa są zaplanowane na 11-12, oraz 25 kwietnia. Pozostaje coraz mniej czasu, aby ustawa została wprowadzona od 1 lipca, tak jak zapowiadał to Tadeusz Cymański, przewodniczący podkomisji frankowej. Przypominamy, że jeżeli ustawa weszłaby w życie od 1 lipca, to 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 zależy od sondaży wyborczych oraz presji banków na KE.
- **Kluczowe rekomendacje:** Bank Pekao (kupuj), Alior Bank (kupuj), Erste Bank (kupuj)

Chemia

- Indeksy MSCI Chemicals zachowywały się stabilnie w III.
- Naszym zdaniem najlepiej w sektorze wygląda Ciech, który dalej powinien zachowywać się lepiej od rynku (oczekiwany wzrost wyników w 1H'19 w efekcie wzrostu cen sody, spadki cen gazu ziemnego, nowa inwestycja soli oczyszczonej w 2Q'19, konsolidacja Proplan w całym roku; około 20% dyskonto do grupy porównawczej).
- Na notowaniach Grupy Azoty, pomimo oczekiwanej poprawy wyników w 2019 roku, ciężką znaczące nakłady kapitałowe związane z projektem PDH. Budżet projektu był już rewidowany w górę 3-krotnie, a dodatkowo Zarząd poinformował, że do realizacji będzie potrzebne dodatkowe 200 mln EUR finansowania. Jeżeli spółka nie pozyska inwestora do projektu (na razie odmówił PGNiG), to rynek może spekulować, że o potrzebne środki Zarząd poprosi inwestorów (emisja akcji).
- **Kluczowe rekomendacje:** Ciech (kupuj)

Paliwa

- Wygasające w perspektywie miesiąca „waivery” dla odbiorców ropy irańskiej zwiększają niepewność w zakresie podaży surowca, co przekłada się na dalszy wzrost pozycji spekulacyjnych (najwyższe poziomy od października 2018) i wyższe cen Brent w okolice 70 USD/Bbl. Kraje OPEC pozostają na razie niewzruszone na twitterowe apele prezydenta Trumpa, a wyraźny negatywny trend na liczbie aktywnych wiertni studzi nadzieje na mocniejsze wzrosty produkcji w USA.
- Mocniejsze notowania ropy nadal nie przekładają się na notowania gazu, który w Europie od rekordów wrześniowych oddał na kontraktach miesięcznych już prawie 50%. Częściowo wynika to z czynników krótkoterminowych (sezonowość, ciepła zima, wzrost zapasów w UE 40% powyżej średniej 5-letniej, 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 (lutowy odczyt tylko +9% vs 26% notowane w poprzednich miesiącach). Biorąc te czynniki pod uwagę oraz większą efektywność interkontynentalnego arbitrażu (wzrost udziału LNG w handlu) ponownie obniżamy nasze prognozy cen gazu na lata 2019-20 odpowiednio o 10% i 5%. Liczymy jednak 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. Przy takich odczytach konsensusowe prognozy poprawy wyników w Orlen czy Lotosie wyglądają bardzo ambitnie.
- W przypadku petrochemii obserwujemy kontynuację negatywnych tendencji, które w naszej opinii będą się nasilać w związku z uruchamianiem nowych instalacji.
- **Kluczowe rekomendacje:** Lotos (sprzedaj), PGNiG (akumuluj), PKN Orlen (sprzedaj)

Energetyka

- Ceny energii na rynku niemieckim ustabilizowały się na poziomie 48 EUR/MWh) przy wyraźnej presji na cenach węgla w portach ARA. Pozytywny sentyment do spółek energetycznych nadal się utrzymuje, a wzrosty YTD przekraczają 10%. Inwestorzy dyskontują trwałe odwrócenie tendencji na wynikach w tym roku, co podnosi oczekiwania dywidendowe.
- W Polsce ceny energii oscylują wokół 260 PLN/MWh, a spadek w lutym i marcu to głównie pochodna warunków pogodowych (niższe zapotrzebowanie i rekordowa wietrzność). W kolejnych miesiącach oczekujemy jednak odbicia z uwagi na normalizację pogody oraz intensyfikacji prac remontowych.
- Opublikowany projekt rozporządzenia ws rekompensat nadal pozostawia wiele pytań bez odpowiedzi. Na ten moment nie można stwierdzić czy straty z zamrożenia cen zostaną w 100% zneutralizowane, szczególnie że Rząd będzie prawdopodobnie musiał znaleźć dodatkowe 2 mld PLN finansowania (brak uwzględnienia redukcji opłaty przejściowej w obniżkach dla klientów). Naszym zdaniem bazowanie na średniej ważonej nie powinno być krzywdzące dla dużych grup energetycznych, ale wątpliwość budzi wprowadzenie współczynnika „C” (uwzględnianie cen transferowych w ramach grup) i administracyjne ustalanie marż i kosztów. Liczymy na to,

że te wszystkie wątpliwości zostaną doprecyzowane w trakcie konsultacji. Naszym zdaniem brak ~100% pokrycia strat sprzedawców wywołałoby duży chaos na rynku (kontraktowanie klientów, bankructwa, łamanie kowenantów) i dlatego trudno założyć taki scenariusz.

- Przecena zielonych certyfikatów od początku roku została zatrzymana i prawdopodobnie ceny świadectw wrócą na okolice 140-150 PLN/MWh, po tym jak Ministerstwo Energii wycofało się z modyfikacji formuły opłaty zastępczej, która efektywnie wprowadzała feed-in-tariff dla starych źródeł OZE na 312 PLN/MWh.
- **Kluczowe rekomendacje:** ENA (kupuj), ENG (kupuj), PGE (kupuj), Tauron (kupuj)

Telekomunikacja, media, IT

- Marcin Cichy, Prezes Urzędu Komunikacji Elektronicznej (UKE), ogłosił, że dystrybucja pierwszych częstotliwości w paśmie 3,7 GHz może mieć miejsce w 2019 r. lub w 2020 r. Dodał, że pasmo 3,7 GHz będzie dystrybuowane w blokach 50 MHz dla każdego operatora, tak aby wszyscy czterej operatorzy infrastruktury mieli szansę uczestniczyć w przetargu i jednocześnie uruchomić usługi 5G. Dystrybucja ma odbyć się w formie przetargu. To pozytywne wiadomości dla wszystkich polskich MVNO. Przede wszystkim byłby to przetarg na pasmo 3,7 GHz i uważamy, że aukcja jest o wiele mniej nieprzewidywalna.
- Prezydent podpisał nowelizację prawa telekomunikacyjnego, której celem jest ułatwienie wdrożenia technologii 5G w Polsce. Poprawki uprawniają Ministra Cyfryzacji do określenia harmonogramu dystrybucji częstotliwości. Nowelizacja pozwala również Prezesowi UKE ogłosić z własnej inicjatywy przetarg na rezerwację częstotliwości, nie tylko jeśli ma wiedzę na temat zainteresowania danymi częstotliwościami. Postępowania mogą być również ogłaszane w odniesieniu do zasobów, które będą dostępne w przyszłości (w użyciu w bieżącym czasie), pod warunkiem, że częstotliwości te mogą być wykorzystane po ich udostępnieniu.
- Państwowa firma telekomunikacyjna Exatel chce, aby operatorzy współpracowali w jednej sieci 5G. Według szacunków Exatela budowa sieci 5G od podstaw w Polsce kosztowałaby tyle samo 3,9-5,8 mld PLN, ale dzięki wykorzystaniu istniejącej infrastruktury wież komórkowych można było ponieść koszty do 2-3 mld PLN. Jedynym zwolennikiem jednej sieci w Polsce wśród MVO jest obecnie Polkomtel. Orange Polska jest nieco sceptyczne. Play jest dość bezpośredni, mówiąc, że plan jest nierealny.
- TVP i Polskie Radio otrzymają 1,26 mld PLN tytułem rekompensaty za utracone abonamenty w latach 2018-19. Nowelizacja ustawy została podpisana przez Prezydenta RP Andrzeja Dudę.
- 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 stracą zarówno w ujęciu netto – odpowiednio 4,5% i 6,8% R/R.

- W marcu'19 WIG Info spadł o 0,1%, nieco lepiej od szerokiego indeksu (vs. +0,3% WIG). WIG Info był gorszy od MSCI IT EU zaledwie o 1,3 p.p. Mediana P/E 12M fwd dla spółek IT wynosi obecnie 13,9x i jest 8,3% poniżej historycznej średniej z 3 lat.
- Zakończył się sezon wyników za 4Q'18. Mediana wzrostu wyniku EBITDA dla pokrywanych przez nas spółek wyniosła 11,1%. Trzy spośród sześciu spółek zaskoczyło pozytywnie na wynikach, dwie negatywnie. 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), Comarch (kupuj)

Przemysł

- Indeksy MSCI spółek przemysłowych dla Europy i dla Świata w marcu były stabilne po wyraźnych wzrostach zanotowanych w I'19 i II'19. Oba indeksy są obecnie notowane z dyskontem do swoich 3-letnich średnich na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA, ale to uległo w marcu zmniejszeniu.
- W trwającym sezonie wyników za 4Q'18 potencjał do pozytywnych zaskoczeń jeszcze mają FMF i TIM. Negatywnych oczekujemy natomiast w TAR. Dotychczas w 4Q'18 21% spółek pokazało lepsze r/r wyniki, a 16% słabsze r/r. Około 26% spółek podało lepsze od oczekiwań rezultaty, a 16% słabsze.
- Negatywnie na sentyment do spółek przemysłowych wpływają słabe odczyty wskaźników PMI z gospodarki niemieckiej (PMI dla nowych zamówień najniższe od 2009 roku). 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), Famur (perspektywa poprawy wyników r/r w kolejnych kwartałach; około 9% DYield w 2019 roku) i Kernel (dynamiczna poprawa wyników w 2019 roku; konsolidacja przemysłu olejarskiego na Ukrainie).
- Z mniejszych spółek naszymi faworytami pozostają Apator, Ergis, Pozbud i TIM. Negatywnie podchodzimy do inwestycji w akcje spółek Cognor (inflacja kosztów przy gorszym otoczeniu w stali) oraz Tarczyński (inflacja kosztów osobowych, wyraźny wzrost cen mięsa w III'19).
- Warto w kontekście spółek meblarskich zwrócić uwagę na wyraźny spadek wskaźnika sektorowego IFO w III'19. Wskaźnik „expectations” spadł do najniższego poziomu od 2014 roku, a ceny płyt wyraźnie spadały na przełomie roku w Niemczech.
- W niniejszej publikacji aktualizujemy nasze prognozy dla Amica oraz Kruszwica (w obu przypadkach w górę).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Amica (przeważaj), Apator (przeważaj), Cognor (niedoważaj), Ergis (przeważaj), Famur (kupuj), Pozbud (przeważaj), Tarczyński (niedoważaj), TIM (przeważaj)

Wydobycie

- Odbicie wskaźników wyprzedzających w Chinach (PMI) pozytywnie przekłada się na notowania metali. Odbicie daje nadzieje inwestorom, że obszerny pakiet stymulacyjny w Chinach zaczyna działać. Dodatkowo KGHM korzysta na rosnących cenach złota i srebra.
- Na rynkach inwestorzy przyglądają się sezonowo odbijającym monitorowanym zapasom miedzi. Pozycje inwestorów spekulacyjnych w połowie marca wzrosły do najwyższego poziomu od IH'18, a później zaczęły spadać. Naszym zdaniem ceny miedzi mogą się w marcu cofnąć, w szczególności jeśli inwestorzy poddali by pod wątpliwość porozumienie na linii USA-Chiny. Z drugiej strony KGHM powinien korzystać na rosnących w tym scenariuszu cenach złota i srebra.
- W kontekście rynku stali warto naszym zdaniem zwrócić uwagę na słabe dane wyprzedzające PMI dla przemysłu stalowego w Chinach (znów powrót poniżej wartości 50 pkt w marcu).
- Ceny wysokogatunkowych węgla koksujących odrobiły straty z przełomu roku odbijając w lutym do poziomów około 220 USD/t. Obecnie ceny znajdują się pod presją spadających cen koks na rynku chińskim. Marże wielkopiecowych producentów stali są na najniższym od dwóch lat poziomie, a zapasy stali rosną (poziomy praktycznie najwyższe od pięciu lat). Ceny węgla koksującego mogłyby się obniżyć wraz z oczekiwaną korektą cen rudy żelaza. W marcu brazylijski sąd pozwolił na wznowienie pracy w kopalni Vale, która została zamknięta po katastrofie tamy w lutym. Dodatkowo cyklon w północnej Australii nie spowodował znaczących zniszczeń w infrastrukturze, a kopalnie wracają do normalnej pracy.
- Po sygnalizowanej przez nas w ostatniej miesięcznicy korekcie spadkowego trendu na JSW (zaprzeczenie emisji akcji i wypłata dywidendy) obecnie naszym zdaniem nad kursem ciążyć będą oczekiwane spadkowe wyniki finansowe w IH'19. Dodatkowo Spółka w IV'19 prawdopodobnie poinformuje o warunkach dalszej współpracy między JSW, a Prairie. A w VI'19 upływa kadencja bieżącego Zarządu (nowy Zarząd może mieć inne koncepcje zagospodarowania nadwyżek kapitałowych).
- W przypadku KGHM rynek od początku roku pozytywnie odbierał informacje o możliwych zmianach w formule podatku od wydobywania. Naszym zdaniem w najbliższym czasie Zarząd może podjąć decyzję o wypłacie dodatkowej nagrody dla pracowników. Dodatkowo rynek coraz bardziej naszym zdaniem przyglądać się będzie słabym jak na razie wynikiem produkcyjnym.
- Kluczowe rekomendacje:** JSW (redukuj)

Deweloperzy

- Indeks WIG-Nieruchomości kolejny miesiąc zwyżkował, przekraczając poziom +1 odchylenia standardowego mediany. Szczególnie wyceny wśród liderów rynku (DOM, 1AT) notowały kolejne zwyżki (~+10% m/m), domykając dyskonto do swoich 2-letnich średnich.

- Wyniki 4Q'18: Wśród deweloperów mieszkaniowych, którzy przedstawili już swoje wyniki (DOM, 1AT, BDX, JWC, RON, MVP, LKD, ECH), w 4Q'18 obserwowany był spadek marży deweloperskiej na działalności mieszkaniowej o 2.5 p.p. r/r do 25.3%. Lepiej wypadła marża w skali całego 2018 roku, tj. +25.7%, przy nieznacznym spadku -0.4p.p. r/r. Wzrost marży deweloperskiej w skali roku pokazały tylko Echo i BDX Nieruchomości (i również Dom Development, gdyby znormalizować o wpływ alokacji ceny nabycia spółki Eurostyl).
- Dywidenda w 2019: Jak dotąd Zarządy czterech spółek z sektora zarekomendowały dywidendę. Wśród deweloperów mieszkaniowych – DOM, 1AT, LKD DYield wyniósł 11,2-12,1%. Rekordowe zyski (FY18) przełożyły się na rekordowe dywidendy, a do spółek płacących DY >10% dołączył LKD, który po aktualizacji polityki dywidendowej w ubiegłym roku w tym roku wypłaci payout 49%. W przypadku GTC DYield'18 może natomiast wynieść 4%.
- W bieżącym przeglądzie miesięcznym obniżamy rekomendację dla Dom Development i Atal do Trzymaj, ze względu na realizację potencjału wzrostu kursu akcji.
- Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Dom Development (trzymaj), Atal (trzymaj)

Handel

- Sprzyjające warunki pogodowe powinny pozytywnie wpłynąć na dynamikę wyników spółek odzieżowych i obuwniczych w marcu 2019 (najmocniejszy wpływ na wyniki CCC)
- Wyniki spółek z sektora handlu spożywczego będą obciążone w 1Q'19 przez efekt bazy związany ze Świętami Wielkanocnymi oraz zaostrzeniem ograniczenia handlu w niedzielę (negatywny wpływ na **DNP, EUR, JMT**).
- AmRest** w 4Q'18 powrócił do dwucyfrowej dynamiki EBITDA r/r (+40% r/r). W kolejnych kwartałach poprawa powinna zostać utrzymana. Niemniej, część wzrostów na kursie akcji została wymazana po publikacji przez spółkę informacji o sprzedaży pakietu akcji Henryego McGovern oraz Stevena Kent Winegar do głównego akcjonariusza spółki. Biorąc pod uwagę bardzo dobre perspektywy AmRest w średnim terminie, wykorzystyalibyśmy chwilową korektę do kupowania akcji spółki.
- CCC** powinno powrócić do poprawy sprzedaży porównywalnej w sklepach stacjonarnych od marca'19, co wraz z dobrymi perspektywami na pozostałą część 2019 roku, będzie wspierało zachowanie się kursu spółki.
- Po pozytywnej reakcji na kursie akcji **EUR** na dodatnią sprzedaż porównywalną w 4Q'18, oczekujemy schłodzenia nastrojów po wynikach za 1Q'19. W całym 2019 roku oczekujemy płaskiej EBITDA r/r, na którą wpływ będą miały koszty integracji biznesów oraz rosnące koszty wynagrodzeń.
- Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** AmRest (akumuluj), CCC (kupuj), Eurocash (sprzedaj), Dino (redukuj), Jeronimo Martins (akumuluj), VRG (przeważaj)

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	
in minus	7	15	12	19	14	11	18	18	10	12	15	20	171
brak zaskoczeń	19	17	27	19	24	26	30	23	35	20	25	22	287
in plus	33	27	22	23	22	25	16	25	22	35	27	17	294
liczba spółek	59	59	61	61	60	62	64	66	67	67	67	59	752
in minus	12%	25%	20%	31%	23%	18%	28%	27%	15%	18%	22%	34%	23%
in plus	56%	46%	36%	38%	37%	40%	25%	38%	33%	52%	40%	29%	39%

vs.	2016				2017				2018				+/-
r/r	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	
in minus	27	25	24	21	23	22	20	24	28	18	21	21	274
brak zaskoczeń	9	7	5	6	5	9	13	2	9	11	12	7	95
in plus	28	32	36	38	38	36	34	41	30	38	34	31	416
liczba spółek	64	64	65	65	66	67	67	67	67	67	67	59	785
in minus	42%	39%	37%	32%	35%	33%	30%	36%	42%	27%	31%	36%	35%
in plus	44%	50%	55%	58%	58%	54%	51%	61%	45%	57%	51%	53%	53%

* [+/-] – suma liczby kwartałów w ostatnich 3 latach, w których spółki zaraportowały wyniki zgodne lub powyżej oczekiwań rynkowych oraz w porównaniu r/r
Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, Dom Maklerski mBanku

Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu

Sektor		Rynek polski	Rynek amerykański	Rynek niemiecki
Banki	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	PEO, ALR	BAC US, JPM US	PBB GY, WUW GY
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:	Wyniki za 1Q'19	Korzystne wyceny, silny 4Q vs. cofnięcie na rentownościach	Rozwiązania osłonowe dla banków w planach ECB
Chemia	SENTYMENT	POZYTYWNY		POZYTYWNY
	Spółki na plus	CIE		LXS GY, ZDF GY, EVK GY
	Spółki na minus			DSM NA
	Kluczowe katalizatory:	Poprawa wyników		Odbicie w Chinach
Deweloperzy	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	
	Spółki na plus			
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:		Pozytywne cofnięcie na rentownościach vs. spowolnienie gosp.	
Energetyka	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	PGE, ENA		RWE GY
	Spółki na minus			UN01 GY
	Kluczowe katalizatory:	Finalna wersja rozporządzenia	Słaba dynamika EPS	Sektor defensywny
Handel, Konsument	SENTYMENT	POZYTYWNY	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	CCC, EAT	HBI US, WEN US	DHERR GY, ADS GY, BOSS GY, ZAL GY
	Spółki na minus	EUR		ZO1 GY
	Kluczowe katalizatory:	Silny konsument	Silny rynek pracy i realny wzrost płac	Silny konsument
Paliwa	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEUTRALNY	
	Spółki na plus	PGNiG	MPC US	
	Spółki na minus	LTS, PKN		
	Kluczowe katalizatory:	Dalszy spadek marż downstream, odbicie cen gazu		
Przemysł	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	AMC, APT, EGS, FMF, KER, POZ, TIM		SIE GY, JUN3 GY, AIR FP, MTU GY
	Spółki na minus	COG, TAR		RAA GY, DUE GY
	Kluczowe katalizatory:	Wzrost kosztów produkcji zdyskontowany	Blisko porozumienia USA-Chiny vs. spowolnienie wzrostu gosp.	Słabe IFO, preferujemy liderów
Przemysł wydobywczy	SENTYMENT	NEUTRALNY	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus		BOL SS, PLZL RX, ANG SJ	
	Spółki na minus	JSW	FRES LN	
	Kluczowe katalizatory:	Rosnące koszty wydobycia	Wzrost notowań metali	Wzrost notowań metali
Segment automotive	SENTYMENT	NEUTRALNY	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus		GM US, APTV US	DAI GY, CON GY, VW GY, UG FP
	Spółki na minus			ZIL2GY
	Kluczowe katalizatory:	EURO6 już nie straszy w 1H'19	Chiński stymulus, niskie wyceny, wzrost płac	Powrót do spółek niskowycenianych
Technologie, Media	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	ASE, CMR, AGO, WPL, CDR	DISCA US	COK GY, WDI GY, IFX GY
	Spółki na minus		NFLX US	01BC GY, NEM GY
	Kluczowe katalizatory:		Wysokie wyceny poza FAANG; media wyglądają lepiej	Pozytywny scenariusz dla umowy USA-Chiny
Telekomy	SENTYMENT	NEUTRALNY	POZYTYWNY	
	Spółki na plus	OPL		DTE GY, DRI GY
	Spółki na minus			TC1 GY
	Kluczowe katalizatory:		Segment zdominowany przez quasi-tech	Sektor defensywny, rozczarowujące wyniki

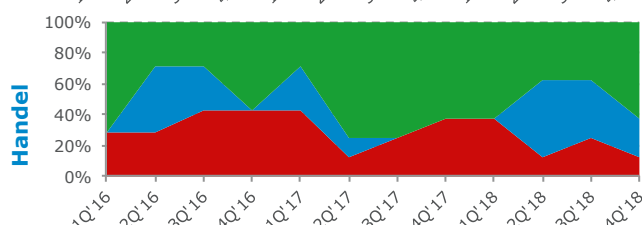
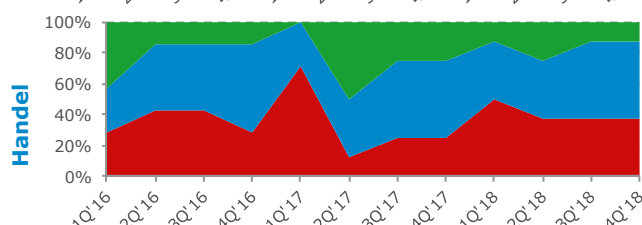
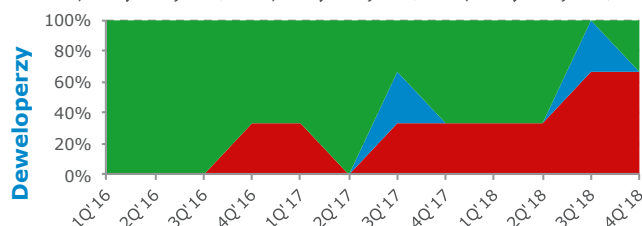
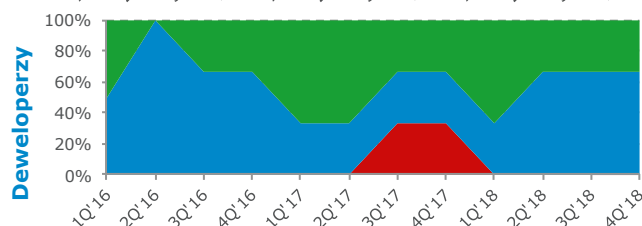
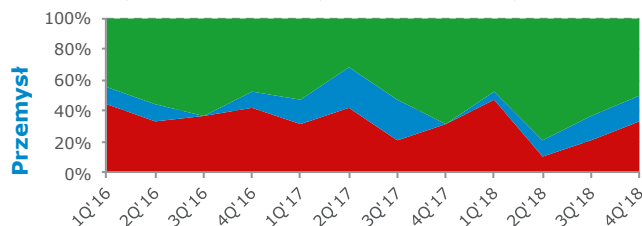
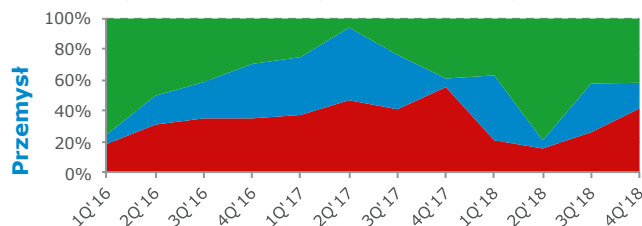
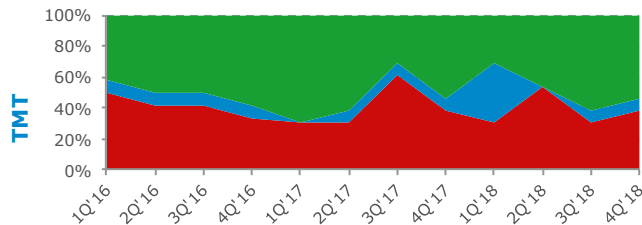
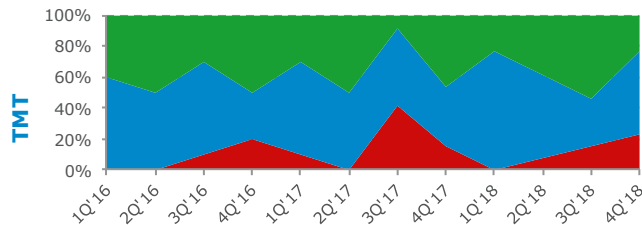
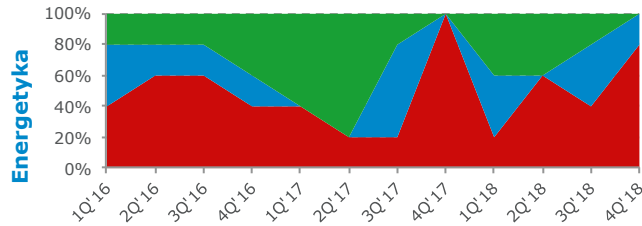
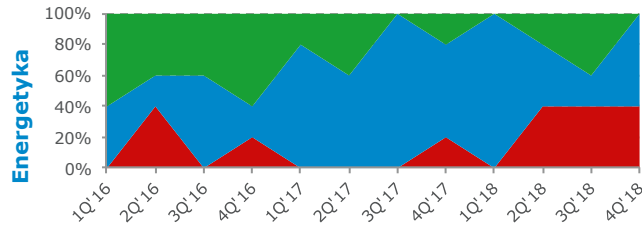
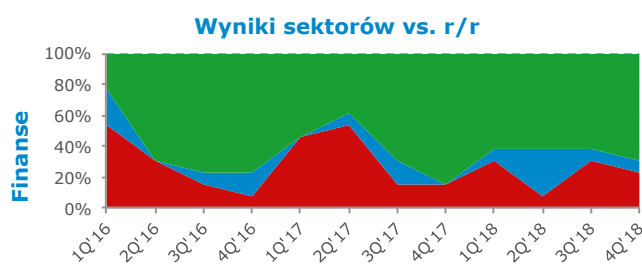
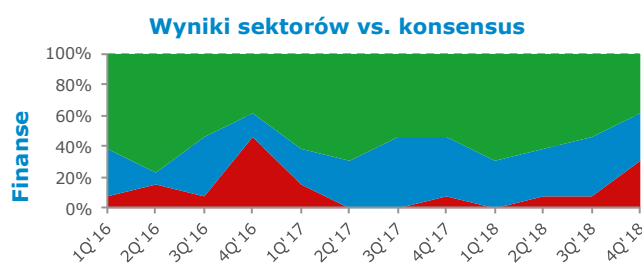
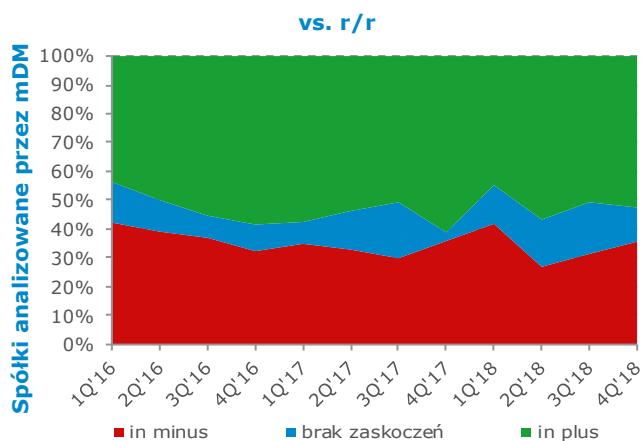
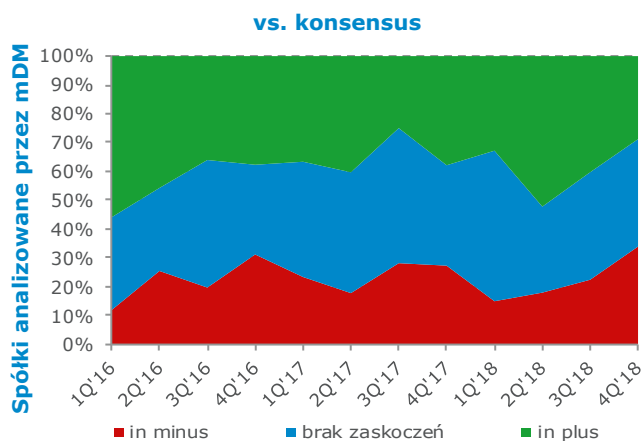
Zaskoczenia na wynikach spółek w poszczególnych kwartałach (vs. konsensus oraz vs. r/r)

vs.	2016	2017	2018	+/=	vs.	2016	2017	2018	+/=
konsensus	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q		r/r	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	
Finanse					Finanse				
Alior Bank	+ + + +	- + + +	= + = =	92%	Alior Bank	- - = +	- + + -	+ + - +	58%
Handlowy	= + - =	- + + =	+ + - =	67%	Handlowy	- + + +	- - + +	+ + - =	58%
ING BSK	+ + + -	+ = = =	= - = +	83%	ING BSK	= + + +	+ - + +	+ = = +	92%
Millennium	+ + = +	+ = + =	+ + = +	100%	Millennium	= + + +	+ - + +	+ + + +	92%
Pekao	+ + + +	+ = + +	= = + +	100%	Pekao	- + - +	- - = +	+ + + -	58%
PKO BP	+ + + -	+ + + =	+ = + =	92%	PKO BP	= + - +	- = + +	+ + + +	83%
Santander BP	+ + = +	= + = =	= + = -	92%	Santander BP	- + + +	- - + +	= = - +	67%
Komercni	+ + + =	+ + + +	+ + + +	100%	Komercni	- + + +	+ - - +	- + + +	67%
Erste Bank	+ = = -	= + = +	+ + + +	92%	Erste Bank	+ + + =	- - + +	+ + + +	75%
OTP Bank	= + + -	+ + + +	+ + + +	92%	OTP Bank	+ + + -	+ + + +	+ + + +	100%
PZU	- - = +	+ = + +	+ = + =	83%	PZU	- - + +	+ + + +	- + + =	75%
Kruk	= - + -	+ + = -	+ + + =	67%	Kruk	+ - + +	+ + = -	- = + +	75%
Skarbiec	= + = -	= + + +	+ = + -	83%	Skarbiec	- - + =	+ + - +	- - - -	42%
Chemia					Chemia				
Ciech	= + = +	= = + +	= + = -	92%	Ciech	+ + + +	+ - - +	- - - -	58%
Grupa Azoty	- - = -	+ - = -	= - - -	36%	Grupa Azoty	+ - - -	- + + +	- - - -	36%
Paliwa					Paliwa				
Lotos	+ = + =	+ + + =	- + = -	83%	Lotos	+ - + +	+ + + -	- + = +	75%
MOL	= = = -	+ + = -	= = + +	83%	MOL	- - - -	+ + - +	- - - +	42%
PGNiG	+ - - +	+ + - -	- + - -	42%	PGNiG	- - - -	+ = = =	- + + -	58%
PKN Orlen	= - = +	= = - =	= - = +	75%	PKN Orlen	= - - +	+ + + -	- - - +	50%
Energetyka					Energetyka				
CEZ	+ - = +	= = = +	= - + =	83%	CEZ	= - - -	- - - -	- - + =	25%
Enea	+ + + +	= + = =	= - = =	92%	Enea	+ + + +	+ + = -	= - = -	75%
Energia	+ - = =	= = = -	= = - -	67%	Energia	= = = =	- + + -	+ + - -	67%
PGE	= = + -	= = = =	= = - -	75%	PGE	- - - -	+ + = -	+ + = -	50%
Tauron	= + = +	+ + = =	= + = =	100%	Tauron	- - - +	+ + = -	= - - -	42%
TMT					TMT				
Netia	= + = +	= = + +	= = = =	100%	Netia	- = - -	- - - -	= - - -	25%
Orange PL	= = = =	= + = =	= + + +	100%	Orange PL	- - - -	- - - +	= - + +	42%
Play	bd bd bd bd	bd bd = =	= + = =	100%	Play	bd bd bd bd	+ + + =	- - - -	50%
Agora	+ = = +	= + = +	= + + =	100%	Agora	= - - -	+ + = +	= - + +	58%
Cyfrowy	= = + =	+ = = =	+ = = =	100%	Cyfrowy	= - + +	+ + = -	= - = =	58%
Wirtualna	+ = - -	+ = = =	= = = =	83%	Wirtualna	+ + + +	+ + + +	+ + + +	100%
Aileron	bd bd bd bd	bd bd - +	= = - -	50%	Aileron	+ - + +	+ + - +	= + - -	67%
Asseco BS	+ + + =	= = = +	= = + +	100%	Asseco BS	+ + + +	+ + + +	+ + + +	100%
Asseco PL	= + + -	= = - -	+ + + =	75%	Asseco PL	- + - -	- - - -	+ + + +	42%
Asseco SEE	= = = +	= + - =	= = + =	92%	Asseco SEE	+ + = +	+ + + +	+ + + +	100%
Atende	bd bd bd bd	bd bd bd +	= - + =	60%	Atende	- + - -	+ - - +	= - + +	33%
Comarch	= + = +	- - - -	+ + + +	75%	Comarch	- + + +	- - - -	= + + +	58%
CD Projekt	+ + + +	+ + - +	= = - -	75%	CD Projekt	+ - + +	+ + - -	- - - -	42%
Przemysł					Przemysł				
Alumetal	+ + - =	- = + =	= + = -	75%	Alumetal	+ + - -	- - - +	+ + + -	50%
Amica	+ = = -	= = - +	- + + +	75%	Amica	+ + + =	- = - -	- + + +	67%
Apator	- + - =	= - - -	= + = +	67%	Apator	- + - +	+ - + -	- + = +	58%
Boryszew	+ + + +	+ + + -	= - = -	55%	Boryszew	+ + + -	+ + + +	+ + - -	64%
Cognor	bd bd bd bd	bd bd bd bd	+ + = -	75%	Cognor	- + + +	+ = + +	+ + + -	83%
Ergis	- - + =	+ = - -	- - - -	33%	Ergis	- - + +	+ = = -	- = - -	50%
Famur	+ + = +	bd - =	+ + + +	90%	Famur	= + + +	= + + +	+ + + +	100%
Forte	+ + = =	= = - -	= + + -	73%	Forte	+ + + +	- - - -	+ + + -	45%
Grupa Kęty	+ + = =	= = = -	= + = =	92%	Grupa Kęty	+ + + +	+ + + +	+ + + +	100%
Impexmetal	+ + + -	- - - +	+ + + =	64%	Impexmetal	+ + + -	+ + = +	+ + = =	91%
JSW	+ = - -	+ + - -	= + = -	58%	JSW	- - - +	+ + + +	= - = -	58%
Kernel	+ - + -	- - - +	= - + +	50%	Kernel	- - + -	- - - -	- + + +	33%
KGHM	- - + +	+ = = +	= + + -	75%	KGHM	- - + +	+ + + +	+ + = =	58%
Kruszwica	- - + +	= - = -	+ + + +	58%	Kruszwica	- = - +	= = + +	+ + + +	83%
Mangata	+ + - +	= - - -	+ + + +	64%	Mangata	+ + + -	= - = +	+ + + +	82%
Pfleiderer	= = + -	- - - -	+ - + +	55%	Pfleiderer	+ = + =	+ - + +	+ - + +	82%
Pozbud	bd bd bd bd	bd bd bd +	= + = +	75%	Pozbud	= - - -	= - = +	- + + +	45%
Stelmet	bd bd - =	= - = -	+ + + =	60%	Stelmet	bd bd - -	- - + +	= + + =	60%
Tarczyński	+ - - +	= = + +	+ + = +	83%	Tarczyński	- - - -	= + + +	+ + + +	67%
Deweloperzy					Deweloperzy				
Atal	bd bd + =	+ + - -	= + = +	80%	Atal	+ + + -	+ + = +	+ + = -	83%
Dom Dev.	+ = = =	= + + =	+ = + =	100%	Dom Dev.	+ + + +	- + + +	+ + - +	83%
GTC	= = = +	+ = = +	+ = = =	100%	GTC	+ + + +	+ + - -	- - - -	50%
Handel					Handel				
AmRest	= = = +	- + + +	- - = +	75%	AmRest	+ + + +	= + + -	+ = + +	92%
CCC	+ + + =	- + - -	- - - -	42%	CCC	- + = +	+ + + -	- - - -	50%
Dino	bd bd bd bd	bd + = +	+ = = =	100%	Dino	bd bd bd bd	bd + + +	+ + + +	100%
Eurocash	- - - -	= - - -	= - - -	25%	Eurocash	+ = - -	- - - -	+ = = =	58%
Jeronimo	= = = =	= = = =	= = = =	100%	Jeronimo	+ = + +	= + + +	+ = = =	100%
LPP	- = = =	= = + =	- + + =	83%	LPP	- - - -	+ + + +	- + + +	58%
Monnari	+ - - -	= + = =	= + - -	50%	Monnari	+ - - -	- - - +	- + - -	33%
VRG	+ - - =	= - = =	- - = =	50%	VRG	+ = = +	- + + +	+ = = +	92%

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

Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, Dom Maklerski mBanku

Zaskoczenia na wynikach wszystkich spółek analizowanych przez mDM oraz wybranych sektorów



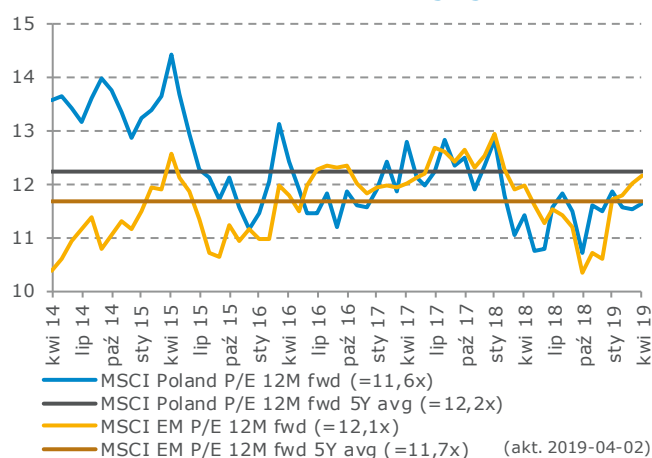
Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, Dom Maklerski mBanku; Dane za 3Q'18 uwzględniają spółki, które zaraportowały wyniki

Zmiana prognozowanego zysku netto na 2019 rok dla spółek wchodzących w skład indeksu WIG30

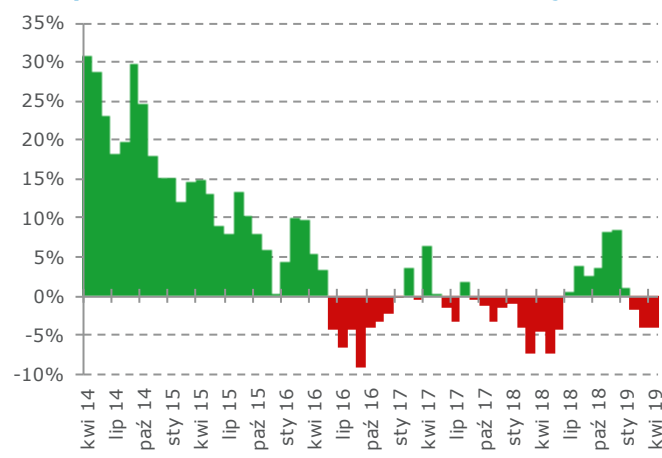
mar 18=0	WIG30		Finanse		Paliwa		Energetyka		Handel		TMT		Chemia		Surowce	
	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM
kwi 18	-1%	+0%	-2%	+0%	-2%	+0%	-1%	+0%	-1%	+2%	-6%	+0%	-1%	+0%	+7%	+1%
maj 18	-1%	+2%	-2%	+0%	-1%	+0%	+5%	+16%	-0%	+2%	-8%	+0%	-11%	-31%	+3%	-1%
cze 18	-1%	+2%	-2%	+0%	-0%	+9%	+5%	+16%	-3%	+5%	-6%	-10%	-11%	-31%	+2%	-3%
lip 18	-1%	+2%	-3%	+0%	-2%	+9%	+8%	+16%	-3%	+5%	-7%	-10%	-32%	-37%	+2%	-3%
sie 18	-3%	+1%	-3%	+0%	-3%	+7%	+7%	+16%	-3%	+5%	-11%	-11%	-23%	-41%	-4%	-7%
wrz 18	-3%	+1%	-3%	-0%	+0%	+7%	+6%	+16%	-3%	+3%	-14%	-10%	-28%	-41%	-9%	-7%
paź 18	-4%	-7%	-5%	-5%	+0%	+5%	+3%	+16%	-5%	-3%	-21%	-23%	-49%	-62%	-5%	-44%
lis 18	-5%	-8%	-5%	-6%	+3%	+5%	+0%	+16%	-7%	-2%	-23%	-42%	-64%	-68%	-6%	-35%
gru 18	-6%	-8%	-5%	-6%	+1%	+5%	-1%	+16%	-8%	-3%	-22%	-42%	-72%	-68%	-12%	-35%
sty 19	-6%	-9%	-6%	-6%	+2%	+6%	-2%	+10%	-13%	-4%	-20%	-41%	-72%	-68%	-14%	-37%
lut 19	-7%	-10%	-6%	-6%	+1%	+1%	-4%	+10%	-15%	-4%	-24%	-41%	-78%	-46%	-13%	-37%
mar 19	-8%	-10%	-7%	-6%	-1%	-3%	-5%	+3%	-15%	-10%	-25%	-41%	-78%	-46%	-8%	-26%

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku; dane dla prognoz mDM nie uwzględniają spółek: mBank, PKP Cargo; zmiana między miesiącami dotyczy okresu pomiędzy kolejnymi publikacjami niniejszego dokumentu wraz z danymi opublikowanymi w bieżącym wydaniu

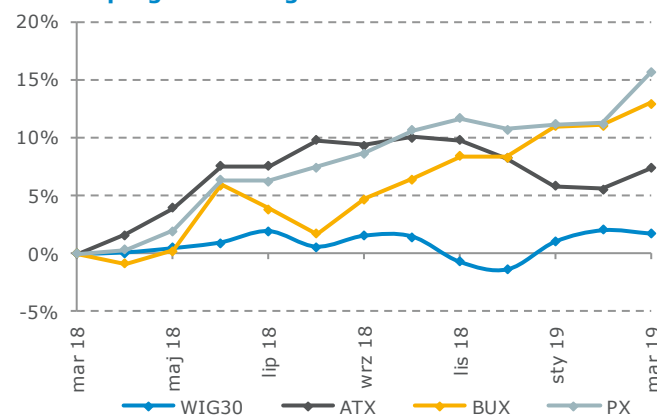
P/E 12M fwd dla MSCI Polska i Emerging Markets oraz premia/dyskonto wskaźnika dla Polski wobec krajów EM



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

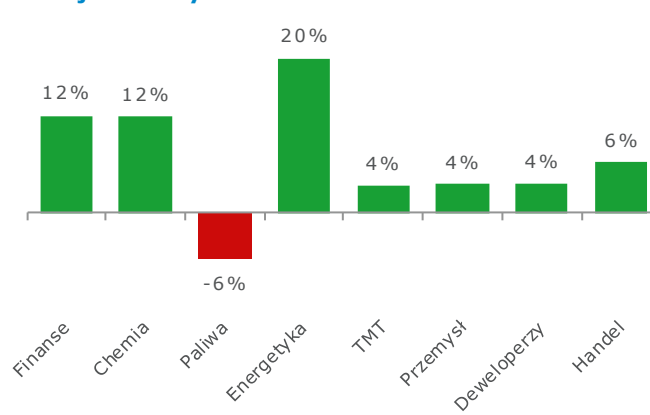


Zmiana prognozowanego EPS 12M fwd



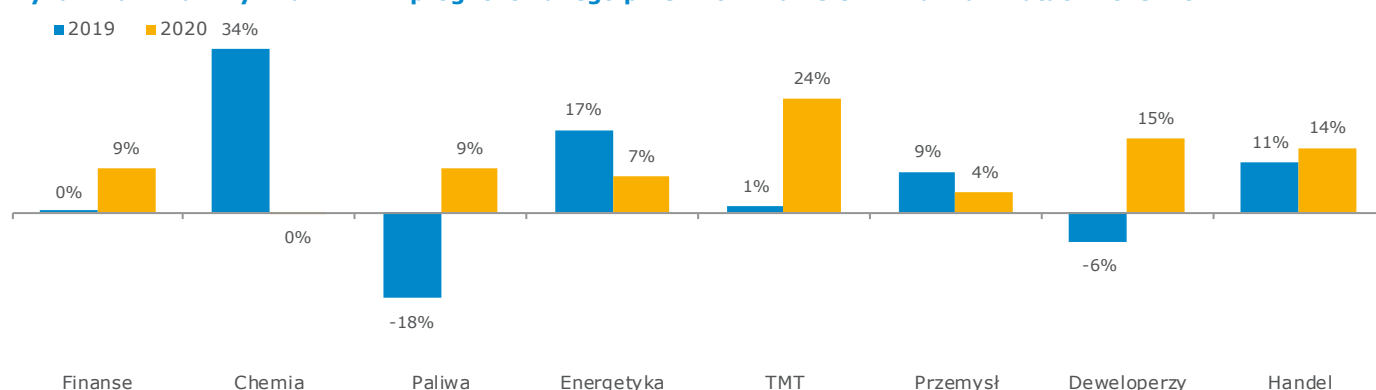
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Potencjał zmiany cen dla sektorów



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

Dynamika zmian wyniku EBITDA prognozowanego przez Dom Maklerski mBanku w latach 2019-20



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
			▲	►	▼			2019	2020	2021	2019	2020	2021	
Finanse														
Alior Bank	kupuj	87,00	14	1	1	76,53	+13,7%	+15%	+14%	+13%				13
Handlowy	trzymaj	65,50	1	9	2	70,53	-7,1%	+7%	+1%	+10%				9
ING BSK	trzymaj	191,80	5	5	3	196,60	-2,4%	-1%	+2%	+7%				9
Millennium	akumuluj	10,00	5	7	2	9,97	+0,3%	-7%	+3%	+5%				10
Pekao	kupuj	131,80	16	3	0	132,29	-0,4%	+6%	+5%	+5%				14
PKO BP	trzymaj	40,92	8	9	2	42,13	-2,9%	+2%	-1%	-4%				11
Santander Bank Polska	trzymaj	388,00	8	8	0	400,58	-3,1%	+3%	+6%	+9%				10
Komerčni Banka	akumuluj	1 000,0	10	6	0	1 026,1	-2,5%	+5%	+8%	-				11
Erste Bank	kupuj	43,72	21	4	0	40,56	+7,8%	+1%	+3%	-				15
OTP Bank	trzymaj	13 046	11	2	3	13 037	+0,1%	-3%	-7%	-				10
PZU	akumuluj	43,38	7	4	1	44,43	-2,4%	+3%	+2%	+2%				9
Kruk	kupuj	213,65	5	1	2	203,52	+5,0%	-10%	-12%	+7%				7
Chemia														
Ciech	kupuj	68,66	12	0	0	66,26	+3,6%	+1%	-0%	+9%	+3%	+3%	+6%	9/9
Grupa Azoty	trzymaj	43,20	5	3	1	47,01	-8,1%	-35%	-59%	-70%	-11%	-18%	-20%	5/5
Paliwa														
Lotos	sprzedaj	65,41	8	4	3	91,23	-28,3%	-26%	-39%	-39%	-11%	-22%	-19%	11/10
MOL	trzymaj	3 223,0	9	3	0	3 646,5	-11,6%	-44%	-31%	-24%	-16%	-10%	-4%	10/9
PGNiG	akumuluj	6,92	5	2	3	7,07	-2,2%	-8%	+0%	+9%	-5%	+0%	+4%	6/5
PKN Orlen	sprzedaj	79,39	4	7	8	106,53	-25,5%	-29%	-37%	-29%	-19%	-26%	-21%	15/15
Energetyka														
CEZ	trzymaj	565,50	6	8	2	585,07	-3,3%	+5%	-14%	+1%	+1%	-6%	-2%	9/9
Enea	kupuj	12,51	6	3	1	11,05	+13,2%	+23%	+12%	+3%	+8%	+3%	-3%	6/6
Energa	kupuj	12,21	4	5	2	9,94	+22,9%	+6%	+2%	-6%	+2%	+3%	-5%	7/6
PGE	kupuj	13,66	6	4	3	11,74	+16,3%	-2%	-0%	+16%	+2%	+4%	-16%	8/7
Tauron	kupuj	2,89	2	7	4	2,31	+25,3%	+8%	+14%	+9%	+5%	+5%	+4%	8/7
TMT														
Netia	trzymaj	4,70	3	3	2	4,85	-3,1%	-13%	-25%	-	-0%	-1%	+14%	2/4
Orange Polska	kupuj	6,40	7	5	4	5,48	+16,9%	+28%	+6%	+24%	-3%	-1%	-1%	8/10
Play	trzymaj	21,30	7	6	1	23,82	-10,6%	-10%	-12%	-14%	-2%	-3%	-4%	9/6
Agora	kupuj	16,00	2	3	0	12,10	+32,2%	-	-	-	-2%	+3%	+12%	2/3
Cyfrowy Polsat	trzymaj	23,20	6	8	0	26,97	-14,0%	-5%	+5%	+13%	-3%	-3%	-6%	10/9
Wirtualna Polska	akumuluj	61,50	6	0	0	63,95	-3,8%	+0%	+2%	-	+0%	-4%	-	3/3
Asseco Poland	trzymaj	53,00	3	5	0	51,20	+3,5%	-0%	-8%	-23%	-1%	-3%	-8%	3/3
Asseco BS	równoważ	-	0	2	0	30,30	-	-1%	+2%	-	-1%	+1%	-	2/2
Asseco SEE	przeważaj	-	2	0	0	17,90	-	-1%	-1%	-	+1%	+4%	-	2/3
CD Projekt	akumuluj	221,00	10	2	1	219,40	+0,7%	-92%	+38%	+93%	-92%	+19%	+69%	9/8
Comarch	kupuj	195,00	3	1	1	183,23	+6,4%	+1%	-6%	-3%	+0%	-2%	-4%	2/2
Przemysł														
AC	równoważ	-	2	1	0	48,10	-	+8%	+13%	-	+6%	+9%	+21%	3/3
Alumetal	równoważ	-	4	2	0	53,45	-	+9%	+1%	-	+6%	-2%	-	4/4
Amica	przeważaj	-	3	2	0	145,70	-	+13%	+13%	-	+3%	+2%	-	4/4
Apator	przeważaj	-	2	2	0	-	-	+13%	-0%	-	+8%	-0%	-	2/2
Famur	kupuj	6,61	5	1	0	6,51	+1,6%	+2%	+8%	+2%	-3%	-2%	-9%	7/6
Forte	równoważ	-	3	3	2	34,63	-	-28%	-24%	-	-11%	-9%	-	5/6
Grupa Kęty	trzymaj	341,33	3	8	0	368,87	-7,5%	-10%	-7%	-8%	-8%	-7%	-8%	7/6
JSW	redukuj	54,80	4	6	3	68,87	-20,4%	-10%	-50%	-73%	-8%	-19%	-20%	9/8
Kemel	kupuj	62,86	5	2	0	73,37	-14,3%	+6%	+12%	+21%	+9%	+15%	+16%	6/5
KGHM	trzymaj	105,57	1	7	9	91,02	+16,0%	-1%	-4%	-8%	-6%	-8%	-6%	11/10
Pfleiderer Group	równoważ	-	5	1	1	47,00	-	+8%	+3%	-	-4%	-4%	-	4/4
Deweloperzy														
Atal	trzymaj	41,03	4	0	0	41,39	-0,9%	-2%	-5%	+9%	-1%	-4%	+8%	4/4
Dom Development	trzymaj	84,40	3	3	0	85,43	-1,2%	+1%	+1%	+7%	-1%	+5%	+7%	5/4
Handel														
AmRest	kupuj	48,00	6	3	0	49,83	-3,7%	-13%	-13%	-8%	-3%	-0%	+2%	9/8
CCC	kupuj	275,00	8	4	1	248,84	+10,5%	+10%	+9%	-7%	+49%	+43%	+26%	8/8
Dino	redukuj	112,70	11	7	2	118,52	-4,9%	-1%	-1%	-9%	+2%	-1%	-8%	12/14
Eurocash	sprzedaj	18,90	5	5	8	20,66	-8,5%	-19%	-27%	+2%	-12%	-13%	-7%	3/7
Jeronimo Martins	akumuluj	14,10	14	9	3	14,05	+0,4%	-0%	-2%	-6%	+1%	+0%	-2%	17/18
LPP	trzymaj	8 400,0	4	3	8	8 329,9	+0,8%	+14%	+15%	+18%	+4%	+4%	+6%	7/7
Monnari	niedoważaj	-	3	0	1	7,20	-	-18%	-20%	+8%	-37%	-39%	-19%	3/3
VRG	przeważaj	-	6	0	0	4,86	-	+8%	+5%	-	+3%	+1%	-	3/3

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	
							2019	2020	2019	2020
Finanse						+13,6%	11,2	10,4		
Alior Bank	kupuj	2019-02-01	57,50	87,00	59,75	+45,6%	7,8	6,9		
Handlowy	trzymaj	2019-03-05	65,90	65,50	67,50	-3,0%	12,5	12,4		
ING BSK	trzymaj	2019-02-01	191,40	191,80	192,20	-0,2%	15,1	13,5		
Millennium	akumuluj	2019-02-01	8,82	10,00	8,94	+11,9%	14,7	10,6		
Pekao	kupuj	2019-02-01	110,60	131,80	110,00	+19,8%	11,2	10,1		
PKO BP	trzymaj	2019-02-01	39,51	40,92	38,58	+6,1%	11,7	11,1		
Santander Bank Polska	trzymaj	2019-02-01	373,80	388,00	381,00	+1,8%	14,7	12,3		
Komercni Banka	akumuluj	2018-12-05	906,50	1 000 CZK	940,00	+6,4%	11,7	11,3		
Erste Bank	kupuj	2019-02-04	31,00	43,72 EUR	32,76	+33,5%	9,4	8,8		
OTP Bank	trzymaj	2019-04-02	12 600	13 046 HUF	12 600	+3,5%	10,4	9,9		
PZU	akumuluj	2019-04-02	40,79	43,38	40,50	+7,1%	10,8	10,2		
Kruk	kupuj	2019-04-02	152,30	213,65	152,70	+39,9%	8,5	8,3		
Skarbiec Holding	kupuj	2018-12-05	23,50	31,36	17,30	+81,3%	5,1	-		
Chemia						+15,4%	13,4	18,4	6,2	6,7
Ciech	kupuj	2019-04-02	54,80	68,66	53,65	+28,0%	8,7	8,3	5,7	5,2
Grupa Azoty	trzymaj	2019-03-05	43,88	43,20	41,20	+4,9%	18,0	28,5	6,7	8,1
Paliwa						-4,4%	13,4	11,6	5,8	5,1
Lotos	sprzedaj	2019-04-02	86,22	65,41	83,40	-21,6%	14,1	12,8	6,9	5,8
MOL	trzymaj	2019-04-02	3 278	3 223 HUF	3 278	-1,7%	14,9	10,4	5,1	4,4
PGNiG	akumuluj	2019-04-02	6,31	6,92	6,26	+10,6%	10,3	9,2	4,5	4,0
PKN Orlen	sprzedaj	2019-04-02	99,94	79,39	97,64	-18,7%	12,6	13,1	6,6	6,4
Energetyka						+20,2%	5,0	5,3	4,0	3,6
CEZ	trzymaj	2019-04-02	540,50	565,50 CZK	540,50	+4,6%	16,4	15,7	7,6	7,3
Enea	kupuj	2019-04-02	8,76	12,51	8,75	+43,0%	3,2	2,9	3,2	3,0
Energa	kupuj	2019-04-02	8,58	12,21	8,63	+41,5%	5,0	5,3	4,0	4,3
PGE	kupuj	2019-04-02	10,10	13,66	9,94	+37,4%	7,6	6,5	3,9	3,5
Tauron	kupuj	2019-04-02	2,03	2,89	2,02	+42,8%	3,1	2,7	4,0	3,6
Telekomunikacja, media, IT						+4,7%	18,2	15,3	6,3	6,3
Netia	trzymaj	2018-11-26	4,66	4,70	5,09	-7,7%	34,2	28,3	5,8	5,8
Orange Polska	kupuj	2018-11-26	4,91	6,40	5,13	+24,8%	64,4	23,6	4,5	4,1
Play	trzymaj	2019-02-04	22,80	21,30	23,60	-9,7%	8,3	8,2	5,8	5,5
Agora	kupuj	2018-11-27	9,50	16,00	11,35	+41,0%	37,7	20,0	5,2	4,8
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2018-11-26	22,50	23,20	25,68	-9,7%	14,8	12,3	6,8	6,3
Wirtualna Polska	akumuluj	2019-02-04	58,40	61,50	58,80	+4,6%	18,4	15,7	9,8	8,7
Asseco Poland	trzymaj	2019-03-05	54,30	53,00	51,90	+2,1%	14,6	14,2	8,5	8,0
CD Projekt	akumuluj	2019-04-02	204,00	221,00	200,00	+10,5%	-	10,2	-	7,5
Comarch	kupuj	2019-03-05	162,50	195,00	185,50	+5,1%	17,9	15,3	7,3	6,6
Przemysł, surowce						+5,7%	9,5	11,0	5,3	4,8
Famur	kupuj	2019-02-04	4,98	6,61	4,66	+41,8%	10,6	9,8	5,2	5,0
Grupa Kęty	trzymaj	2019-04-02	324,00	341,33	322,50	+5,8%	12,8	12,2	8,7	8,2
JSW	redukuj	2019-03-25	62,50	54,80	61,00	-10,2%	6,8	17,9	2,1	3,3
Kemel	kupuj	2019-03-05	49,20	62,86	49,20	+27,8%	5,6	5,0	5,4	4,6
KGHM	trzymaj	2019-04-02	109,40	105,57	107,00	-1,3%	8,5	8,5	4,7	4,4
Stelmet	trzymaj	2019-03-05	10,25	8,36	8,00	+4,5%	23,0	17,4	7,0	6,1
Deweloperzy						+3,5%	9,1	8,1	7,6	7,0
Atal	trzymaj	2019-04-02	39,90	41,03	40,00	+2,6%	9,3	8,9	8,5	8,2
Dom Development	trzymaj	2019-04-02	80,80	84,40	81,00	+4,2%	9,1	8,1	7,6	7,0
Handel						+7,3%	25,0	20,5	10,3	8,8
AmRest	kupuj	2019-04-02	41,20	48,00	41,60	+15,4%	39,1	28,6	13,2	10,6
CCC	kupuj	2019-04-02	217,00	275,00	215,20	+27,8%	20,3	16,3	7,9	6,7
Dino	redukuj	2019-04-02	126,10	112,70	121,00	-6,9%	29,4	22,8	17,5	13,9
Eurocash	sprzedaj	2019-04-02	22,58	18,90	21,88	-13,6%	40,8	27,1	8,9	7,6
Jeronimo Martins	akumuluj	2019-04-02	13,15	14,10 EUR	13,15	+7,2%	19,2	17,7	8,3	7,5
LPP	trzymaj	2019-04-02	8 405	8 400	8 325	+0,9%	20,6	18,1	11,7	10,0
Inne						-1,5%	12,6	11,5	8,3	7,4
PBKM	trzymaj	2019-03-05	68,80	66,57	67,60	-1,5%	12,6	11,5	8,3	7,4

Aktualne pozycjonowania Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Pozycjonowanie	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena bieżąca	Zmiana ceny od wydania	P/E		EV/EBITDA	
						2019	2020	2019	2020
Spółki IT						11,6	10,8	4,8	4,6
Ailleron	niedoważaj	2019-01-31	11,75	9,44	-19,7%	12,1	11,0	4,6	3,6
Asseco BS	równoważ	2019-03-29	29,50	30,00	+1,7%	15,2	14,1	10,2	9,5
Asseco SEE	przeważaj	2018-04-26	11,70	14,00	+19,7%	11,1	10,7	5,0	4,6
Atende	równoważ	2019-01-31	4,40	3,85	-12,5%	9,7	9,0	4,6	4,5
Spółki przemysłowe						9,6	10,0	6,1	6,1
AC	równoważ	2019-03-22	48,50	49,80	+2,7%	11,0	10,0	7,5	6,9
Alumetal	równoważ	2019-03-28	51,00	44,65	-12,5%	8,9	9,3	6,9	7,1
Amica	przeważaj	2019-04-02	143,00	146,00	+2,1%	9,4	9,1	6,0	5,7
Apator	przeważaj	2019-03-05	26,50	25,80	-2,6%	12,0	12,4	7,7	7,7
Boryszew	równoważ	2018-09-05	6,25	4,55	-27,2%	8,8	7,5	6,6	6,1
Cognor	niedoważaj	2019-03-05	1,94	1,81	-7,0%	4,8	8,1	3,7	4,6
Ergis	przeważaj	2019-02-27	2,75	3,00	+9,1%	7,3	10,8	5,6	6,2
Forte	równoważ	2018-10-31	40,60	25,90	-36,2%	-	11,9	52,7	8,5
Impexmetal	równoważ	2018-12-05	3,40	3,94	+15,9%	4,4	4,3	5,7	5,3
Kruszwica	równoważ	2019-04-02	43,90	41,10	-6,4%	11,0	10,3	5,4	5,1
Mangata	równoważ	2018-10-01	65,40	65,60	+0,3%	10,2	10,2	6,8	6,8
Pfleiderer Group	równoważ	2019-02-27	28,40	24,45	-13,9%	13,9	11,2	5,4	5,0
Pozbud	przeważaj	2018-09-04	3,57	2,33	-34,7%	2,7	2,9	2,9	1,6
Tarczyński	niedoważaj	2018-12-05	17,50	16,15	-7,7%	10,1	10,2	6,1	5,9
TIM	przeważaj	2018-12-05	7,48	6,96	-7,0%	9,9	9,4	6,6	6,2
Handel						12,2	11,5	7,6	6,7
Monnari	niedoważaj	2018-12-05	4,75	6,00	+26,3%	11,9	11,7	6,8	5,9
VRG	przeważaj	2019-03-28	4,29	4,30	+0,2%	12,5	11,3	8,5	7,6

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AC	równoważ	przeważaj	- -	2019-03-22
Alumetal	równoważ	równoważ	- -	2019-03-28
AmRest	akumuluj	kupuj	46,00 PLN	2019-03-05
Apator	przeważaj	przeważaj	- -	2019-03-05
Asseco BS	równoważ	przeważaj	- -	2019-03-29
Asseco Poland	trzymaj	akumuluj	53,00 PLN	2019-03-05
Cognor	niedoważaj	równoważ	- -	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
JSW	redukuj	trzymaj	54,80 PLN	2019-03-25
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
PGE	kupuj	kupuj	13,77 PLN	2019-03-26
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
VRG	przeważaj	przeważaj	- -	2019-03-28

Zmiany rekomendacji w przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Amica	przeważaj	przeważaj	- -	2019-04-01
AmRest	kupuj	akumuluj	48,00 PLN	2019-04-01
Atal	trzymaj	kupuj	41,03 PLN	2019-04-01
CCC	kupuj	kupuj	275,00 PLN	2019-04-01
CD Projekt	akumuluj	akumuluj	221,00 PLN	2019-04-01
CEZ	trzymaj	trzymaj	565,50 CZK	2019-04-01
Ciech	kupuj	kupuj	68,66 PLN	2019-04-01
Dino	redukuj	trzymaj	112,70 PLN	2019-04-01
Dom Development	trzymaj	akumuluj	84,40 PLN	2019-04-01
Enea	kupuj	kupuj	12,51 PLN	2019-04-01
Energa	kupuj	kupuj	12,21 PLN	2019-04-01
Eurocash	sprzedaj	redukuj	18,90 PLN	2019-04-01
Grupa Kęty	trzymaj	trzymaj	341,33 PLN	2019-04-01
Jeronimo Martins	akumuluj	trzymaj	14,10 EUR	2019-04-01
KGHM	trzymaj	trzymaj	105,57 PLN	2019-04-01
Kruk	kupuj	kupuj	213,65 PLN	2019-04-01
Kruszwica	równoważ	równoważ	- -	2019-04-01
Lotos	sprzedaj	sprzedaj	65,41 PLN	2019-04-01
LPP	trzymaj	kupuj	8400,00 PLN	2019-04-01
MOL	trzymaj	trzymaj	3223,00 HUF	2019-04-01
OTP Bank	trzymaj	akumuluj	13046,00 HUF	2019-04-01
PGE	kupuj	kupuj	13,66 PLN	2019-04-01
PGNiG	akumuluj	trzymaj	6,92 PLN	2019-04-01
PKN Orlen	sprzedaj	sprzedaj	79,39 PLN	2019-04-01
PZU	akumuluj	akumuluj	43,38 PLN	2019-04-01
Tauron	kupuj	kupuj	2,89 PLN	2019-04-01

Statystyki rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	3	4,3%	1	3,8%
redukuj	2	2,9%	0	0,0%
niedoważaj	4	5,8%	2	7,7%
trzymaj	19	27,5%	7	26,9%
równoważ	10	14,5%	2	7,7%
akumuluj	7	10,1%	4	15,4%
kupuj	17	24,6%	8	30,8%
przeważaj	7	10,1%	2	7,7%

Kalendarium wydarzeń

Data			Wydarzenie
2 kwi	09:00	Unibep	Konferencja wynikowa za 4Q'18 (Rakowiecka 30, Warszawa)
2 kwi	10:00	Euco	Konferencja wynikowa 4Q'18 (Hotel Westin, Warszawa) - odwołana
2 kwi	12:00	Kino Polska TV	Konferencja wynikowa 4Q'18 (Hotel Westin, Warszawa)
2 kwi	12:00	Mangata	Konferencja wynikowa 4Q'18 (Hotel Polonia Palace, Warszawa)
2 kwi		Mangata	Publikacja wyników za 4Q'18
3 kwi		Grupa Kęty	Publikacja wyników za 4Q'18
3 kwi		Tauron	Publikacja wyników za 4Q'18
4 kwi	10:00	Radpol	Konferencja wynikowa za 4Q'18 (Atrium Tower Sala H, Al. Jana Pawła II 25, Warszawa)
4 kwi	12:00	Auto Partner	Konferencja wynikowa 4Q'18 (Hotel Sheraton, Warszawa)
4 kwi	13:00	Tauron	Konferencja wynikowa 2018 (Hotel Intercontinental, Warszawa)
4 kwi		Benefit Systems	Publikacja wyników za 4Q'18
4 kwi		Forte	Publikacja wyników za 4Q'18
5 kwi	12:00	Forte	Konferencja wynikowa 4Q'18 (Hotel Sheraton, Warszawa)
9 kwi		Apator	Investor day
9 kwi		Archicom	Publikacja wyników za 4Q'18
10 kwi		Pfleiderer Group	Publikacja wyników za 4Q'18
10 kwi	11:30	Pfleiderer Group	Konferencja wynikowa 4Q'18 (Novotel Warszawa Centrum, ul. Marszałkowska 94)
10 kwi		TIM	Publikacja wyników za 4Q'18
10 kwi		Trakcja	Publikacja wyników za 4Q'18
11 kwi		LPP	Publikacja wyników za 4Q'18
11 kwi		Pozbud	Publikacja wyników za 4Q'18
11 kwi		Wielton	Publikacja wyników za 4Q'18
11 kwi		ZEPAK	Publikacja wyników za 4Q'18
12 kwi		Capital Park	Publikacja wyników za 4Q'18
16 kwi		Boryszew	Publikacja wyników za 4Q'18
16 kwi	10:00	Lentex	Konferencja wynikowa 4Q'18 (Hotel Mercury, ul. Krucza 28, Warszawa)
18 kwi		Ergis	Publikacja wyników za 4Q'18
19 kwi		Kernel	Dane wolumenowe za 3Q'19
23 kwi		TXM	Publikacja wyników za 4Q'18
24 kwi		Grupa Kęty	Publikacja wyników za 1Q'19
24 kwi		Apator	Publikacja wyników za 2018 rok
24 kwi		Elektrobudowa	Publikacja wyników za 4Q'18
24 kwi		Jeronimo Martins	Publikacja wyników za 1Q'18 (przed sesją)
25 kwi		Kruk	Publikacja wyników za 1Q'19
26 kwi		Getin Noble Bank	Publikacja wyników za 4Q'18
26 kwi		Idea Bank	Publikacja wyników za 4Q'18
26 kwi		Budimex	Publikacja wyników za 1Q'19
29 kwi		GPW	Publikacja wyników za 1Q'19
29 kwi		Famur	Publikacja wyników za 4Q'18
30 kwi		Grupa Azoty	Publikacja wyników za 4Q'18
30 kwi		LC Corp	Publikacja wyników za 4Q'18
30 kwi		Cognor	Publikacja wyników za 1Q'19
30 kwi		Santander	Publikacja wyników za 1Q'19
30 kwi		mBank	Publikacja wyników za 1Q'19
30 kwi		Polnord	Publikacja wyników za 4Q'18

Makroekonomia

Produkcja przemysłowa

Produkcja przemysłowa wzrosła w lutym o 6,9% r/r, istotnie powyżej prognoz (konsensus 4,7% r/r; my 3,9% r/r). Zaskoczenie częściowo należy przypisać bardzo dobremu wynikowi górnictwa – przyspieszenie z 0 do ok. 16% r/r podbiło produkcję przemysłową o 0,8 pkt. proc. Innymi słowy, gdyby nie wynik górnictwa, powtórzyłby się odczyt z poprzedniego miesiąca. Tym niemniej, sam wynik przetwórstwa również jest imponujący (7,0% r/r). W ujęciu miesięcznym produkcja przyrosła o 1,7% m/m (po wyłączeniu czynników sezonowych i kalendarzowych), co wydzignęło momentum przemysłu z powrotem w okolice 1% m/m. Jeszcze bardziej imponująco wygląda porównanie twardych danych z polskiego przemysłu z sentymentem, który w ostatnich miesiącach ulegał systematycznemu pogorszeniu. Gdyby dawne relacje PMI (a zwłaszcza komponentu produkcji, który dobrze odzwierciedla krótkoterminowe wahnięcia) z produkcją były zachowane, momentum produkcji przemysłowej byłoby nawet o 2 pkt. proc. niższe niż faktycznie zanotowane. Ta trwająca od grudnia seria pozytywnych zaskoczeń domaga się wyjaśnienia i musimy uczciwie zauważyć, że takowego nie mamy. Trop prowadzi jednak w stronę eksportu, który w ostatnich miesiącach notował dobre wyniki, zwłaszcza jeśli odniesiemy je do otoczenia zewnętrznego. Rozkład wzrostów produkcji w lutym po sekcjach częściowo to potwierdza – dwucyfrowe dynamiki zanotowano bowiem w sekcjach zorientowanych na eksport.

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna wzrosła w lutym o 6,5% r/r w ujęciu nominalnym (5,6% realnie). Odczyt styczniowy został zrewidowany w kategoriach realnych do 6,1% i jest to spowodowane rewizją inflacji CPI (ceny z tego badania są wykorzystywane też przy deflowaniu danych o sprzedaży). Lepszy odczyt sprzedaży detalicznej doskonale wpisuje się w pozytywnie niespodzianki w pozostałych danych ze sfery realnej. Trudno jednak wyciągnąć jednoznaczne wnioski z kompozycji sprzedaży. In minus zaskoczeni zostaliśmy sprzedażą samochodów (dynamika tego rodzaju wydatków plasuje się w okolicach styczniowych) oraz odzieży i obuwi (jest lepiej niż przed miesiącem, jednak sprzedaż tej kategorii wykwitnie dopiero w marcu, wraz z nadejściem wyższych temperatur). Niespodzianka in plus to przede wszystkim sprzedaż w sklepach niewyspecjalizowanych i tu prawie 10pp przyspieszenia względem stycznia robi wrażenie). Na pierwszy rzut oka wygląda to na kolejny sztych zadany przez sieci sklepowe (sprzedaż obejmuje podmioty powyżej 9 zatrudnionych) mniejszym sprzedawcom. Oczywiście bez zgłębienia mikro-danych trudno uznać taki wniosek za bezwzględną prawdę, jednak przyspieszenie cen żywności w lutym oraz wciąż żywa percepcja drożyzny zostały sporo miejsca na przed-niedzielne promocje cenowe. Zaskoczenie in plus przypadło też na kategorię meble, RTV i AGD. Powrót optymizmu konsumentów na szczyty oraz brak oznak słabnięcia popytu na rynku nieruchomości będą podtrzymywać silne wzrosty tej kategorii w tym roku. Już wiemy, że początek roku nie będzie słaby. W kategoriach percepcji gospodarstw domowych może być nierozróżnialny z IV kwartałem i całym 2018 rokiem.

Implikacje dla wzrostu PKB

Dobre odczyty sprzedaży detalicznej i dane z przemysłu sugerują, że dynamika PKB w I kwartale przebiega 4,5%. Prognozę na cały rok zrewidowaliśmy natomiast już wczoraj i można śmiało obstawiać przeciętny wzrost na poziomie 4,5% w całym roku. Nadzwyczaj dobre zachowanie gospodarki na początku roku (w tym eksportu) implikuje możliwość szeregu dostosowań dynamicznych. Po pierwsze, firmom łatwiej będzie udźwignąć podwyżki płac (w tym kontekście wciąż podaż tworzy własny popyt i konsument pozostaje siłą zamachową gospodarki). Po drugie, choć na inwestycjach prywatnych chętnie postawilibyśmy krzyżyk jeszcze przed 2-3 miesiącami (przez spadki wyników wykorzystania czynników produkcji), silniej rosnąca gospodarka automatycznie zwiększa prawdopodobieństwo silniejszej reakcji w zakresie budowania kapitału, czy też innych form budowania potencjału produkcyjnego, które być może nie zostaną ujęte stricte w statystyce inwestycji, to przyczyniać się będą do utrzymywania niskiej presji cenowej w zasadzie bez zmian w stosunku do scenariusza z nieco mniej optymistycznym wzrostem PKB.

Inflacja

Według szybkiego szacunku GUS inflacja w marcu wzrosła z 1,2 do 1,7% r/r (konsensus i nasza prognoza 1,6% r/r). Za samo przyspieszenie odpowiadało przede wszystkim zachowanie cen żywności, które wzrosły o 0,4% m/m. Na to złożyła się niska baza z poprzedniego roku (jak pamiętamy, na marzec przypadał zaskakujący lokalny dołek na inflacji). Wg naszych szacunków wzrosty cen żywności były bardziej zasługą droższej żywności przetworzonej niż medialnych warzyw. Tam obserwowano już w marcu oznaki stabilizacji. Drugim czynnikiem okazała się inflacja bazowa, która wzrosła z 1,0 do 1,3% r/r (to najwyższa wartość od 2013 r.). Tutaj winowajców upatrujemy w turystyce zorganizowanej (sezonowość tej kategorii w szybkim tempie upodabnia się do niemieckiej), odzieży i obuwiu i być może w jednej z kategorii - kolegów, takiej jak ubezpieczenia komunikacyjne lub usługi telekomunikacyjne. Marcowe przyspieszenie potwierdza zarówno wzrostową ścieżkę inflacji w Polsce w tym roku, jak i jej kompozycję. Pierwsze skrzypce bowiem będą grać: inflacja bazowa i żywność przetworzona (czyli, w pewnym sensie, inna forma inflacji bazowej). Na koniec roku inflacja przekroczy 2% i spore są szanse na osiągnięcie celu. Z punktu widzenia RPP są to jednak poziomy dalekie od ostrzegawczych i nie naruszają konsensusu w łonie tego gremium. Mogą jednak okresowo ośmielać jastrzębią część Rady i w sprzyjających warunkach stymulować oczekiwania rynkowe.

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. Pozytywnie odbieramy również ogłoszenie współpracy pomiędzy Aliorem, a PZU na mocy której Alior będzie mógł udzielać pożyczek pracowniczych dla osób zatrudnionych w PZU. O ile nie powinno mieć to istotnego przełożenia na wynik banku, to sam fakt współpracy jest sygnałem silnego mandatu jaki ma Zarząd Alior Banku u głównego akcjonariusza.

Cena bieżąca

60,40 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

87,00 PLN

+44,0%

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

Podstawowe dane			ALR PW	vs. WIG
Ticker	ALR PW	Zmiana 1M	+0,6%	+0,1%
ISIN	PLALIOR00045	Zmiana YTD	+13,6%	+9,0%
Liczba akcji (mln)	129,3	Średni obrót 1M	14,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	7 807,2	Średni obrót 6M	16,9 mln PLN	
		P/E 12M fwd	8,8	-33,5%
Free float	74,8%	P/E 5Y avg	13,3	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	3 601	3 085	3 417	3 654	3 873
WNDB	3 797	4 124	4 470	4 731	4 973
Koszty	-1 930	-1 847	-1 895	-1 903	-1 940
Saldo rezerw	-930	-1 080	-1 026	-1 095	-1 157
Zysk netto	515	713	987	1 113	1 207
P/E	15,0	10,9	7,8	6,9	6,4
P/BV	1,2	1,2	0,9	0,8	0,7
ROE	8,0%	10,8%	13,2%	12,3%	11,8%
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	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 (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację trzymaj dla Banku Handlowego. Nasza cena docelowa uwzględnia płaskie środowisko stóp procentowych na 2020 rok, ale nie uwzględnia wyższej składki BFG. 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 z 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 rozczerwioną 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%. Zarząd zarekomendował wypłatę DPS w wysokości 3,74 PLN. 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

66,70 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

65,50 PLN

-1,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	65,50 PLN	2019-03-05

Podstawowe dane			BHW PW	vs. WIG
Ticker	BHW PW	Zmiana 1M	+0,8%	+0,3%
ISIN	PLBH00000012	Zmiana YTD	-3,5%	-8,1%
Liczba akcji (mln)	130,7	Średni obrót 1M	2,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	8 715,0	Średni obrót 6M	2,5 mln PLN	
		P/E 12M fwd	12,7	-17,5%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	15,4	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	1 082	1 118	1 188	1 221	1 283
WNDB	2 079	2 159	2 328	2 394	2 491
Koszty	-1 192	-1 180	-1 246	-1 278	-1 305
Saldo rezerw	-103	-64	-79	-96	-103
Zysk netto	536	639	705	712	761
P/E	16,5	13,3	12,5	12,4	11,6
P/BV	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1
ROE	7,8%	9,1%	9,8%	9,7%	10,0%
DPS	4,60	4,10	3,74	4,05	4,09
DYield	6,9%	6,1%	5,6%	6,1%	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	

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 12,8%). Akcjonariusze zdecydowali o wypłacie 3,5 PLN zysku na akcję, czego można się było spodziewać. Uważamy, że potencjał do dynamicznego wzrostu dla banku wyczerpał się i trudno oczekiwać o pozytywne zaskoczenie na wynikach.

Cena bieżąca	194,00 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	191,80 PLN	-1,1%

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

Podstawowe dane			ING PW	vs. WIG
Ticker	ING PW	Zmiana 1M	+0,7%	+0,3%
ISIN	PLBSK0000017	Zmiana YTD	+7,8%	+3,2%
Liczba akcji (mln)	130,1	Średni obrót 1M		0,9 mln PLN
MC (mln PLN)	25 239,4	Średni obrót 6M		2,3 mln PLN
		P/E 12M fwd	14,8	-5,5%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	15,6	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	3 453	3 760	4 139	4 570	4 980
WNDB	4 756	5 233	5 620	6 091	6 573
Koszty	-2 123	-2 327	-2 429	-2 524	-2 613
Saldo rezerw	-421	-501	-579	-642	-713
Zysk netto	1 403	1 526	1 658	1 856	2 062
P/E	17,8	16,9	15,1	13,5	12,1
P/BV	2,1	1,9	1,9	1,7	1,6
ROE	12,6%	12,1%	12,3%	13,1%	13,3%
DPS	0,00	3,20	3,50	3,82	4,28
DYield	0,0%	1,6%	1,8%	2,0%	2,2%
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

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Kredyty netto	91 088	103 126	114 221	126 681	138 014
Pozostałe aktywa	34 926	38 477	37 158	39 848	42 767
Aktywa razem	126 014	141 603	151 379	166 529	180 781
Depozyty	104 503	117 683	125 406	133 178	141 523
Pozostałe zobowiązania	9 716	10 584	12 416	18 642	23 003
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	0
Kapitały własne	11 795	13 336	13 557	14 709	16 255

Wskaźniki

(%)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
NIM	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
C/I	44,6%	44,5%	43,2%	41,4%	39,8%
CoR	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
NPL Ratio	2,8%	2,8%	2,7%	2,7%	2,9%
Tier 1	15,8%	14,8%	14,9%	15,1%	15,5%

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 na akcję (PLN)		28 894
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 DB (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%. Na notowania banku pozytywnie powinny wpływać informacje o nieprocedowaniu ustawy frankowej przez parlamentarzystów, jeżeli jednak ustawa weszłaby w życie od 1 lipca, to jej wpływ w skrajnym przypadku wynosiłby 0,72 PLN na akcje, nie znacznego pogorszenia wobec sektora bankowego.

Cena bieżąca	8,99 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	10,00 PLN	+11,3%

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

Podstawowe dane			MIL PW	vs. WIG
Ticker	MIL PW	Zmiana 1M	-0,5%	-0,9%
ISIN	PLBIG00000016	Zmiana YTD	+1,3%	-3,3%
Liczba akcji (mln)	1 213,1	Średni obrót 1M	4,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	10 899,9	Średni obrót 6M	7,4 mln PLN	
		P/E 12M fwd	13,1	+2,4%
Free float	50,0%	P/E 5Y avg	12,8	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	1 696	1 817	2 282	2 783	2 950
WNDB	2 650	2 778	3 322	3 913	4 114
Koszty	-1 156	1 332	-1 803	-1 894	-1 887
Saldo rezerw	-255	-222	-308	-400	-435
Zysk netto	681	761	735	1 026	1 144
P/E	15,9	14,8	14,7	10,6	9,5
P/BV	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0
ROE	9,3%	9,4%	8,4%	10,8%	10,7%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			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

110,60 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

131,80 PLN

+19,2%

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

Podstawowe dane			PEO PW	vs. WIG
Ticker	PEO PW	Zmiana 1M	-1,7%	-2,1%
ISIN	PLPEKAO000016	Zmiana YTD	+1,5%	-3,1%
Liczba akcji (mln)	262,5	Średni obrót 1M	42,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	29 029,2	Średni obrót 6M	66,9 mln PLN	
		P/E 12M fwd	11,6	-23,7%
Free float	67,2%	P/E 5Y avg	15,2	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	4 593	4 994	5 559	6 052	6 523
WNDB	7 278	7 830	8 329	8 915	9 493
Koszty	-3 535	-3 710	-3 728	-3 843	-3 967
Saldo rezerw	-521	-511	-641	-696	-757
Zysk netto	2 475	2 287	2 571	2 850	3 110
P/E	11,7	13,1	11,2	10,1	9,3
P/BV	1,2	1,3	1,2	1,1	1,1
ROE	10,7%	9,9%	10,9%	11,4%	11,7%
DPS	8,68	7,90	6,32	7,35	8,14
DYield	7,8%	7,1%	5,7%	6,6%	7,4%
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	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	

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Kredyty netto	132 301	129 297	152 507	166 359	181 056
Pozostałe aktywa	53 165	61 793	58 113	60 739	63 489
Aktywa razem	185 466	191 090	210 620	227 097	244 545
Depozyty	146 186	149 491	169 534	183 893	197 667
Pozostałe zobowiązania	16 011	18 802	16 674	17 410	19 579
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	0
Kapitały własne	23 268	22 797	24 411	25 794	27 299

Wskaźniki

(%)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
NIM	2,6%	2,8%	2,8%	2,9%	2,9%
C/I	48,6%	47,4%	46,0%	44,3%	42,9%
CoR	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
NPL Ratio	5,4%	5,4%	4,7%	4,6%	4,6%
Tier 1	16,1%	16,3%	16,5%	16,2%	16,0%

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację trzymaj dla PKO BP. Uważamy, że niskie środowisko stóp procentowych oraz najnowszy stymulus przełoży się na utrzymanie intensywnej akcji kredytowej co w pewnym stopniu zniweluje negatywny efekt na wyniku odsetkowym. 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	38,87 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	40,92 PLN	+5,3%

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

Podstawowe dane			PKO PW	vs. WIG
Ticker	PKO PW	Zmiana 1M	+2,3%	+1,8%
ISIN	PLPKO0000016	Zmiana YTD	-1,5%	-6,1%
Liczba akcji (mln)	1 250,0	Średni obrót 1M	64,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	48 587,5	Średni obrót 6M	96,3 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)	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	8 606	9 353	10 081	10 730	11 385
WNDB	12 803	13 660	14 548	15 316	16 181
Koszty	-6 024	6 218	-6 431	-6 640	-6 894
Saldo rezerw	-1 620	-1 451	-1 650	-1 873	-2 127
Zysk netto	3 104	3 741	4 132	4 344	4 551
P/E	15,5	12,9	11,7	11,1	10,6
P/BV	1,3	1,2	1,2	1,1	1,0
ROE	9,0%	9,9%	10,2%	10,1%	9,8%
DPS	0,00	0,55	1,33	1,65	1,74
DYield	0,0%	1,4%	3,4%	4,3%	4,5%
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	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. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Santander osłodził niepewność związaną z ustawą frankową, wysoką dywidendą. Zarząd zgodnie z oczekiwaniami zarekomendował wypłatę 25% zysku za 2018 rok, oraz zysku niepodzielonego z lat 2016-2017, co ostatecznie przełoży się na DPS w wysokości 19,72 PLN.

Cena bieżąca	377,20 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	388,00 PLN	+2,9%

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

Podstawowe dane			SPL PW	vs. WIG
Ticker	SPL PW	Zmiana 1M	-1,9%	-2,4%
ISIN	PLBZ000000044	Zmiana YTD	+5,3%	+0,7%
Liczba akcji (mln)	102,0	Średni obrót 1M	19,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	38 468,6	Średni obrót 6M	19,9 mln PLN	
		P/E 12M fwd	14,5	-0,0%
Free float	31,7%	P/E 5Y avg	14,5	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	5 277	5 742	6 792	7 487	8 031
WNDB	7 764	8 349	9 657	10 417	11 050
Koszty	-3 372	-3 769	-4 117	-4 116	-4 110
Saldo rezerw	-690	-1 138	-1 182	-1 258	-1 359
Zysk netto	2 213	2 365	2 648	3 155	3 557
P/E	17,1	16,2	14,7	12,3	10,9
P/BV	1,7	1,5	1,4	1,3	1,2
ROE	10,6%	10,1%	10,3%	11,4%	11,9%
DPS	5,40	3,10	19,72	12,98	15,47
DYield	1,4%	0,8%	5,2%	3,4%	4,1%
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	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 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. Zapowiadany wzrost bufora antycyklicznego (+25 pb od lipca i kolejne +25 pb od stycznia 2020) nie powinien stanowić problemu, ponieważ bank z nadwyżką spełnia obecne wymogi kapitałowe. Uważamy, że utrzymująca się wysoka rentowność Komercni Banka (>14% ROE) pozwoli 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

955,00 CZK

potencjał zmiany

Cena docelowa

1 000,00 CZK

+4,7%

	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	+1,0% +0,5%
ISIN	CZ0008019106	Zmiana YTD	+12,8% +8,2%
Liczba akcji (mln)	188,9	Średni obrót 1M	108,2 mln CZK
MC (mld CZK)	180,4	Średni obrót 6M	122,6 mln CZK
		P/E 12M fwd	12,4 -9,9%
Free float	39,6%	P/E 5Y avg	13,8 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln CZK)	2017	2018	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	20 808	22 509	24 821	26 493
WNDB	31 060	32 202	34 401	36 339
Koszty	-14 516	-14 495	-14 876	-15 215
Saldo rezerw	391	643	-886	-1 758
Zysk netto	14 930	14 846	15 119	15 728
P/E	11,9	11,9	11,7	11,3
P/BV	1,9	1,7	1,6	1,5
ROE	15,0%	14,9%	14,2%	13,9%
DPS	40,00	47,00	52,00	52,00
DYield	4,2%	4,9%	5,4%	5,4%
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 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
Wypląty 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, ale w starej wersji co oznacza, że nasze prognozy są aktualnie zbyt konserwatywne. W najnowszej wersji stawka podatkowa dla największych wynosi 0,4%, a liczne wyłączenia i dodatkowe warunki sprawiają, że realne obciążenie banków będzie jeszcze niższe. 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 najbardziej negatywny scenariusz w Rumunii, co oznacza szansę na podwyższenie guidance'u na cały 2019. Uważamy, że wycena Erste Banku prezentuje się obecnie najbardziej atrakcyjnie, a giełdowy kurs powinien zacząć odrabiać część strat poniesionych w wyniku negatywnych doniesień z Rumunii.

Cena bieżąca	33,40 EUR	potencjał zmiany
Cena docelowa	43,72 EUR	+30,9%

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

Podstawowe dane			EBS AV	vs. WIG
Ticker	EBS AV	Zmiana 1M	+0,4%	-0,1%
ISIN	AT0000652011	Zmiana YTD	+15,0%	+10,4%
Liczba akcji (mln)	429,8	Średni obrót 1M	29,8 mln EUR	
MC (mln EUR)	14 355,3	Średni obrót 6M	28,9 mln EUR	
		P/E 12M fwd	9,5	-16,0%
Free float	69,5%	P/E 5Y avg	11,4	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln EUR)	2017	2018	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	4 353	4 582	4 828	5 102
WNDB	6 475	6 726	7 090	7 446
Koszty	-4 158	-4 201	-4 261	-4 329
Saldo rezerw	-132	59	-135	-233
Zysk netto	1 316	1 793	1 499	1 607
P/E	10,7	8,0	9,4	8,8
P/BV	1,0	1,0	0,9	0,9
ROE	10,0%	12,7%	10,0%	10,0%
DPS	1,00	1,20	1,40	1,46
DYield	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 trzymaj (obniżona)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Po wzroście kursu akcji obniżamy naszą rekomendację akumuluj do trzymaj dla OTP Banku. 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, a także zgłosił chęć zakup słoweńskiego Abanka. Naszym zdaniem transakcje zapewnią pozytywną dynamikę wyników w roku 2020+ pomimo normalizacji kosztu ryzyka. Największym zagrożeniem w polityce akwizycji jest nagłe spowolnienie gospodarcze, które może skutkować znacznie dłuższą restrukturyzacją przejmowanych aktywów. Do zagrożeń zaliczamy także znaczącą ekspozycję OTP na Rosję i Ukrainę, szczególnie biorąc pod uwagę napięcia geopolityczne. W 2019 roku oczekujemy płaskiej dynamiki zysku netto. Z jednej strony wyniki wspierane będą przez rosnące wolumeny kredytów (+16% R/R) oraz stabilizację marży odsetkowej a z drugiej strony oczekujemy normalizacji kosztu ryzyka, który był najniższy od co najmniej 12 lat. Wszystko to przełoży się na bardzo wysokie ROE, które szacujemy na 16% w 2019 roku czyli poziom nieosiągalny przez żaden inny analizowany przez nas bank. Nasza prognoza jest zbieżna z oczekiwaniami Zarządu mówiących o ROE na poziomie >15%.

Cena bieżąca

12 770,00 HUF

potencjał zmiany

Cena docelowa

13 046,00 HUF

+2,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	13 046,00 HUF	2019-04-02	
poprzednia	akumuluj	13 046,00 HUF	2018-12-05	
Podstawowe dane			OTP HB	vs. WIG
Ticker	OTP HB	Zmiana 1M	+8,0%	+7,6%
ISIN	HU00000061726	Zmiana YTD	+13,1%	+8,5%
Liczba akcji (mln)	267,0	Średni obrót 1M	7,4 mld HUF	
MC (mld HUF)	3 410,0	Średni obrót 6M	6,5 mld HUF	
		P/E 12M fwd	10,0	-3,5%
Free float	100,0%	P/E 5Y avg	10,4	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mld HUF)	2017	2018	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	547	600	675	700
WNDB	809	886	992	1 028
Koszty	-442	-490	-520	-528
Saldo rezerw	-46	-26	-93	-100
Zysk netto	281	318	322	341
P/E	12,0	10,4	10,4	9,9
P/BV	2,1	1,9	1,5	1,4
ROE	18,4%	18,3%	15,9%	14,4%
DPS	199,22	229,63	276,72	296,56
DYield	1,6%	1,8%	2,2%	2,3%
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 (podtrzymana)

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

Rekomendujemy akumulowanie walorów PZU z ceną docelową na poziomie 43,38 PLN/akcję. Nasze prognozy na lata 2019-20 pozostawiamy na praktycznie niezmiennym poziomie. Uważamy, że w kolejnych dwóch latach składka przypisana brutto wzrośnie o odpowiednio 2,1% i 2,2%, zaś odszkodowania o odpowiednio 4% i 2%. Uważamy, że bardzo niski poziom wskaźnika COR w 2018 roku będzie ciężki do powtórzenia w kolejnych latach szczególnie biorąc pod uwagę rosnącą wartość szkody motoryzacyjnej oraz brak znaczących zdarzeń katastrofalnych w 2018 roku. Wyniki z 2018 i 2019 roku powinny przełożyć się na wskaźnik DYield na poziomie >7,4% 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 oraz zbliżający się nawis podaży akcji Pekao ze strony UCI. 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 oraz odszkodowania szczególnie biorąc pod uwagę łagodny początek roku.

Cena bieżąca	40,79 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	43,38 PLN	+6,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	43,38 PLN	2019-04-02	
poprzednia	akumuluj	46,50 PLN	2019-03-05	
Podstawowe dane			PZU PW	vs. WIG
Ticker	PZU PW	Zmiana 1M	-2,3%	-2,7%
ISIN	PLPZU0000011	Zmiana YTD	-7,1%	-11,7%
Liczba akcji (mln)	863,5	Średni obrót 1M	72,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	35 223,1	Średni obrót 6M	73,3 mln PLN	
		P/E 12M fwd	10,9	-11,4%
Free float	64,8%	P/E 5Y avg	12,3	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Skl. przyp. brutto	22 847	23 470	23 962	24 486	25 035
Odszkodowania	-14 942	-14 563	-15 108	-15 432	-15 771
Wynik inw.	1 895	892	924	918	836
Koszty razem	-4 511	-4 750	-4 957	-5 089	-5 226
Zysk netto	2 910	3 213	3 263	3 432	3 511
P/E	12,0	10,9	10,8	10,2	10,0
P/BV	2,4	2,4	2,3	2,3	2,3
ROE	21,1%	21,7%	21,8%	22,5%	22,6%
DPS	1,40	2,70	2,98	3,01	3,18
DYield	3,4%	6,6%	7,3%	7,4%	7,8%
Zmiana prognoz				2019P	2020P
Składka przypisana brutto				+1,1%	+0,8%
Odszkodowania				+0,7%	+0,8%
Wynik inwestycyjny				-36,3%	-40,5%
Koszty razem				+1,1%	+1,1%
Zysk netto				-0,0%	+0,7%

RZiS

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Składka przypisana brutto	22 847	23 290	23 962	24 486	25 035
Składka zarobiona netto	21 354	22 222	22 793	23 327	23 836
Odszk. i świadc., netto	-14 941	-14 607	-15 108	-15 432	-15 771
Wynik inwestycyjny	1 895	1 020	924	918	836
Koszty akwizycji	-2 901	-3 081	-3 292	-3 384	-3 479
Koszty administracyjne	-1 614	-1 589	-1 664	-1 705	-1 746
Pozostałe przychody/koszt	-774	-1 354	-874	-867	-862
Wynik na działalności bank	2 439	3 971	4 635	5 158	5 618
Wynik operacyjny	5 458	6 820	7 414	8 015	8 431
Koszty finansowe	0	0	0	0	0
Jednostki zależne	-1	-1	16	-1	0
Zysk brutto	5 457	6 836	7 430	8 014	8 431
Podatek dochodowy	-1 289	-1 631	-1 770	-1 913	-2 012
Zysk mniejszości	1 290	2 155	2 397	2 669	2 908
Zysk netto	2 878	3 203	3 263	3 432	3 511

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2017-19)	6 724	26%
Korekta o PV	1 123	4%
Etap II (2020-34)	13 355	51%
Etap III (2035-54)	3 890	15%
Wartość rezydualna	850	3%
Wartość godziwa	25 942	100%
Liczba akcji (mln)	864	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	30,04	
Cena docelowa za 9M (PLN)	31,96	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	11 054	47%
Etap I (2017-19)	3 308	14%
Korekta o PV	462	2%
Etap II (2020-34)	7 350	31%
Etap III (2035-54)	1 536	6%
Wartość godziwa	23 709	100%
Liczba akcji (mln)	864	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	27,46	
Cena docelowa za 9M (PLN)	29,21	

Wycena PZU (bez banków)

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	25 942
Zyski ekonomiczne	50%	23 709
Średnia wartość godziwa		24 826

Wycena sumy części (SOTP)

(mln PLN)	łącznie	na akcję
PZU (bez banków)	24 826	28,75
Bank Pekao	7 303	8,46
Alior Bank	3 089	3,58
Suma części	35 217	40,78
Cena docelowa za 9M (PLN)	43,38	

Kruk kupuj (podtrzymana)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Po gorszych od oczekiwań wynikach za 2018 rok oraz bardzo ostrożnej prognozie Zarządu dokonaliśmy rewizji naszych prognoz, a co za tym idzie ceny docelowej do 213,65 PLN / akcję. Nasze prognozy zostały obniżone o 15%-28% na kolejne 3 lata, głównie z powodu niższych nakładów na „nowych” rynkach. W latach 2019 i 2020 oczekujemy, że Spółka wyda na nowe portfele 891 mln PLN i 949 mln PLN a następnie przyspieszy do 1,2 mld PLN w 2021. Niższe nakłady związane są ze wstrzemięźliwością zakupową na rynku włoskim i hiszpańskim, która trwać będzie do czasu wygenerowania miarodajnej krzywej. Prognozujemy, że w najbliższych dwóch latach około 70% nakładów pochodzić będzie z rynku Polskiego a następnie udział ten spadnie do około 50%. Jednocześnie uważamy, że decyzja rumuńskiego Trybunału Konstytucyjnego na dobre cofnęła prawo podwójnej ceny dzięki czemu rynek Rumuński pozostanie otwarty. Niemniej jednak wartość nominalna tego rynku przez ostatnie 5 lat diametralnie spadła (-71%), przez co nakłady Kruka na przestrzeni naszej prognozy nie przekraczają 250 mln PLN, pomimo dominującej roli Spółki w kraju. Ponadto należy oczekiwać dalszych pozytywnych rewaluacji w Polsce i Rumunii dodatkowo wspieranych przez stymulus oraz negatywnych we Włoszech. Saldo rewaluacji w roku obecnym wyznaczamy na 100 mln PLN a następnie stopniowo je obniżamy do 34 mln PLN w finalnym roku naszej prognozy. Nasze prognozy na 2019-20 rok znajdują się obecnie 10%-12% poniżej konsensusu oraz 6% poniżej prognozy Zarządu na 2019 rok. Ze względu na gorszą prognozowaną dynamikę wyników wyceniamy Spółkę z 10% dyskontem do fair 2019 P/E (10x) spółek porównywalnych. Jednocześnie podkreślamy, że Spółka nie zasługuje na tak niską wycenę rynkową ze względu na m.in. bardzo atrakcyjne ROE (>17%), bardzo niski wskaźnik dług netto / KW (1,3x-1,1x) oraz wskaźnik DYield w przedziale 3%-6%. Wycena rynkowa stwarza ponad 40% potencjał wzrostu.

RZiS

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Nabyte pakiety wierzytel.	559	633	693	701	709
Usługi windykacyjne	15	15	18	19	19
Pozostałe produkty	15	16	15	16	17
Marża pośrednia	589	664	727	736	745
Koszty ogólne	148	161	178	180	182
Wynik na pozostałej działalności	-2	-5	-5	-5	-5
EBITDA	439	498	544	551	558
Amortyzacja	19	20	21	23	24
EBIT	421	478	523	528	533
Przychody/koszty finansów	-86	-126	-145	-145	-149
Zysk brutto	335	353	378	384	384
Podatek dochodowy	40	22	38	38	38
Zysk netto	295	330	340	346	346
Nakłady na nowe portfele	976	1 395	891	949	1 259
Spląty	-1 369	-1 582	-1 856	-2 137	-2 003

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 01/2019	3 515	3 654
Korekta o wartość pieniądza w czasie	196	67
Obecna wartość firmy	3 711	3 721
Liczba akcji (mln)	18,9	18,9
Koszt kapitału	7,8%	7,8%
Wartość godziwa na akcję (PLN)	196,47	197,01
Cena docelowa za 9M (PLN)	210,61	211,19

Podsumowanie DCF

	(mln PLN)
Suma FCF	1 312
Wartość rezydualna (TV)	9 374
Wzrost FCF po prognozie	3,0%
Zdiskontowana wartość rezydualna (PV TV)	4 834
Wartość firmy (EV)	6 146
Dług netto	2 353
Udziałowcy mniejszościowi	0
Wartość firmy na 01/2016	3 792
Korekta o wartość pieniądza w czasie	69
Obecna wartość godziwa	3 861
Ilość akcji (mln)	18,9
Wartość firmy na akcję (PLN)	204,44

Cena bieżąca 152,30 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 213,65 PLN **+40,3%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	213,65 PLN	2019-04-02
poprzednia	kupuj	279,32 PLN	2019-02-04
Podstawowe dane			
Ticker	KRU PW	Zmiana 1M	-8,5%
ISIN	PLKRK0000010	Zmiana YTD	-2,8%
Liczba akcji (mln)	18,9	Średni obrót 1M	11,9 mln PLN
MC (mln PLN)	2 876,5	Średni obrót 6M	9,5 mln PLN
		P/E 12M fwd	7,8
Free float	87,0%	P/E 5Y avg	13,4

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody ogółem	1 055	1 165	1 269	1 285	1 300
z zakupu wierzyt.	972	1 070	1 173	1 186	1 199
z inkasa	59	67	70	72	73
Koszty operacyjne	-161	-178	-180	-182	0
Zysk netto	295	330	340	346	346
P/E	9,7	8,7	8,5	8,3	8,3
P/BV	2,0	1,7	1,5	1,4	1,3
ROE	21,9%	20,7%	18,7%	17,4%	16,0%
DPS	5,44	5,00	7,88	9,02	9,16
DYield	3,6%	3,3%	5,2%	5,9%	6,0%
Zmiana prognoz					
Nabyte pakiety wierzytelności			-7,1%	-15,7%	-23,2%
Usługi windykacyjne			-2,1%	-4,7%	-7,2%
Pozostałe produkty			-17,8%	-25,9%	-33,4%
Koszty ogólne			+2,2%	-7,0%	-15,0%
Zysk netto			-15,4%	-21,7%	-28,4%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Środki pieniężne	173	147	152	153	168
Zakupione wierzytelno:	3 169	4 157	4 286	4 285	4 741
Pozostałe aktywa	218	178	194	203	212
Aktywa razem	3 560	4 482	4 633	4 640	5 121
Kredyty i pożyczki	1 897	2 500	2 548	2 368	2 635
Pozostałe zobowiązania	202	250	185	197	238
Kapitały własne	1 460	1 732	1 900	2 075	2 248

Wskaźniki

(%)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Dług netto / KW	118,0	135,8	126,1	106,8	109,7
Dług netto / EBITDA	392,3	472,3	440,0	401,9	442,4
Marża EBITDA	41,6	42,8	42,9	42,9	42,9
Marża EBIT	39,9	41,1	41,2	41,1	41,0
EV / Cash EBITDA	5,44	5,13	4,26	3,36	3,89

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	33%	3 711
Zyski ekonomiczne	33%	3 721
DCF	33%	3 861

Wycena na akcję

(PLN)	waga	wycena
DDM	33%	196,47
Zyski ekonomiczne	33%	197,01
DCF	33%	204,44
Średnia wartość godziwa		199,31
Koszt kapitału 9M		6,2%
Cena docelowa za 9M (PLN)		213,65

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 zamieszanie wokół właścicieli skutkowało rozwiązaniem umowy z dystrybutorem (Santander) oraz trwającą rewizją innych dystrybutorów. Ponadto kluczowe dla Skarbca mogą być zmiany w tzw. kick-backach. Zmiany oznaczają, że niezależne TFI powinny intensyfikować poszukiwania nowych źródeł dystrybucji co z kolei może oznaczać rosnące koszty i C/I. 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 płać dywidendę ze wskaźnikiem DYield w przedziale 14-19%.

Cena bieżąca

17,70 PLN

potencjał zmiany
Cena docelowa

31,36 PLN

+77,2%

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

Podstawowe dane			SKH PW	vs. WIG
Ticker	SKH PW	Zmiana 1M	+3,5%	+3,1%
ISIN	PLSKRBH00014	Zmiana YTD	-16,1%	-20,7%
Liczba akcji (mln)	6,8	Średni obrót 1M	0,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	120,7	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN	
		P/E 12M fwd	5,3	-28,8%
Free float	25,4%	P/E 5Y avg	7,4	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody ogółem	99,7	103,7	107,7	112,7	115,3
opłata stała	80,0	81,8	87,3	91,8	93,5
opłata zmienna	14,5	16,2	14,3	14,3	14,5
Koszty razem	-76,5	-77,6	-80,3	-85,6	-85,5
Zysk netto	19,5	21,9	23,1	22,8	25,1
P/E	6,0	5,4	5,1		
P/BV	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3
ROE	20,6%	24,4%	25,3%	25,0%	27,3%
DPS	4,57	3,00	3,30	3,36	3,51
DYield	25,8%	16,9%	18,6%	19,0%	19,8%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	20201
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 pracown	-16,3	-19,8	-17,5	-17,5	-17,9
Pozostałe koszty działalno:	-18,5	-16,8	-17,5	-18,3	-19,2
Koszty operacyjne	-69,2	-78,1	-77,6	-80,3	-85,6
Pozostałe	0,3	0,9	1,0	1,1	1,1
Zysk brutto	40,3	24,3	27,1	28,5	28,2
Podatek dochodowy	-7,8	-4,7	-5,1	-5,4	-5,4
Zysk netto	32,5	19,6	21,9	23,1	22,8
Aktywa detaliczne	3 919	4 414	4 845	5 383	6 058
Aktywa dedykowane	14 623	2 375	2 494	2 618	2 749
AUM ogółem	18 542	6 789	7 339	8 002	8 807

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Podsumowanie wyceny

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

Wycena na akcję

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

Chemia

Ciech

kupuj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Brak istotnych nowych projektów inwestycyjnych w zakresie produkcji sody, rosnący popyt w Europie Środkowo-Wschodniej oraz ograniczenia szkodliwej dla środowiska produkcji w Chinach przekładają się pozytywnie na ceny surowca. W 2019 roku na rynku europejskim prawdopodobnie odnotujemy 7% r/r wzrosty cen sody kalcynowanej. Pozytywnie w IH'19 na Ciech wpływają obserwowane spadki cen gazu ziemnego (pozytywnie dla Soda Deutschland). Dodatkowo Spółka w 2Q'19 rozpocznie produkcję z nowej inwestycji sody oczyszczonej w Niemczech. W sumie szacujemy, że wyższe ceny sody i nowa inwestycja przełożą się na poprawę EBITDA segmentu sody w 2019 roku o 74 mln PLN. Z kolei akwizycja Proplan pozwoli na zwiększenie wyniku EBITDA w segmencie organiki o 19 mln PLN. W krótkim terminie na notowania negatywnie wpłynęły słabsze wyniki 4Q'18 oraz zapowiedź problemów z wolumenami w 2019 roku. Naszym zdaniem mimo tego Ciech będzie w stanie poprawiać wyniki finansowe w ujęciu r/r począwszy od 1Q'19. Obniżamy naszą cenę docelową do 68,66 PLN/akcja (wcześniej 75,82 PLN) oraz podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Cena bieżąca

54,80 PLN

potencjał zmiany**Cena docelowa**

68,66 PLN

+25,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	68,66 PLN	2019-04-02	
poprzednia	kupuj	75,82 PLN	2019-02-04	
Podstawowe dane			CIE PW	vs. WIG
Ticker	CIE PW	Zmiana 1M	-9,5%	-9,9%
ISIN	PLCIECH000018	Zmiana YTD	+23,7%	+19,1%
Liczba akcji (mln)	52,7	Średni obrót 1M	7,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 888,0	Średni obrót 6M	5,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	4 334,8	EV/EBITDA 12M fwd	5,7	-7,7%
Free float	33,0%	EV/EBITDA 5Y avg	6,2	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	3 579	3 673	3 881	4 037	4 177
EBITDA skor.	808	633	755	798	824
marża EBITDA	22,6%	17,2%	19,4%	19,8%	19,7%
EBIT skor.	564	358	473	489	511
Zysk netto skor.	373	166	324	340	360
P/E skor.	7,7	17,4	8,9	8,5	8,0
P/BV	1,3	1,5	1,3	1,2	1,1
EV/EBITDA skor.	4,6	6,9	5,7	5,3	5,0
DPS	0,00	7,50	2,00	3,08	3,87
DYield	0,0%	13,7%	3,6%	5,6%	7,1%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
EBITDA		-3,2%	-6,8%	-6,0%	
Zysk netto		-6,4%	-14,8%	-10,9%	
Soda (USD/t)		-5,9%	-1,2%	-1,5%	
Soda Ciech (PLN/t)		+1,5%	-0,8%	-0,8%	
Soda vol (tys. ton)		-5,0%	-2,9%	-2,1%	
Węgiel do celów energetycznych (PLN/t)		+3,8%	+9,4%	+9,4%	
Węgiel kokсовy (USD/t)		+4,2%	-0,1%	-5,6%	
Gaz ziemny (PLN/m3)		-10,5%	-5,4%	+5,4%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA soda	704	540	614	648	666
EBITDA organika	97	76	96	102	109
EBITDA krzemiany	37	34	36	39	40
EBITDA pozostałe	-5	9	9	9	9
EBITDA/t soda	306	243	269	278	283
Przepływy oper.	629	454	604	694	715
Amortyzacja	244	275	282	308	313
Kapitał obrotowy	-66	-97	-61	-9	-8
Przepływy inv.	-389	-627	-421	-375	-324
CAPEX	402	595	421	375	324
Przepływy fin.	-164	-125	-265	-318	-356
Dywidenda/buyback	0	-395	-105	-162	-204
FCF	234	-170	183	320	393
FCF/EBITDA	28%	-26%	24%	40%	48%
CFO/EBITDA	75%	69%	80%	87%	87%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Soda (USD/t)	259	272	272	272	272	272	272	272	272	272	273
Soda Ciech (PLN/t)	855,9	860,2	860,2	860,2	860,2	860,2	860,2	860,2	860,2	860,2	863,9
Soda vol (tys. ton)	2 280	2 330	2 350	2 350	2 350	2 350	2 350	2 350	2 350	2 350	2 351
Przychody	3 881	4 037	4 177	4 232	4 265	4 290	4 308	4 325	4 343	4 362	4 392
EBITDA	755	798	824	857	857	851	838	826	813	799	792
marża EBITDA	19,4%	19,8%	19,7%	20,3%	20,1%	19,8%	19,5%	19,1%	18,7%	18,3%	18,0%
EBIT	473	489	511	558	564	552	535	517	501	484	473
Podatek	89	93	98	109	112	110	107	104	101	98	96
CAPEX	-421	-375	-324	-284	-288	-296	-302	-307	-312	-315	-319
Kapitał obrotowy	-61	-9	-8	-3	-2	-2	-1	-1	-1	-1	-2
FCF	183	320	393	460	456	443	429	414	399	385	375
PV FCF	174	283	323	351	323	291	261	233	207	185	
WACC	7,2%	7,3%	7,4%	7,5%	7,6%	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%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2020P
Aktywa	4 644	4 831	5 000	5 115	5 205
Aktywa trwałe	3 205	3 559	3 699	3 766	3 779
Kapitał własny	2 188	1 970	2 189	2 366	2 523
Udział mniejszości	-3	0	0	0	0
Dług netto	865	1 464	1 447	1 346	1 210
Dług netto/EBITDA (x)	1,0	2,2	1,9	1,7	1,5
Dług netto/kap. wł. (x)	0,4	0,7	0,7	0,6	0,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	5,0	5,0	4,5	4,8	3,7	3,6
Maksimum	40,6	19,1	16,8	14,0	12,6	11,6
Mediana	10,5	9,5	8,4	6,4	5,7	5,9
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	2 630
Dług netto	1 464
Inne korekty	-67
Wycena DCF na akcję (PLN)	78,80

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	50,37
DCF	50%	78,80
Cena wynikowa		64,58
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		68,66

Grupa Azoty trzymaj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Naszym zdaniem obserwowane w 4Q'18 odbudowanie marży na produkcji nawozów saletrzanych oraz przejęcie Compo Expert pozwoli na odbicie wyników finansowych w 2019 roku (z 0,7 mld EBITDA do 1,1 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. Pomimo oczekiwań poprawy wyników finansowych rynek z uwagą obserwuje zamierzenia Zarządu odnośnie inwestycji. W marcu Zarząd Grupy po raz trzeci zrewidował w górę budżet inwestycyjny projektu PDH. Jednocześnie mimo planowanego podwyższenia kapitału w Policach Spółka zdecydowała się na poszukiwanie dodatkowego inwestora do projektu (potrzeba dodatkowych 200 mln EUR na finansowanie). Jeżeli nie znajdzie się chętny (jak na razie według prasy odmówił PGNiG), to wzrasta ryzyko pozyskania tych środków z rynku (emisja akcji w spółce matce?). Mimo zakładanych wyższych wyników finansowych w 2019 roku Grupa Azoty zamknęła już swoje dyskonta do grupy porównawczej. Pozostawiamy bez zmian naszą cenę docelową (43,20 PLN/akcja) oraz nie zmieniamy naszej rekomendacji trzymaj dla Grupy Azoty.

Cena bieżąca

42,64 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

43,20 PLN

+1,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	43,20 PLN	2019-03-05

Podstawowe dane			ATT PW	vs. WIG
Ticker	ATT PW	Zmiana 1M	-4,1%	-4,6%
ISIN	PLZATRM00012	Zmiana YTD	+36,8%	+32,2%
Liczba akcji (mln)	99,2	Średni obrót 1M		4,9 mln PLN
MC (mln PLN)	4 229,7	Średni obrót 6M		6,5 mln PLN
EV (mln PLN)	7 614,3	EV/EBITDA 12M fwd	5,4	-17,2%
Free float	29,0%	EV/EBITDA 5Y avg	6,6	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody	9 617	9 885	11 879	11 918	12 101
EBITDA skor.	1 262	771	1 113	1 066	1 081
marża EBITDA	13,1%	7,8%	9,4%	8,9%	8,9%
EBIT skor.	672	103	361	280	323
Zysk netto skor.	550	63	227	143	159
P/E skor.	7,7	67,3	18,6	29,5	26,6
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA skor.	4,1	7,3	6,8	8,2	8,8
DPS	0,79	1,20	0,00	0,46	0,43
DYield	1,9%	2,8%	0,0%	1,1%	1,0%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Mocznik (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Saletra (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Gaz ziemny (PLN/m3)			0,0%	0,0%	0,0%
Melamina (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Poliamid 6 (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Propylen (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
EBITDA nawozy	484	80	466	439	492
EBITDA tworzywa	221	189	167	152	126
EBITDA chemia	348	280	263	204	194
EBITDA Compo	0	0	151	151	157
EBITDA pozostałe	134	190	66	119	112
Przepływy oper.	1 107	734	1 026	1 043	1 051
Amortyzacja	590	667	752	786	758
Kapitał obrotowy	13	-6	-43	-1	-4
Przepływy inw.	-709	-820	-2 858	-2 017	-1 618
CAPEX	1 063	1 020	2 912	2 017	1 618
Przepływy fin.	39	-159	1 474	716	425
Dywidenda/buyback	-78	-119	0	-45	-43
FCF	53	-292	-1 895	-978	-569
FCF/EBITDA	4%	-39%	-170%	-92%	-53%
CFO/EBITDA	93%	99%	92%	98%	97%

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)	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Aktywa	11 738	11 707	13 899	14 888	15 657
Aktywa trwałe	8 070	8 432	10 596	11 835	12 704
Kapitał własny	6 856	6 774	7 001	7 099	7 215
Udział mniejszości	588	585	593	597	603
Dług netto	367	819	2 792	3 930	4 681
Dług netto/EBITDA (x)	0,3	1,1	2,5	3,7	4,3
Dług netto/kap. wł. (x)	0,1	0,1	0,4	0,6	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

Kurs Lotosu zaczął w marcu dyskontować ryzyko mniej pozytywnego scenariusza fuzji z Orlenem, zapewne w reakcji na wypowiedzi CEO Orlenu sugerujące, że oferta kupującego nie będzie utrzymana za każdą cenę. Przypominamy, że nadal nie można przesądzać finalnego efektu prowadzonych negocjacji z KE (teoretycznie możliwe jest ustalenie trudnych do zaakceptowania środków zaradczych jak dostęp do krytycznej infrastruktury), a kalendarz wyborczy wskazuje, że ostateczna decyzja w sprawie konsolidacji może się przesunąć na rok 2020. Orlen wciąż może też rozłożyć w czasie cały proces, kupując w pierwszym etapie tylko 33% akcji Lotosu, odkładając wezwanie do 66% o 12 miesięcy. W takich okolicznościach nie można traktować inwestycji w akcje gdańskiego koncernu jako beztroskiego arbitrażu, co może generować odpływ części kapitału szukającego właśnie takiego profilu ryzyka. Jeśli chodzi o kwestie fundamentalne to nadal średnia marża rafineryjna utrzymuje się poniżej poziomów z ubiegłego roku, a krzywa terminowa sugeruje brak dodatniego efektu IMO z uwagi na bardzo mocne cracki HSFO. W tym kontekście konsensusowe prognozy na poziomie 4 mld PLN EBITDA w latach 2020-21 mogą być grubo przestzelone (bardzo agresywne założenia dla instalacji DCU), szczególnie że część z nich prawdopodobnie nie uwzględni jeszcze komunikatów ws projektu B8. Nasze prognozy na lata 2019-20 korygujemy nieznacznie z uwagi na niższe ceny gazu, ale nie wpływa to istotnie na model DCF (ubytek wartości na wysoko opodatkowanej aktywności w Norwegii jest neutralizowany przez niższe koszty w rafinerii), szczególnie że korygujemy w dół szacunki wydatków inwestycyjnych. Utrzymujemy negatywną rekomendację przy marginalnej zmianie ceny docelowej do 65,41 PLN/akcję.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2020P
EBITDA LIFO skor.	3 050	3 126	2 523	3 004	3 268
upstream	863	917	774	1 049	1 377
rafineria	2 058	2 022	1 585	1 785	1 718
detal	139	181	164	170	174
EV/EBITDA LIFO skor.	6,0	5,7	7,3	5,8	5,1
Efekt LIFO	171	500	81	-90	45
Inne zd. jednorazowe	-148	78	0	0	0
Saldo finansowe	219	-259	-156	-89	-177
Przerób ropy mln ton	9,6	10,8	10,4	10,2	10,2
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	7,7	7,1	5,6	6,7	6,4
detal EBITDA/tonę	119	144	130	132	135
upstream \$ EBITDA/boe	26,9	34,1	29,1	37,0	40,3
Wydobycie w mboe/d	23,3	20,4	19,4	21,6	26,0
gaz	13,4	11,5	10,7	11,2	11,6
ropa	9,9	8,9	8,7	10,4	14,5

Model DCF (bez segmentu wydobywczego)

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Brent (USD/Bbl)	70,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0
Marża+dyferencjał	5,8	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
USD/PLN	3,75	3,59	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60
Przychody	27 807	27 979	27 814	27 565	27 565	27 565	27 565	27 565	27 624	27 678	27 678
EBITDA	1 830	1 865	1 936	1 887	1 882	1 878	1 873	1 868	1 863	1 854	1 854
marża EBITDA	6,6%	6,7%	7,0%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,7%	6,7%	6,7%
EBIT	1 302	1 227	1 269	1 172	1 203	1 167	1 144	1 120	1 095	1 066	1 137
Podatek	247	233	241	223	229	222	217	213	208	203	216
CAPEX	-703	-715	-717	-717	-717	-717	-717	-717	-717	-717	-717
Kapitał obrotowy	-772	323	-118	-2	28	21	43	10	5	2	2
FCF	108	1 240	860	946	965	960	982	948	943	937	923
PV FCF	103	1 086	699	713	674	620	587	525	484	445	
WACC	7,7%	8,0%	7,8%	7,8%	8,0%	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

86,22 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

65,41 PLN

-24,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	sprzedaj	65,41 PLN	2019-04-02	
poprzednia	sprzedaj	65,18 PLN	2019-03-05	
Podstawowe dane			LTS PW	vs. WIG
Ticker	LTS PW	Zmiana 1M	-9,7%	-10,2%
ISIN	PLLOTOS000025	Zmiana YTD	-2,6%	-7,2%
Liczba akcji (mln)	184,9	Średni obrót 1M	25,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	15 939,8	Średni obrót 6M	27,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	18 537,7	EV/EBITDA 12M fwd	5,4	-7,9%
Free float	46,8%	EV/EBITDA 5Y avg	5,8	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	24 185,6	30 121,7	29 133,2	29 633,1	29 963,2
EBITDA	3 072,8	3 704,0	2 604,5	2 913,6	3 313,1
marża EBITDA	12,7%	12,3%	8,9%	9,8%	11,1%
EBIT	2 228,5	2 981,3	1 860,6	2 046,1	2 350,1
Zysk netto	1 671,8	1 587,4	1 089,8	1 208,4	1 293,2
P/E	9,5	10,0	14,6	13,2	12,3
P/BV	1,5	1,3	1,3	1,2	1,1
EV/EBITDA	6,0	4,8	7,1	6,0	5,1
DPS	1,00	1,00	2,58	1,77	1,96
DYield	1,2%	1,2%	3,0%	2,1%	2,3%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA LIFO			-3,0%	-2,9%	-2,7%
Zysk netto			-3,8%	-2,7%	+1,1%
Brent (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
USD/PLN			0,0%	0,0%	0,0%

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	3 127	2 328	1 530	2 641	2 319
CFO/EBITDA LIFO skor.	103%	74%	61%	88%	71%
Capex	1 439	967	1 588	1 325	1 046
Kapitał obrotowy	4 035	4 816	5 587	5 264	5 382
Kapitał własny	10 712	12 035	12 686	13 698	14 576
Dług netto	2 505	1 943	2 598	1 570	893
Dług netto/EBITDA (x)	0,8	0,5	1,0	0,5	0,3

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	3,0	2,9	3,3	1,9	1,7	1,6
Maksimum	24,8	17,7	16,4	12,1	11,6	10,5
Mediana	9,9	8,5	8,9	4,6	4,1	4,0
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdykontowana wartość FCF	12 188
Dług netto	1 943
Petrobaltic	1 839
Wycena DCF na akcję (PLN)	65,37

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	57,68
DCF	50%	65,37
Cena wynikowa		61,53
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		65,41

MOL trzymaj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Do naszego modelu aplikujemy nowe niższe założenia cen gazu na lata 2019 i 2020, co wraz ze spadkiem wskaźników w grupie porównawczej skutkuje korektą naszej ceny docelowej o 6% do 3 223 HUF/akcję. Utrzymujemy neutralną rekomendację, aczkolwiek nadal naszym zdaniem warto przeważać węgierski koncern na tle polskich konkurentów, w stosunku do których wyceniany jest ze znacznym dyskontem. Zwracamy uwagę na zbalansowany profil biznesowy (praktycznie 50:50 upstream-downstream), który powinien być szczególnie doceniany w oczekiwaniach przez nas trudniejszym cyklicznie okresie dla marż rafineryjnych i petrochemicznych. Mocny bilans (0,4x DN/EBITDA) zapewnia nie tylko stabilny wzrost dywidend (propozycja DPS na 2019 implikuje DYield 4,3%), ale również tworzy szanse na ciekawe akwizycje w obszarze wydobywczym. Przypominamy, że 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).

Cena bieżąca

3 320 HUF

potencjał zmiany

Cena docelowa

3 223 HUF

-2,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	3 223 HUF	2019-04-02	
poprzednia	trzymaj	3 423 HUF	2019-03-05	
Podstawowe dane			MOL HB	vs. WIG
Ticker	MOL HB	Zmiana 1M	+3,4%	+3,0%
ISIN	HU0000153937	Zmiana YTD	+7,9%	+3,3%
Skor. I. akcji (mln)	738,1	Średni obrót 1M	2 338,8 mln HUF	
MC (mln HUF)	2 450 586,5	Średni obrót 6M	2 196,5 mln HUF	
EV (mln HUF)	3 162 759,6	EV/EBITDA 12M fwd	4,4	+1,4%
Free float	53,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,3	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mld HUF)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	4 130,3	5 168,7	4 835,9	5 173,0	5 163,1
EBITDA	672,7	764,4	613,5	713,8	743,7
marża EBITDA	16,3%	14,8%	12,7%	13,8%	14,4%
EBIT	354,4	352,9	227,6	311,3	340,8
Zysk netto	307,0	301,2	162,7	232,1	255,8
P/E	8,0	8,1	15,1	10,6	9,6
P/BV	1,4	1,2	1,2	1,1	1,1
EV/EBITDA	4,8	4,0	5,2	4,4	4,1
DPS	78,13	127,50	142,50	152,64	160,27
DYield	2,4%	3,8%	4,3%	4,6%	4,8%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
CCS EBITDA			-2,8%	-1,0%	+1,0%
Zysk netto			-7,6%	-3,7%	+6,7%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Marża petchem (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Brent (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mld HUF)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA LIFO skor.	673	728	608	714	744
upstream	235	344	311	360	357
rafineria	198	183	127	150	167
detal	97	115	114	122	127
petchem	127	87	52	78	89
gaz	61	50	56	57	57
koszty ogólne	-45	-51	-52	-52	-54
EV/EBITDA LIFO skor.	4,7	4,2	5,2	4,4	4,1
Effekt LIFO	7	19	5	0	0
Inne zd. jednorazowe	-7	17	0	0	0
Saldo finansowe	11	-22	-10	-11	-10
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	5,3	4,9	3,4	4,0	4,5
upstream \$ EBITDA/boe	23,7	34,8	31,3	36,8	38,8
Przerób ropy mln ton	18,5	19,1	19,1	19,1	19,1
Wydobycie mboe/d	107,4	110,6	111,1	109,6	103,6

Model DCF (bez segmentu wydobywczego)

(mld HUF)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Brent (USD/Bbl)	70	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75
Marża+dyferencjał	5,5	6,0	6,0	6,5	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	4 516	4 830	4 826	4 837	4 837	4 838	4 838	4 839	4 840	4 859	4 859
EBITDA	302	354	386	425	429	429	429	428	428	430	430
marża EBITDA	6,7%	7,3%	8,0%	8,8%	8,9%	8,9%	8,9%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%
EBIT	113	150	174	201	206	204	199	194	187	182	210
Podatek	30	39	45	52	54	53	52	50	49	47	40
CAPEX	-404	-367	-280	-241	-220	-220	-220	-220	-220	-220	-220
Kapitał obrotowy	19	-20	1	0	1	2	1	1	1	0	0
FCF	-114	-72	63	132	156	157	158	159	161	163	170
PV FCF	-107	-63	50	98	107	99	92	85	79	74	
WACC	8,1%	8,2%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%

Bilans i CF

(md HUF)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	560	596	584	634	676
CFO/EBITDA LIFO skor.	83%	82%	96%	89%	91%
Capex	286	380	528	490	402
Kapitał obrotowy	248	300	281	301	300
Kapitał własny	1 741	1 994	2 035	2 139	2 262
Dług netto	435	314	390	386	256
Dług netto/EBITDA (x)	0,6	0,4	0,6	0,5	0,3

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	3,0	2,9	3,3	1,9	1,7	1,6
Maksimum	24,8	17,7	16,4	12,1	11,6	10,5
Mediana	10,2	9,0	9,2	4,8	4,1	3,9
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mld HUF)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdykontowana wartość FCF	1 543
Dług netto i korekty	108
Segment wydobywczy	648
Wycena DCF na akcję (HUF)	2 985

Wycena

(HUF)	waga	cena
Porównawcza	50%	3 057
DCF	50%	2 985
Cena wynikowa		3 021
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		3 223

PGNiG akumuluj (podwyższona)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Z uwagi na słabe bieżące notowania i rekordowy stan zapasów po słabym sezonie grzewczym, kolejny miesiąc z rzędu obniżamy nasze założenia dla cen gazu na lata 2019-20 (tym razem odpowiednio o 10% i 5% dla benchmarku niemieckiego), co przekłada się na pogorszenie szacunków dla segmentu wydobywczego. Jednocześnie uwzględniamy w modelu przejęty w 4Q projekt wydobywczy w Norwegii (0,05 PLN/akcje) oraz przesunięcie terminu uruchomienia nowego bloku CCGT w Warszawie i niższe wolumeny ciepła w 1Q. W efekcie obniżamy wycenę do 6,92 PLN/akcję (pozytywny efekt wyceny porównawczej w części spółek użyteczności publicznej), ale po ostatnich spadkach kursu podnosimy rekomendację z trzymaj do akumuluj. W naszej opinii negatywne tendencje na europejskich cenach gazu powinny już wyhamowywać z uwagi na pojawiający się arbitraż na linii gaz-węgiel oraz wygasający efekt pogodowy (spodziewamy się, że dynamiki zużycia na kluczowych rynkach odbiją w kwietniu). Tymczasem tegoroczne wyniki PGNiG mogą mimo niższych cen zaskoczyć in plus w obszarze obrotu, zarówno z uwagi na efekt hedgingu naturalnego (zakupy z własnej produkcji po cenach spot), jak i podwyżki cenników dla klientów biznesowych przeprowadzone w styczniu (+15% q/q) i wyższą taryfę dla gospodarstw domowych. EBITDA na poziomie 7,5 mld PLN (konsensus musi się jeszcze dostosować o ~5%) implikuje w naszej opinii atrakcyjny poziom 4,4x (średnia 5-letnia na 5,0x). Bardzo mocny bilans daje szansę na pozytywne zaskoczenie na dywidendzie (szczególnie w kontekście coraz bardziej napiętego krajowego budżetu) albo ciekawe akwizycje w E&P (spadek cen gazu może generować okazje rynkowe).

Cena bieżąca

6,31 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

6,92 PLN

+9,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	6,92 PLN	2019-04-02	
poprzednia	trzymaj	7,08 PLN	2019-03-05	
Podstawowe dane			PGN PW	vs. WIG
Ticker	PGN PW	Zmiana 1M	-6,9%	-7,3%
ISIN	PLPGNIG000014	Zmiana YTD	-8,8%	-13,4%
Liczba akcji (mln)	5 778,3	Średni obrót 1M	30,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	36 432,3	Średni obrót 6M	33,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	34 086,6	EV/EBITDA 12M fwd	4,3	-15,2%
Free float	28,1%	EV/EBITDA 5Y avg	5,1	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	35 857,0	41 234,0	38 689,9	39 317,9	43 466,1
EBITDA	6 579,0	7 115,0	7 463,2	8 090,7	8 636,9
marża EBITDA	18,3%	17,3%	19,3%	20,6%	19,9%
EBIT	3 910,0	4 395,0	4 774,5	5 310,7	5 762,3
Zysk netto	2 923,0	3 212,0	3 516,0	3 919,3	4 264,1
P/E	12,5	11,3	10,4	9,3	8,5
P/BV	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8
EV/EBITDA	5,6	5,1	4,6	4,0	3,7
DPS	0,20	0,07	0,10	0,18	0,27
DYield	3,2%	1,1%	1,5%	2,9%	4,3%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			-6,4%	-5,9%	-1,1%
Zysk netto			-9,7%	-10,2%	-3,8%
Brent (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Gaz EU (EUR/MWh)			-10,5%	-5,3%	0,0%
USD/PLN			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2019P	2020P
EBITDA skor.	7 356	7 669	7 840	8 465	9 011
EBITDA	6 579	7 115	7 463	8 091	8 637
wydobycie	3 865	5 019	4 125	4 511	4 909
obróć	-435	-848	570	761	768
dystribucja	2 493	2 385	2 169	2 216	2 225
energetyka	843	788	813	822	961
pozostałe	-187	-229	-214	-220	-225
Saldo finansowe	12	107	15	71	87
Prod. ropy mln ton	1,27	1,41	1,25	1,24	1,21
kraj	0,79	0,82	0,80	0,80	0,80
zagranica	0,48	0,59	0,45	0,44	0,41
Prod. gazu mld m3	4,5	4,5	4,6	4,7	4,7
kraj	3,8	3,8	3,9	3,9	3,9
zagranica	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8
marża obrót PLN/MWh	-2,4	-6,8	1,0	2,4	2,4

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Brent (USD/Bbl)	70,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0
Gaz EU (EUR/MWh)	18,7	20,5	22,8	22,8	22,8	22,8	22,8	22,8	22,8	22,8	22,8
USD/PLN	3,75	3,59	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60
Przychody	38 690	39 318	43 466	43 546	40 885	40 857	39 484	38 609	39 164	39 496	39 496
EBITDA	7 463	8 091	8 637	8 408	8 133	8 869	8 932	9 034	9 295	9 058	9 058
marża EBITDA	19,3%	20,6%	19,9%	19,3%	19,9%	21,7%	22,6%	23,4%	23,7%	22,9%	22,9%
EBIT	4 775	5 311	5 762	5 428	5 063	5 265	5 261	5 251	5 348	4 978	4 329
Podatek	1 273	1 462	1 585	1 471	1 351	1 343	1 393	1 427	1 526	1 391	1 391
CAPEX	-4 018	-4 045	-4 079	-5 168	-5 198	-4 608	-4 618	-4 644	-4 695	-4 728	-4 728
Kapitał obrotowy	160	-84	-557	-11	358	4	184	118	-75	-45	-45
FCF	2 331	2 500	2 415	1 759	1 942	2 921	3 105	3 081	3 000	2 894	2 894
PV FCF	2 187	2 152	1 909	1 276	1 293	1 786	1 743	1 587	1 419	1 257	
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)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	4 816	5 814	6 751	6 578	6 518
CFO/EBITDA	73%	82%	90%	81%	75%
Capex	3 162	4 534	4 018	4 045	4 079
Kapitał obrotowy	5 280	5 358	5 198	5 283	5 840
Kapitał własny	33 626	36 634	39 540	42 355	45 001
Dług netto	428	-223	-2 344	-3 809	-4 693
Dług netto/EBITDA (x)	0,1	0,0	-0,3	-0,5	-0,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	2,9	2,7	2,4	2,8	2,6	2,2
Maksimum	22,6	16,8	16,0	12,8	12,7	12,4
Mediana	12,8	11,4	10,6	6,1	5,6	5,3
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	36 079
Dług netto	-223
Inne korekty	833
Wycena DCF na akcję (PLN)	6,43

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	8,14
DYield-porównawcza	17%	3,33
DCF	50%	6,43
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		6,92

PKN Orlen sprzedaj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Niższe ceny gazu to dla PKN Orlen dobra wiadomość, zarówno z punktu widzenia rentowności Anwilu jak i kosztu produkcji energii i ciepła w nowych elektrociepłowniach. Z tego względu podnosimy prognozy dla tych obszarów odpowiednio o 120 i 60 mln PLN, choć wpływ na skonsolidowany strumień EBITDA jest ograniczony. Niemniej jednak z uwagi na przecenę w grupie porównawczej, obniżamy naszą wycenę Spółki o 2% do 79,39 PLN/akcję i utrzymujemy rekomendację sprzedaj. Nadal rynek nie dyskontuje naszego scenariusza kontynuacji pogorszenia marż modelowych w kluczowych obszarach działalności, mimo że odczyty YTD powinny stanowić sygnał ostrzegawczy. Tymczasem konsensus rynkowy zakłada w tym roku poprawę wyników r/r (8,7 mld PLN EBITDA vs. skorygowane 8,3 mld PLN w 2018). Źródłem zaskoczenia może być także 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 (po rekordach z 4Q nie ma już śladu). Przy założeniu pogorszenia/znormalizowania modelowych marż w petrochemii i rafinerii, PKN jest notowany na EV/EBITDA LIFO'19 na poziomie ~7,0x ze znaczną premią do najbliższych konkurentów. Aktywa o niższej kompleksowości (Możejki, Unipetrol) mogą w takich warunkach dodatkowo uciepnieć na wolumenach, szczególnie że dotychczas były utylizowane prawie na 100% (w przypadku Możejki widać to już w 4Q). Przypominamy, że w takim otoczeniu Orlen właśnie rozpędza swój program capex (5 mld PLN w tym roku i 8 mld PLN w 2020).

Cena bieżąca

99,94 PLN

potencjał zmiany
Cena docelowa

79,39 PLN

-20,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	sprzedaj	79,39 PLN	2019-04-02	
poprzednia	sprzedaj	81,22 PLN	2019-03-05	
Podstawowe dane			PKN PW	vs. WIG
Ticker	PKN PW	Zmiana 1M	-0,8%	-1,2%
ISIN	PLPKN0000018	Zmiana YTD	-7,6%	-12,2%
Liczba akcji (mln)	427,7	Średni obrót 1M	63,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	42 745,2	Średni obrót 6M	85,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	47 436,4	EV/EBITDA 12M fwd	5,1	-9,8%
Free float	67,6%	EV/EBITDA 5Y avg	5,6	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	95 364,0	109 706,0	106 915,5	110 122,2	111 098,1
EBITDA	11 078,0	9 776,0	7 060,3	7 085,0	7 600,0
marża EBITDA	11,6%	8,9%	6,6%	6,4%	6,8%
EBIT	8 657,0	7 103,0	4 190,8	4 072,9	4 492,0
Zysk netto	6 655,0	5 463,0	3 319,5	3 197,0	3 415,3
P/E	6,4	7,8	12,9	13,4	12,5
P/BV	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0
EV/EBITDA	4,2	4,9	6,7	6,5	5,9
DPS	3,00	3,00	3,50	3,00	3,00
DYield	3,0%	3,0%	3,5%	3,0%	3,0%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA LIFO			+1,9%	+0,9%	+0,2%
Zysk netto			+3,8%	+3,8%	-0,9%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Marża petchem (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
USD/PLN			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA LIFO skor.	9 581	8 344	6 661	7 220	7 532
rafineria	4 689	3 751	2 135	2 570	2 995
petchem	3 034	2 069	2 268	2 429	2 344
detal	2 049	2 781	2 248	2 240	2 259
upstream	293	302	337	352	360
energetyka	129	190	401	367	325
koszty ogólne	-613	-749	-728	-739	-750
EV/EBITDA LIFO skor.	4,8	5,7	7,0	6,3	5,9
Effekt LIFO	788	860	399	-135	68
Inne zd. jednorazowe	709	572	0	0	0
Saldo finansowe	60	-104	-92	-125	-275
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	5,1	4,3	2,5	3,1	3,6
detal EBITDA/tonę	232	294	234	230	229
Przerób ropy mln ton	33,2	33,4	31,3	31,3	31,3
Prod. petch. (tys. ton)	3 551	3 616	3 781	3 781	3 781

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Marża+dyferencjał	4,8	5,5	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Marża petchem	354	383	343	343	343	343	343	343	343	343	342,9
USD/PLN	3,75	3,59	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60
Przychody	106 915	110 122	111 098	111 446	111 830	112 288	112 752	113 222	113 697	114 179	114 179
EBITDA	7 060	7 085	7 600	7 419	7 357	7 375	7 394	7 413	7 443	7 461	7 461
marża EBITDA	6,6%	6,4%	6,8%	6,7%	6,6%	6,6%	6,6%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
EBIT	4 191	4 073	4 492	4 153	4 245	4 230	4 187	4 124	4 063	3 984	4 010
Podatek	796	774	853	789	806	804	796	784	772	757	762
CAPEX	-4 250	-3 650	-3 450	-3 450	-3 450	-3 450	-3 450	-3 450	-3 450	-3 451	-3 451
Kapitał obrotowy	477	-156	-275	-45	-50	-60	-61	-61	-62	-63	-63
FCF	2 491	2 505	3 021	3 135	3 050	3 062	3 088	3 119	3 159	3 191	2 901
PV FCF	2 356	2 196	2 452	2 352	2 112	1 963	1 833	1 714	1 607	1 503	
WACC	7,7%	7,9%	8,0%	8,2%	8,3%	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%

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	8 050	4 979	6 758	6 179	6 524
CFO/EBITDA LIFO skor.	84%	60%	101%	86%	87%
Capex	4 039	4 453	4 250	3 650	3 450
Kapitał obrotowy	7 489	10 866	10 389	10 545	10 821
Kapitał własny	32 197	35 634	37 458	39 372	41 506
Dług netto	761	5 599	4 679	3 558	2 042
Dług netto/EBITDA (x)	0,1	0,6	0,7	0,5	0,3

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	39 565
Dług netto	5 599
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	79,41

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	69,94
DCF	50%	79,41
Cena wynikowa		74,67
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		79,39

Energetyka

CEZ

trzymaj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Od początku roku akcje CEZ odchylają się in minus od europejskiego benchmarku dla spółek utilities o ponad 10 punktów procentowych. Z jednej strony może to być pochodną obaw o kolejne odsłony projektu jądrowego, który pod mecenatem państwa ma być realizowany przez CEZ. Aktualne deklaracje w tej sprawie wskazują co prawda, że Spółka będzie miała możliwość wyjścia z inwestycji przy określonych parametrach, ale jednocześnie nie ma gwarancji że nie będzie częściowo partycypować w ryzyku biznesowym (odchylenia od harmonogramu czy budżetu). Niemniej jednak termin rozpoczęcia budowy jest dość odległy (uruchomienie przetargu w 2021 roku i ewentualne rozpoczęcie budowy w 2024), tak więc prawdopodobnie istotniejszym czynnikiem blokującym wzrosty kursu jest już wymagająca wycena koncernu. Tegoroczny wskaźnik EV/EBITDA sięga około 7,6x, 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 (Dywidend średnio 4,7% i powrót do w okolice 6% dopiero w 2021 roku). Nasze prognozy EBITDA na ten rok podnosimy o około 7% z uwagi na bardziej optymistyczne szacunki zrealizowanej ceny energii przedstawione przez Zarząd (ceny spot i peak zwiększyły skalę poprawy względem kontraktu bazowego). Konsensus nie wymaga jednak większych korekt. Utrzymujemy neutralną rekomendację, podnosząc cenę docelową o 5% do 565,5 CZK/akcję.

Cena bieżąca	541,50 CZK	potencjał zmiany
Cena docelowa	565,50 CZK	+4,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	565,50 CZK	2019-04-02	
poprzednia	trzymaj	537,80 CZK	2019-02-04	
Podstawowe dane			CEZ CP	vs. WIG
Ticker	CEZ CP	Zmiana 1M	-0,7%	-1,2%
ISIN	CZ0005112300	Zmiana YTD	+1,2%	-3,4%
Liczba akcji (mln)	538,0	Średni obrót 1M	138,9 mln CZK	
MC (mld CZK)	291,3	Średni obrót 6M	127,2 mln CZK	
EV (mld CZK)	441,8	EV/EBITDA 12M fwd	7,5	+3,5%
Free float	30,2%	EV/EBITDA 5Y avg	7,2	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln CZK)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	205 092,0	184 486,0	198 653,1	215 475,1	223 765,0
EBITDA	55 155,0	49 664,0	58 284,4	59 898,1	61 840,4
marża EBITDA	26,9%	26,9%	29,3%	27,8%	27,6%
EBIT	25 620,0	19 759,0	29 256,8	30 409,4	32 461,6
Zysk netto	18 765,0	10 327,0	17 766,4	18 560,6	19 298,4
P/E	15,5	28,2	16,4	15,7	15,1
P/BV	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
EV/EBITDA	7,9	9,0	7,6	7,3	7,1
DPS	33,00	32,71	21,91	29,72	31,05
DYield	6,1%	6,0%	4,0%	5,5%	5,7%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			+6,8%	+2,0%	+0,2%
Zysk netto			+16,1%	+2,9%	+2,0%
Energia (EUR/MWh)			+1,1%	-1,6%	+3,4%
EUR/CZK			+0,6%	+0,7%	+0,7%
CO2 (EUR/t)			+6,2%	+17,6%	+15,3%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln CZK)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA skor.	52 196	50 164	58 284	59 898	61 840
EBITDA	55 155	49 664	58 284	59 898	61 840
wytwarzanie	24 050	19 906	27 751	28 068	29 560
wydobycie	4 056	3 754	3 987	3 986	3 798
dystrybucja	19 067	19 771	19 899	20 390	20 886
obrót	4 613	4 317	4 665	4 989	5 013
pozostałe	3 369	1 916	1 983	2 466	2 584
Saldo finansowe	-2 867	-6 242	-7 096	-7 258	-8 390
Produkcja energii TWh	62,9	62,9	64,2	64,3	64,3
w tym OZE	4,7	4,3	4,5	4,6	4,6
Wolumen obrotu TWh	37,0	37,6	37,9	38,2	38,5
dynamika r/r	-1,2%	1,6%	0,8%	0,8%	0,8%
marża obrotu CZK/MWh	124,6	114,7	123,0	130,5	130,2
WRA w mld CZK	114,0	117,8	121,1	127,6	134,0
zwrot na WRA (EBIT)	10,4%	11,0%	10,8%	10,5%	10,2%

Model DCF

(mln CZK)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Energia (EUR/MWh)	47,5	48,6	49,5	49,5	49,5	49,5	49,5	49,5	49,5	49,5	49,5
EUR/CZK	25,7	25,7	25,7	25,7	25,7	25,7	25,7	25,7	25,7	25,7	25,7
CO2 (EUR/t)	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
Przychody	198 653	215 475	223 765	231 251	234 127	235 165	236 211	237 266	238 329	239 401	239 401
EBITDA	62 412	64 129	66 177	69 506	70 548	70 669	71 344	72 013	72 673	73 833	73 833
marża EBITDA	31,4%	29,8%	29,6%	30,1%	30,1%	30,1%	30,2%	30,4%	30,5%	30,8%	30,8%
EBIT	29 257	30 409	32 462	35 152	36 733	36 740	37 062	37 176	37 108	37 401	36 843
Podatek	5 559	5 778	6 167	6 677	6 976	6 977	7 037	7 057	7 044	7 098	7 000
CAPEX	-33 136	-33 606	-33 218	-33 499	-34 786	-36 078	-36 376	-36 680	-36 990	-37 307	-36 990
Kapitał obrotowy	-151	-179	-88	-80	-31	-11	-11	-11	-11	-11	-11
FCF	23 567	24 566	26 704	29 250	28 755	27 603	27 920	28 264	28 628	29 417	29 831
PV FCF	22 601	22 274	22 884	23 679	21 984	19 928	19 032	18 189	17 390	16 864	
WACC	5,7%	5,8%	5,8%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	6,0%	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%

Bilans i CF

(mln CZK)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	45 812	35 351	57 135	58 656	60 627
CFO/EBITDA	83%	71%	98%	98%	98%
Capex	30 688	26 018	33 136	33 606	33 218
Kapitał obrotowy	54 916	112 247	120 867	131 102	136 146
Kapitał własny	250 018	234 721	240 697	243 268	245 863
Dług netto	141 684	151 721	145 876	143 370	140 366
Dług netto/EBITDA (x)	2,6	3,1	2,5	2,4	2,3

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	3,2	2,7	0,0	3,2	3,0	0,0
Maksimum	24,8	22,5	19,7	12,2	9,9	9,7
Mediana	14,7	12,3	10,7	6,7	6,4	6,1
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln CZK)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	561 084
Dług netto	151 721
Inne korekty	-59 772
Wycena DCF na akcję (CZK)	649,81

Wycena

(CZK)	waga	cena
Porównawcza	33%	324,78
DYield-porównawcza	17%	614,91
DCF	50%	649,81
Koszt kapitału 9M		5,6%
Cena docelowa za 9M		565,5

Enea kupuj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Enea mocno rozczarowała w ubiegłym roku, co automatycznie przekłada się na ostrożne formułowanie oczekiwań wynikowych na rok 2019. W naszej opinii stwarza to szansę na pozytywne zaskoczenia, gdyż pozytywnych katalizatorów wspierających tegoroczny strumień EBITDA nie brakuje. W pierwszej kolejności tej poprawy upatrujemy w segmencie wytwarzania, gdzie wsparciem powinno być ustabilizowanie pracy nowego bloku 1000 MW (load factor w 2018 tylko ~60% przez planowe i awaryjne przestoje remontowe), większa dyspozycyjność starych bloków w Kozienicach (powrót jednostek 500 MW po remontach), rozszerzenie CDS oraz brak strat na tradingu/optymalizacji portfela (łącznie ta pozycja pogorszyła wynik segmentu w 2018 o ~250 mln PLN z uwagi na skokowe wzrosty cen i konieczność drogiego bilansowania ubytków własnej produkcji). Drugim kluczowym czynnikiem poprawy EBITDA Grupy będzie obszar wydobywania, gdzie zakładamy wzrost wolumenów o 0,4 mln ton przy lepszej efektywności (poprawa uzysków z wyjątkowo słabego poziomu 60% w 2018 do 63%, przy średniej 64% w latach 2015-17). Nie można też zapominać o zaniżonej bazie odniesienia w obrocie, gdzie po korekcie o rezerwę na rekompensaty EBITDA oscylowała zaledwie wokół zera z uwagi na problemy z zarządzaniem portfelem. W kolejnych latach pozytywna tendencja na wynikach powinna być kontynuowana (głównie wytwarzanie), co będzie przekładać się na mocne FCF (przypominamy, że nasze prognozy zakładają póki co konserwatywnie 50% konsolidację projektu Ostrołęka C). Utrzymujemy rekomendację kupuj, korygując nieznacznie cenę docelową do 12,51 PLN/akcję.

Cena bieżąca

8,76 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

12,51 PLN

+42,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	12,51 PLN	2019-04-02
poprzednia	kupuj	13,12 PLN	2019-02-04
Podstawowe dane			
	ENA PW	Zmiana 1M	-12,1% -12,6%
Ticker	PLENEA000013	Zmiana YTD	-11,5% -16,1%
ISIN		Średni obrót 1M	6,5 mln PLN
Liczba akcji (mln)	441,4	Średni obrót 6M	8,3 mln PLN
MC (mln PLN)	3 867,0	EV/EBITDA 12M fwd	3,4 -30,1%
EV (mln PLN)	10 464,2	EV/EBITDA 5Y avg	4,9 dyskonto
Free float	48,5%		

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	11 405,7	12 672,8	16 954,6	18 194,3	17 322,4
EBITDA	2 683,6	2 348,0	3 261,2	3 403,1	3 775,1
marża EBITDA	23,5%	18,5%	19,2%	18,7%	21,8%
EBIT	1 487,7	1 036,8	1 725,9	1 870,1	2 229,3
Zysk netto	1 070,2	686,5	1 215,9	1 315,4	1 608,8
P/E	3,6	5,6	3,2	2,9	2,4
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2
EV/EBITDA	3,8	4,4	3,2	3,0	2,7
DPS	0,28	0,00	0,00	0,00	0,60
DYield	3,2%	0,0%	0,0%	0,0%	6,8%
Zmiana prognoz				2019P	2020P
EBITDA				+0,4%	-3,9%
Zysk netto				+6,5%	-1,6%
Energia (PLN/MWh)				-1,0%	-0,7%
Węgiel (PLN/t)				0,0%	-3,6%
CO2 (EUR/t)				+6,2%	+17,6%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA skor.	2 649	2 413	3 261	3 403	3 775
EBITDA	2 684	2 348	3 261	3 403	3 775
wytwarzanie	735	869	1 382	1 392	1 703
wydobywanie	709	470	660	648	653
distribucja	1 073	1 111	1 143	1 200	1 238
obróć	178	-76	104	191	217
pozostałe	-13	-12	-29	-28	-35
Saldo finansowe	-21	-168	-103	-129	-124
Produkcja energii TWh	22,7	26,5	27,7	28,2	27,7
w tym OZE	2,3	2,0	2,0	2,0	2,0
Wolumen obrotu TWh	17,9	20,5	20,9	21,3	21,7
dynamika r/r	7,3%	14,4%	1,9%	1,9%	1,9%
marża obrotu PLN/MWh	9,9	0,1	5,0	9,0	10,0
WRA w mld PLN	7,5	8,0	8,3	8,6	8,9
zwrot na WRA (EBIT)	7,7%	7,2%	7,1%	7,3%	7,4%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Energia (PLN/MWh)	239,3	258,1	240,6	239,6	223,1	223,1	223,1	223,1	223,1	223,1	223,1
Węgiel (PLN/t)	260,0	260,0	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7
CO2 (EUR/t)	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
Przychody	16 955	18 194	17 322	17 432	16 942	17 366	17 527	17 693	17 863	18 038	18 038
EBITDA	3 261	3 403	3 775	3 791	3 431	3 563	3 604	3 485	3 532	3 594	3 594
marża EBITDA	19,2%	18,7%	21,8%	21,7%	20,2%	20,5%	20,6%	19,7%	19,8%	19,9%	19,9%
EBIT	1 726	1 870	2 229	2 233	1 835	1 902	1 910	1 755	1 762	1 781	1 089
Podatek	328	355	424	424	349	361	363	333	335	338	207
CAPEX	-2 505	-2 873	-3 046	-2 886	-2 471	-2 421	-2 451	-2 479	-2 505	-2 530	-2 505
Kapitał obrotowy	-269	442	21	-3	12	-10	-4	-4	-4	-4	-4
FCF	159	617	326	478	623	771	786	669	688	722	878
PV FCF	151	546	268	367	445	513	488	387	370	362	
WACC	7,1%	7,3%	7,4%	7,4%	7,3%	7,3%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	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)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	2 580	2 435	2 684	3 515	3 396
CFO/EBITDA	96%	104%	82%	103%	90%
Capex	2 058	1 979	2 505	2 873	3 046
Kapitał obrotowy	698	605	874	432	411
Kapitał własny	13 078	14 097	15 258	16 518	17 808
Dług netto	5 523	5 566	5 546	5 090	5 183
Dług netto/EBITDA (x)	2,1	2,4	1,7	1,5	1,4

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	3,2	2,7	2,4	3,9	3,4	0,9
Maksimum	24,8	22,5	19,7	12,2	9,9	9,7
Mediana	15,3	13,0	11,0	7,6	6,8	6,1
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	11 668
Dług netto	5 566
Inne korekty	-952
Wycena DCF na akcję (PLN)	11,67

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	39,82
DYield-porównawcza	0%	5,23
DCF	100%	11,67
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		12,51

Energa kupuj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

W naszym modelu aktualizujemy ceny zielonych certyfikatów z uwagi na ostatnie spadki notowań związane z zaproponowaną zmianą ustawy OZE. Nie jest jednak wykluczone, że ta negatywna dla Energi korekta założeń będzie musiała być odwrócona, gdyż najnowsze deklaracje resortu energii wskazują na gotowość do wycofania zmian w liczeniu opłaty zastępczej. Niemniej jednak na razie konserwatywnie korygujemy wycenę Spółki o 8% do 12,21 PLN/akcję, utrzymując rekomendację kupuj. Przypominamy również, że nasze szacunki Capex i bilansu zakładają ostrożne podejście do projektu Ostrołęka C (pełna konsolidacja 50% tej inwestycji) z uwagi na ciągły brak umowy na finansowanie tego projektu. Wiele wskazuje jednak na to, że ostatecznie nakłady Energi na tę elektrownię będą znacznie mniej dotkliwe dla przepływów w najbliższych latach. Jeśli chodzi o tegoroczne wyniki to pozytywnych katalizatorów upatrujemy w OZE (wolumeny w wietrze i wodzie plus wyższe ceny), elektrowniach systemowych (większa dyspozycyjność bloków w Ostrołęce po remontach) oraz segmencie obrotu, który przy neutralnym wpływie rekompensat powinien poprawić rezultaty z uwagi na bazę odniesienia zaniżoną przez straty na bilansowaniu portfela w środowisku skokowego wzrostu cen. W latach 2020-21 wzrosty EBITDA będą skromniejsze, szczególnie na tle konkurentów z branży bardziej eksponowanych na segment wytwarzania energii. Niemniej jednak argumentem za kupowaniem akcji koncernu powinien być znacznie bezpieczniejszy profil biznesowy (regulowana dystrybucja, niska ekspozycja na węgiel, dodatnia korelacja z CO₂), który uzasadnia wyższe mnożniki na EV/EBITDA.

Cena bieżąca

8,58 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

12,21 PLN

+42,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	12,21 PLN	2019-04-02	
poprzednia	kupuj	13,26 PLN	2019-02-04	
Podstawowe dane			ENG PW	vs. WIG
Ticker	ENG PW	Zmiana 1M	-11,3%	-11,7%
ISIN	PLENERG00022	Zmiana YTD	-3,7%	-8,3%
Liczba akcji (mln)	414,1	Średni obrót 1M	5,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 552,7	Średni obrót 6M	6,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	8 656,1	EV/EBITDA 12M fwd	4,1	-14,6%
Free float	48,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,8	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	10 534,0	10 337,0	12 177,1	12 876,9	12 582,3
EBITDA	2 160,0	1 877,0	2 150,5	2 205,5	2 241,8
marża EBITDA	20,5%	18,2%	17,7%	17,1%	17,8%
EBIT	1 210,0	1 176,0	1 147,4	1 148,5	1 199,6
Zysk netto	773,0	739,0	721,1	672,1	682,3
P/E	4,6	4,8	4,9	5,3	5,2
P/BV	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	3,6	4,3	4,0	4,3	4,5
DPS	0,19	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	2,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			-0,2%	+1,7%	-3,5%
Zysk netto			+1,6%	+0,3%	-7,1%
Energia (PLN/MWh)			0,0%	-0,7%	+3,1%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	-3,6%	-1,0%
CO ₂ (EUR/t)			0,0%	+17,6%	+15,3%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA skor.	2 091	2 039	2 150	2 205	2 242
EBITDA	2 160	1 877	2 150	2 205	2 242
wytwarzanie konw./CHP	229	137	192	127	174
OZE	169	191	252	269	235
dyskret. obrotu	1 723	1 704	1 678	1 758	1 760
obrót	85	-85	100	124	147
pozostałe	-46	-70	-71	-73	-74
Saldo finansowe	-208	-223	-221	-285	-323
Produkcja energii TWh	4,3	3,9	3,8	3,8	3,8
w tym OZE	0,7	0,5	0,6	0,6	0,6
Wolumen obrotu TWh	20,6	19,8	20,1	20,4	20,7
dynamika r/r	5,0%	-4,1%	1,5%	1,5%	1,5%
marża obrotu PLN/MWh	3,1	3,9	5,0	6,1	7,1
WRA w mld PLN	11,7	12,2	12,7	13,1	13,5
zwrot na WRA (EBIT)	8,2%	7,7%	6,9%	6,9%	6,8%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Energia (PLN/MWh)	239,3	258,1	240,6	239,6	223,1	223,1	223,1	223,1	223,1	223,1	223,1
Węgiel (PLN/t)	260,0	260,0	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7
CO ₂ (EUR/t)	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
Przychody	12 177	12 877	12 582	12 758	12 483	12 569	12 653	12 739	12 827	12 911	12 911
EBITDA	2 150	2 205	2 242	2 287	2 393	2 562	2 601	2 608	2 650	2 687	2 687
marża EBITDA	17,7%	17,1%	17,8%	17,9%	19,2%	20,4%	20,6%	20,5%	20,7%	20,8%	20,8%
EBIT	1 147	1 149	1 200	1 220	1 319	1 436	1 458	1 442	1 459	1 508	1 175
Podatek	218	218	228	232	251	273	277	274	277	286	223
CAPEX	-2 009	-2 367	-2 340	-2 155	-1 709	-1 529	-1 527	-1 521	-1 512	-1 476	-1 512
Kapitał obrotowy	-267	-101	43	-26	40	-12	-12	-13	-13	-12	-12
FCF	-343	-482	-283	-125	474	747	786	800	848	912	940
PV FCF	-325	-426	-234	-96	341	501	491	465	458	458	
WACC	7,3%	7,2%	7,2%	7,1%	7,1%	7,3%	7,4%	7,5%	7,6%	7,7%	8,2%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	2 182	1 859	1 681	1 915	2 092
CFO/EBITDA	101%	99%	78%	87%	93%
Capex	1 280	1 638	2 009	2 367	2 340
Kapitał obrotowy	1 403	1 499	1 766	1 867	1 825
Kapitał własny	9 409	10 295	10 966	11 588	12 220
Dług netto	4 064	4 441	5 040	5 828	6 449
Dług netto/EBITDA (x)	1,9	2,4	2,3	2,6	2,9

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	3,2	2,7	2,4	3,2	3,0	0,9
Maksimum	24,8	22,5	19,7	12,2	9,9	9,7
Mediana	15,3	13,0	11,0	7,6	6,8	6,1
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana wartość FCF	9 241
Dług netto	4 441
Inne korekty	-61
Wycena DCF na akcję (PLN)	11,44

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	22,01
DYield-porównawcza	0%	0,00
DCF	100%	11,44
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		12,21

PGE kupuj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Notowania utilities w EU wspinają się na nowe szczyty (indeks +13% YTD) na fali odwrócenia wieloletnich tendencji na wynikach. WIG Energetyka, po dobrym początku roku, stracił korelację z grupą porównawczą i pogłębił dyskonto na EV/EBITDA. Katalizatorem pogorszenia sentymentu stała się sama PGE, która najpierw poinformowała o profilaktycznej rezerwie na rekompensaty, a później zaskoczyła pesymistycznymi prognozami na rok 2019. Tymczasem ten rok może jeszcze zaskoczyć in plus, szczególnie że oczekiwania rynkowe zostały mocno schłodzone. W prognozach uwzględniamy zawiązką główne negatywne katalizatory: ubytek wyniku w ciepłe (-0,4 mld PLN), koszty wynagrodzeń (-0,3 mld PLN), jednakże upatrujemy pozytywnych zaskoczeń m.in. w obszarze zarządzania portfelem (zaniżona o 0,3 mld PLN baza odniesienia), z tytułu kontrybucji nowych bloków (0,2 mld PLN) czy finalnej realizacji CDS przez flotę węglową. Chwilowe pogorszenie modelowych marż terminowych (czynniki pogodowe) nie powinno przesłaniać perspektywy kontynuacji poprawy EBITDA w kolejnych latach (oddanie inwestycji, rynek mocy) i znacznych FCF. Nakłady na największe projekty zostały już zrealizowane w 80% i najbliższe 3 lata powinny przynieść znaczące nadwyżki (6,6 mld PLN FCF'19-21), a co za tym idzie redukcję i tak niskiego DN. Przypominamy też, że CFO w 2018 był zainfekowany na 1 mld PLN przez zmianę polityki zakupów CO₂ i konieczność uzupełnienia depozytów na TGE. W tych okolicznościach i rosnących potrzebach budżetu państwa dywidenda powinna przestać być tematem tabu. W stosunku do naszego ostatniego raportu korygujemy wycenę i prognozy 2020 o komunikat ws. wzrostu capex i opóźnień na Turowie do 13,66 PLN/akcję.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA skor.	6 481	6 701	7 424	8 070	9 624
EBITDA	7 650	6 364	7 424	8 070	9 624
wytwarzanie	4 099	2 938	3 990	4 443	5 890
OZE	364	463	492	510	538
distribucja	2 333	2 463	2 443	2 524	2 602
obrót	811	263	505	598	599
pozostałe	43	237	-6	-6	-6
Saldo finansowe	-330	-279	-304	-328	-302
Produkcja energii TWh	56,8	65,9	67,1	76,5	79,1
w tym OZE	2,4	2,0	2,2	2,2	2,4
Wolumen obrotu TWh	40,0	40,4	41,0	41,6	42,2
dynamika r/r	-6,8%	0,9%	1,5%	1,5%	1,5%
marża obrotu PLN/MWh	20,3	6,5	12,3	14,4	14,2
WRA w mld PLN	15,6	16,3	16,7	17,2	17,7
zwrot na WRA (EBIT)	7,5%	7,9%	7,5%	7,7%	7,8%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Energia (PLN/MWh)	239,3	258,1	240,6	239,6	223,1	223,1	223,1	223,1	223,1	223,1	223,1
Węgiel (PLN/t)	260,0	260,0	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7
CO ₂ (EUR/t)	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
Przychody	39 390	42 872	41 685	41 911	40 188	40 375	40 578	40 780	40 994	41 409	41 409
EBITDA	7 424	8 070	9 624	9 276	7 952	7 792	7 775	7 721	7 842	7 973	7 973
marża EBITDA	18,8%	18,8%	23,1%	22,1%	19,8%	19,3%	19,2%	18,9%	19,1%	19,3%	19,3%
EBIT	3 341	3 849	5 330	4 789	3 457	3 104	2 880	2 603	2 487	2 368	3 132
Podatek	635	731	1 013	910	657	590	547	495	472	450	595
CAPEX	-6 704	-5 679	-4 551	-4 506	-4 442	-4 535	-4 633	-4 736	-4 842	-4 950	-4 842
Kapitał obrotowy	563	-418	142	-27	207	-22	-24	-24	-26	-50	-50
FCF	648	1 241	4 203	3 833	3 060	2 644	2 570	2 467	2 502	2 523	2 487
PV FCF	612	1 084	3 384	2 846	2 095	1 669	1 496	1 323	1 237	1 151	
WACC	8,0%	8,1%	8,4%	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

10,10 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

13,66 PLN

+35,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	13,66 PLN	2019-04-02
poprzednia	kupuj	13,77 PLN	2019-03-26
Podstawowe dane		PGE PW	vs. WIG
Ticker	PGE PW	Zmiana 1M	-11,8% -12,2%
ISIN	PLPGER000010	Zmiana YTD	+1,0% -3,6%
Liczba akcji (mln)	1 869,8	Średni obrót 1M	20,6 mln PLN
MC (mln PLN)	18 884,8	Średni obrót 6M	27,3 mln PLN
EV (mln PLN)	29 062,3	EV/EBITDA 12M fwd	4,0 -17,1%
Free float	42,6%	EV/EBITDA 5Y avg	4,8 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	23 100,0	25 946,0	39 389,9	42 871,9	41 684,6
EBITDA	7 650,0	6 364,0	7 423,6	8 069,7	9 624,1
marża EBITDA	33,1%	24,5%	18,8%	18,8%	23,1%
EBIT	3 552,0	2 471,0	3 341,4	3 849,3	5 330,1
Zysk netto	2 600,0	1 498,0	2 446,9	2 839,1	4 060,2
P/E	7,3	12,6	7,7	6,7	4,7
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA	3,6	4,6	3,9	3,6	2,7
DPS	0,00	0,00	0,00	0,33	0,38
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	3,2%	3,8%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2020P	2020P
EBITDA		0,0%	-1,8%	0,0%	0,0%
Zysk netto		0,0%	-3,1%	-0,1%	-0,1%
Energia (PLN/MWh)		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel (PLN/t)		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CO ₂ (EUR/t)		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	7 934	5 102	7 410	6 983	8 811
CFO/EBITDA	104%	80%	100%	87%	92%
Capex	6 071	6 393	6 704	5 679	4 551
Kapitał obrotowy	3 762	5 290	4 727	5 145	5 002
Kapitał własny	45 128	46 727	49 103	51 259	54 539
Dług netto	7 487	9 421	9 090	8 798	5 620
Dług netto/EBITDA (x)	1,0	1,5	1,2	1,1	0,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	3,2	2,7	2,4	3,2	3,0	0,9
Maksimum	24,8	22,5	19,7	12,2	9,9	9,7
Mediana	15,3	13,0	11,0	7,6	6,8	6,1
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	34 436
Dług netto	9 421
Inne korekty	-1 074
Wycena DCF na akcję (PLN)	12,80

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	23,57
DYield-porównawcza	0%	6,31
DCF	100%	12,80
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		13,66

Tauron kupuj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Z uwagi na rozczarowujące wyniki 4Q w segmencie wytwarzania zdecydowaliśmy się na obniżenie prognoz dla tego obszaru na kolejne lata (średniorocznie o około 80 mln PLN na EBITDA na bazie niższych wolumenów i wyższych kosztów jednostkowych). Częściowo wpłynie to także na gorsze rezultaty w wytwarzaniu (wyższe koszty węgla), który dodatkowo może być zainfekowany presją na wynagrodzenia. W efekcie skonsolidowane szacunki EBITDA redukujemy średnio o 5% w latach 2019-21, a wycenę o -7% do 2,89 PLN/akcję. Aktualne niskie notowania nadal implikują jednak znaczny potencjał wzrostu i dlatego utrzymujemy pozytywną rekomendację. Należy jednak zwrócić uwagę, że dla Spółki bardzo istotne będzie finalne rozstrzygnięcie w temacie rekompensat, zarówno z uwagi na duży udział obrotu w EBITDA jak i wysoki poziom zadłużenia. Zakładany wzrost skor. EBITDA o 0,2 mld PLN to głównie pochodna mniejszej straty w kopalniach oraz wzrostu clean dark spreadu w elektrowniach. Przy neutralnym wpływie zamrożenia cen energii Tauron nie powinien mieć problemu z utrzymaniem kowenantów na poziomie 3,5 DN/EBITDA, nawet przy negatywnym wpływie MSSF16 (szacujemy go na ~0,1 DN/EBITDA). W kolejnych latach sytuacja będzie już znacznie bardziej komfortowa po uruchomieniu bloku w Jaworznie i wdrożeniu rynku mocy. W naszym scenariuszu średni FCF w latach 2020-21 może sięgnąć ~0,9 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).

Cena bieżąca

2,03 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

2,89 PLN

+42,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	2,89 PLN	2019-04-02	
poprzednia	kupuj	3,12 PLN	2019-02-04	
Podstawowe dane			TPE PW	vs. WIG
Ticker	TPE PW	Zmiana 1M	-13,1%	-13,5%
ISIN	PLTAURN00011	Zmiana YTD	-7,1%	-11,7%
Liczba akcji (mln)	1 752,5	Średni obrót 1M	7,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 564,7	Średni obrót 6M	10,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	14 336,0	EV/EBITDA 12M fwd	4,3	-10,3%
Free float	59,6%	EV/EBITDA 5Y avg	4,7	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody	17 416,0	18 122,0	22 825,4	24 858,4	24 335,6
EBITDA	3 545,3	3 358,7	3 549,5	3 998,6	4 291,3
marża EBITDA	20,4%	18,5%	15,6%	16,1%	17,6%
EBIT	1 806,3	774,7	1 753,4	2 041,0	2 271,9
Zysk netto	1 380,7	194,0	1 128,3	1 330,4	1 508,0
P/E	2,6	18,4	3,2	2,7	2,4
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	3,5	4,1	4,0	3,6	3,1
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			-4,2%	-5,1%	-5,9%
Zysk netto			-11,3%	-12,5%	-13,7%
Energia (PLN/MWh)			-1,0%	-0,7%	+3,1%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	-3,6%	-1,0%
CO2 (EUR/t)			+6,2%	+17,6%	+15,3%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
EBITDA skor.	3 508	3 343	3 550	3 999	4 291
EBITDA	3 545	3 359	3 550	3 999	4 291
wytwarzanie	464	715	658	977	1 131
wydobycie	-83	-207	-102	-34	42
distribucja	2 283	2 517	2 529	2 607	2 693
obróć	841	321	473	462	433
pozostałe	40	14	-8	-14	-9
Saldo finansowe	-49	-286	-319	-350	-355
Produkcja energii TWh	18,4	16,2	15,6	18,7	18,7
w tym OZE	1,3	1,1	1,2	1,3	1,3
Wolumen obrotu TWh	34,9	34,5	35,0	35,6	36,1
dynamika r/r	9,1%	-1,2%	1,5%	1,5%	1,5%
marża obrotu PLN/MWh	18,3	16,2	13,5	13,0	12,0
WRA w mld PLN	16,3	16,9	17,6	17,9	18,3
zwrot na WRA (EBIT)	7,4%	8,4%	7,8%	8,0%	8,0%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Energia (PLN/MWh)	239,3	258,1	240,6	239,6	223,1	223,1	223,1	223,1	223,1	223,1	223,1
Węgiel (PLN/t)	260,0	260,0	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7
CO2 (EUR/t)	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
Przychody	22 825	24 858	24 336	24 672	24 105	24 392	24 691	24 998	25 311	25 575	25 575
EBITDA	3 550	3 999	4 291	4 459	4 201	4 269	4 359	4 356	4 461	4 494	4 494
marża EBITDA	15,6%	16,1%	17,6%	18,1%	17,4%	17,5%	17,7%	17,4%	17,6%	17,6%	17,6%
EBIT	1 753	2 041	2 272	2 443	2 126	2 128	2 142	2 054	2 065	2 141	1 489
Podatek	333	388	432	464	404	404	407	390	392	407	283
CAPEX	-3 677	-3 116	-2 542	-2 654	-2 723	-2 793	-2 864	-2 935	-3 005	-3 075	-3 005
Kapitał obrotowy	192	-57	15	-9	16	-8	-8	-9	-9	-7	-7
FCF	-268	438	1 332	1 331	1 090	1 064	1 080	1 023	1 054	1 005	1 199
PV FCF	-256	395	1 125	1 050	801	727	684	599	571	502	
WACC	6,0%	6,2%	6,7%	7,1%	7,4%	7,6%	7,8%	8,0%	8,2%	8,4%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	3 559	2 722	3 436	3 582	3 897
CFO/EBITDA	100%	81%	97%	90%	91%
Capex	3 562	3 672	3 677	3 116	2 542
Kapitał obrotowy	489	831	639	696	681
Kapitał własny	18 036	18 230	19 359	20 689	22 197
Dług netto	8 944	10 182	10 742	10 626	9 626
Dług netto/EBITDA (x)	2,5	3,0	3,0	2,7	2,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	3,2	2,9	0,0	3,2	3,0	0,0
Maksimum	24,8	22,5	19,7	12,2	9,9	9,7
Mediana	15,3	13,0	11,0	7,6	6,8	6,1
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	15 451
Dług netto	10 182
Inne korekty	-524
Wycena DCF na akcję (PLN)	2,71

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	9,24
DYield-porównawcza	0%	0,00
DCF	100%	2,71
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		2,89

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 decyzję o wypłacie dywidendy.

Cena bieżąca

5,10 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

4,70 PLN

-7,8%

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

Podstawowe dane			NET PW	vs. WIG
Ticker	NET PW	Zmiana 1M	+3,2%	+2,8%
ISIN	PLNETIA00014	Zmiana YTD	+2,0%	-2,6%
Liczba akcji (mln)	337,0	Średni obrót 1M		0,1 mln PLN
MC (mln PLN)	1 718,9	Średni obrót 6M		0,2 mln PLN
EV (mln PLN)	1 996,4	EV/EBITDA 12M fwd	5,8	+18,4%
Free float	33,0%	EV/EBITDA 5Y avg	4,9	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	1 442	1 373	1 348	1 348	1 372
EBITDA	383	356	345	356	371
marża EBITDA	26,6%	25,9%	25,6%	26,4%	27,0%
EBIT	72	76	74	90	106
Zysk netto	35	65	50	61	71
P/E	48,4	26,5	34,3	28,4	24,2
P/BV	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9
EV/EBITDA	5,2	5,4	5,8	5,8	5,6
DPS	0,20	0,00	0,00	0,00	0,40
DYield	3,9%	0,0%	0,0%	0,0%	7,8%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
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)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Klienci linie głosowe (tys.)	1 014	938	880	844	825
ARPU głos wł. infras. (PLN)	26,5	25,2	24,7	24,5	24,7
ARPU głos WLR + LLU (PLN)	39,0	38,5	38,1	38,1	38,1
Klienci broadband (tys.)	640	605	592	615	642
ARPU broadband (PLN)	56,2	55,0	55,8	57,0	58,1
Przychody	1 442	1 373	1 348	1 348	1 372
bezpośrednie usługi głos.	405	351	317	295	284
transmisja danych	616	581	573	586	614
rozł. międzyop. i hurt.	234	237	244	249	253
inne	188	205	213	217	222
Koszty sprzedaży	275	268	270	274	278
Koszty ogół. zarządu	148	128	129	130	133
EBIT	72	76	74	90	106
marża	5,0%	6,2%	5,5%	6,7%	7,7%
Zysk netto	35,5	64,8	50,2	60,5	71,1

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Przychody	1 348	1 348	1 372	1 400	1 429	1 459	1 489	1 521	1 555	1 555	1 555
EBITDA	345	356	371	378	385	392	400	408	417	417	417
marża EBITDA	25,6%	26,4%	27,0%	27,0%	26,9%	26,9%	26,9%	26,8%	26,8%	26,8%	26,8%
Amortyzacja	271	266	265	265	265	262	252	242	225	225	225
EBIT	74	90	106	113	120	130	148	166	192	192	192
Podatek	14	17	20	21	23	25	28	32	37	37	37
NOPLAT	60	73	86	91	97	105	120	135	156	156	156
CAPEX	-390	-390	-221	-211	-207	-211	-216	-220	-225	-225	-225
Kapitał obrotowy	8	-1	0	0	0	-1	-2	-2	-3	-3	-3
FCF	-51	-52	130	145	155	156	154	154	153	153	153
PV FCF	-47	-45	103	107	107	100	92	86	79	79	79
WACC	7,8%	7,6%	7,6%	7,5%	7,5%	7,4%	7,4%	7,3%	7,2%	7,2%	7,2%
Dług netto / EV	15,0%	17,9%	18,9%	19,3%	20,7%	21,9%	23,3%	24,5%	25,8%	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)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	346	366	342	341	354
CFO/EBITDA	90%	100%	99%	96%	95%
Capex	-268	-278	-390	-390	-221
Aktywa ogółem	2 401	2 468	2 517	2 657	2 591
Kapitał własny	1 778	1 869	1 919	1 980	1 911
Dług netto	285	217	278	342	366
Dług netto/EBITDA (x)	0,7	0,6	0,8	1,0	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

Orange Polska zaraportowało zestaw dobrych wyników za 4Q'18. Wynik EBITDA był wyższy R/R o 10,8%, co na tle konkurentów wygląda imponująco: EBITDA Play w 4Q'18 spadła R/R o 2,5%, w Cyfrowym Polsacie (bez Netii) o 3,0%. 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 spadły 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. 4,5x na EV/EBITDA'19 jest naszym zdaniem niski i tworzy okazję inwestycyjną. Podtrzymujemy pozytywne podejście.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
dost. szerokopasm. (tys.)	2 438	2 560	2 860	3 167	3 395
klienci ust. głosowe (tys.)	3 684	3 407	3 014	2 602	2 396
Przychody	11 381	11 101	11 096	11 214	11 308
telefonía komórkowa	6 141	2 461	2 302	2 175	2 096
telefonía stacjonarna	4 571	1 084	925	783	671
pozostałe	669	7 556	7 869	8 256	8 541
Koszty	8 655	8 379	8 300	8 226	8 241
koszty pracownicze	1 690	1 574	1 436	1 381	1 355
usługi obce	6 416	6 400	6 508	6 500	6 545
poz. przychody i koszty	341	219	176	170	172
utrata wartości nał.	208	186	180	175	170
sprzedaż aktywów	81	192	95	75	60
EBITDA	2 807	2 838	2 891	3 062	3 126
marża	24,7%	25,6%	26,1%	27,3%	27,6%
Zysk netto	-60	10	105	286	384

Model DCF

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

*korekta nakładów inwestycyjnych o zyski ze sprzedaży nieruchomości

Cena bieżąca

5,15 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

6,40 PLN

+24,3%

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

Podstawowe dane	OPL PW	vs. WIG
Ticker	OPL PW	Zmiana 1M -4,6% -5,1%
ISIN	PLTLKPL00017	Zmiana YTD +7,5% +2,9%
Liczba akcji (mln)	1 312,0	Średni obrót 1M 9,2 mln PLN
MC (mln PLN)	6 756,8	Średni obrót 6M 9,2 mln PLN
EV (mln PLN)	13 030,0	EV/EBITDA 12M fwd 4,4 -4,4%
Free float	49,3%	EV/EBITDA 5Y avg 4,6 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	11 381	11 101	11 096	11 214	11 308
EBITDA skor.	3 011	2 881	2 891	3 062	3 126
marża EBITDA	26,5%	26,0%	26,1%	27,3%	27,6%
EBIT	229	345	423	632	723
Zysk netto	-75	10	105	286	384
P/E	-	675,7	64,6	23,7	17,6
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	4,7	4,7	4,5	4,1	3,9
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,9%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
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%	

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	2 064	1 670	2 672	2 858	2 574
CFO/EBITDA	74%	59%	83%	84%	82%
Capex	-1 643	-2 282	-2 166	-2 052	-1 743
Aktywa ogółem	22 933	23 295	22 667	23 062	22 467
Kapitał własny	9 936	10 503	10 838	11 301	10 529
Dług netto	6 436	6 850	6 169	5 530	5 323
Dług netto/EBITDA (x)	2,3	2,4	1,9	1,6	1,7

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%
Zdykontowana 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 wzrosły w ciągu ostatniego miesiąca o blisko 14%. 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 = 6,0%). Jednak Spółka zaraportowała spadek wyniku skorygowanej 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 dyskontować. Opcją dla Play jest podpisanie, w ślad za T-Mobile, umowy na leasing sieci FTTH z Orange Polska. Nie dublując sieci, Play zapewni sobie w ten sposób możliwość oferty konwergentnej na kluczowym dla siebie rynku dużych i średnich miast.

Cena bieżąca

24,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

21,30 PLN

-11,3%

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

Podstawowe dane			PLY PW	vs. WIG
Ticker	PLY PW	Zmiana 1M	+13,7%	+13,3%
ISIN	LU1642887738	Zmiana YTD	+15,4%	+10,8%
Liczba akcji (mln)	253,7	Średni obrót 1M	23,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	6 088,8	Średni obrót 6M	15,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	12 567,1	EV/EBITDA 12M fwd	5,6	-3,4%
Free float	49,4%	EV/EBITDA 5Y avg	5,8	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	6 670	6 839	6 911	7 019	7 113
EBITDA	1 904	2 160	2 161	2 210	2 250
marża EBITDA	28,5%	31,6%	31,3%	31,5%	31,6%
EBIT	1 107	1 371	1 276	1 266	1 269
Zysk netto	387	745	719	729	742
P/E	15,7	8,2	8,5	8,4	8,2
P/BV	-	-	21,7	9,3	6,0
EV/EBITDA	6,7	5,9	5,8	5,6	5,3
DPS	0,00	2,56	1,45	1,24	1,21
DYield	0,0%	10,7%	6,0%	5,2%	5,0%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
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)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywni klienci (tys.)	12 394	12 653	13 043	13 142	13 241
ARPU (PLN)	32,0	32,4	32,4	32,7	33,1
Przychody	6 670	6 839	6 911	7 019	7 113
przychody z usług	4 878	5 083	5 225	5 328	5 399
obrót sprzętem	1 792	1 756	1 686	1 691	1 714
Koszty	4 766	4 680	4 750	4 809	4 863
interkonekt	1 729	1 922	1 985	1 959	1 933
koszty kontraktów	429	421	447	459	471
sprzęt	1 410	1 442	1 416	1 438	1 459
koszty osobowe	526	255	278	286	295
usługi obce	606	515	531	574	620
pozostałe	65	125	93	94	84
EBITDA skoryg.	2 298	2 159	2 191	2 240	2 250
marża	34,4%	31,6%	31,7%	31,9%	31,6%
Zysk netto	387	721	719	729	742

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Przychody	6 911	7 019	7 113	7 184	7 241	7 289	7 330	7 366	7 398	7 398	7 398
EBITDA	2 161	2 210	2 250	2 266	2 285	2 273	2 261	2 247	2 237	2 237	2 237
marża EBITDA	31,9%	32,0%	32,1%	31,9%	31,8%	31,4%	31,0%	30,7%	30,4%	30,4%	30,4%
Amortyzacja	885	944	981	987	1 083	1 094	1 082	1 042	1 019	1 019	1 019
EBIT	1 276	1 266	1 269	1 279	1 202	1 179	1 179	1 205	1 218	1 218	1 218
Podatek	242	241	241	243	228	224	224	229	231	231	231
NOPLAT	1 034	1 026	1 028	1 036	973	955	955	976	986	986	986
CAPEX	-887	-852	-800	-1 719	-1 190	-1 022	-733	-737	-740	-740	-740
Kapitał obr. + inne	-238	-286	-310	-310	-312	-314	-316	-316	-318	-318	-318
FCF	794	831	899	-5	555	713	988	966	948	948	948
PV FCF	732	718	726	-4	394	474	614	561	513	513	
WACC	6,7%	6,8%	6,9%	6,7%	6,7%	6,8%	6,9%	7,0%	7,2%	7,2%	7,2%
Dług netto / EV	60,6%	59,6%	58,3%	60,6%	60,6%	59,8%	57,8%	55,6%	53,1%	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)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	1 389	2 037	1 974	1 998	2 000
CFO/EBITDA skor.	60%	94%	90%	89%	89%
Capex	-650	-767	-887	-852	-800
Aktywa ogółem	8 831	8 521	8 581	8 629	9 625
Kapitał własny	-213	-201	320	722	1 015
Dług netto	6 710	6 713	6 455	6 179	5 930
Dług netto/EBITDA (x)	2,9	3,1	2,9	2,8	2,6

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%
Zdyskontowana wartość FCF	12 756
Dług netto	7 362
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	21,26

Wycena

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

Agora kupuj (bez zmian)

Paweł 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 4,4%, jest notowana z istotnym dyskontem do spółek porównywalnych i ma korzystne momentum wynikowe (EBITDA skorygowana za 4Q'18 +10% R/R). Dodatkowo zwracamy uwagę, że sam biznes kinowy Agory wyceniamy na >470 mln PLN, niewiele mniej niż całą Agorę. Podtrzymujemy nasze oczekiwania cięć zatrudnienia w segmencie Prasa w najbliższych latach na poziomie 20%. Redukcja jest dla nas nieuchronna, patrząc na spadki rozpowszechniania dzienników i subrynek reklamy prasowej w słabej formie. Segment przy obecnej strukturze kosztów nie jest w stanie generować pozytywnych wyników od 2019 r. Pozytywnie oceniamy decyzję o cięciach kosztów w segmencie Druk.

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	0,0%	-0,4%
ISIN	PLAGORA00067	Zmiana YTD	+16,0%	+11,4%
Liczba akcji (mln)	46,6	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	540,3	Średni obrót 6M	0,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	548,6	EV/EBITDA 12M fwd	5,2	-3,5%
Free float	76,9%	EV/EBITDA 5Y avg	5,3	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	1 165	1 141	1 168	1 213	1 272
EBITDA	30	89	104	117	135
marża EBITDA	2,6%	7,8%	8,9%	9,7%	10,6%
EBIT	-73	1	24	39	58
Zysk netto	-84	5	14	26	42
P/E	-	106,2	38,5	20,5	12,7
P/BV	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	18,8	6,0	5,3	4,9	4,3
DPS		0,50	0,50	0,50	0,50
DYield		4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
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)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
rozpowsz. GW (tys.)	124	104	93	87	84
sprzed. bilety do kin (mln)	12,2	12,3	13,0	14,0	15,2
ATP (PLN)	18,4	18,9	18,9	18,9	18,9
RPH (PLN)	6,8	7,1	7,2	7,4	7,5
Przychody	1 165	1 141	1 168	1 213	1 272
prasa	236	214	203	200	202
film i książka	416	419	434	465	503
reklama zewnętrzna	163	172	177	186	196
internet	169	178	191	198	206
radio	114	116	119	122	126
druk	102	72	70	67	65
wyłączenia	-34	-29	-26	-26	-26
EBITDA	30	89	104	117	135
marża	2,6%	7,6%	8,9%	9,7%	10,6%
Zysk netto	-83,5	5,1	14,0	26,4	42,5

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Przychody	1 168	1 213	1 272	1 329	1 368	1 389	1 411	1 433	1 457	1 486	1 515
EBITDA	104	117	135	151	161	163	165	166	166	169	173
marża EBITDA	8,9%	9,7%	10,6%	11,4%	11,8%	11,8%	11,7%	11,5%	11,4%	11,4%	11,4%
Amortyzacja	80	78	77	75	73	71	75	79	80	82	83
EBIT	24	39	58	77	88	92	90	87	86	88	89
Podatek	4	7	11	15	17	18	17	16	16	17	17
NOPLAT	19	31	47	62	71	75	73	70	70	71	72
CAPEX	-77	-95	-96	-98	-68	-73	-76	-78	-80	-82	-83
Kapitał obrotowy	-8	-8	-7	-6	-4	-3	-2	-1	-1	-1	-1
FCF	15	7	22	33	72	71	70	70	69	70	71
PV FCF	14	6	17	24	47	43	39	36	33	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%	0,8%	1,2%	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)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	77	69	91	101	117
CFO/EBITDA	258%	79%	87%	86%	87%
Capex	-70	-85	-77	-95	-96
Aktywa ogółem	1 406	1 382	1 389	1 410	1 444
Kapitał własny	996	962	953	956	975
Dług netto	4	-24	-14	3	5
Dług netto/EBITDA (x)	0,1	-0,3	-0,1	0,0	0,0

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18	19P	20P	18	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

Podtrzymujemy neutralne nastawienie do Spółki. Cyfrowy zaraportował wyniki za 4Q'18 zgodne z oczekiwaniami, a Spółka wypłaca już dywidendę (0,93 PLN na akcję rocznie w latach 2019-21). DivYield wynosi obecnie 3,6%. Z drugiej strony Cyfrowy Polsat jest notowany na EV/EBITDA'19 = 6,8x, 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 waluacyjną 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+. Wyraźnie większy R/R ma być też poziom nakładów inwestycyjnych w relacji do przychodów. Naszym zdaniem potencjał do dalszych wzrostów jest obecnie wyczerpany.

Cena bieżąca

25,70 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

23,20 PLN

-9,7%

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

Podstawowe dane			CPS PW	vs. WIG
Ticker	CPS PW	Zmiana 1M	+3,1%	+2,7%
ISIN	PLCFRPT00013	Zmiana YTD	+13,9%	+9,3%
Liczba akcji (mln)	639,5	Średni obrót 1M	11,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	16 436,3	Średni obrót 6M	12,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	26 090,1	EV/EBITDA 12M fwd	6,6	-6,4%
Free float	33,5%	EV/EBITDA 5Y avg	7,0	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	9 829	10 764	11 458	11 623	11 796
EBITDA	3 617	3 671	3 810	3 912	3 978
marża EBITDA	36,8%	34,1%	33,3%	33,7%	33,7%
EBIT	1 834	1 693	1 825	2 018	2 188
Zysk netto	981	985	1 111	1 337	1 486
P/E	16,8	16,7	14,8	12,3	11,1
P/BV	1,4	1,2	1,1	1,1	1,0
EV/EBITDA	7,5	7,5	6,8	6,3	5,9
DPS	0,32	0,00	0,93	0,93	0,93
DYield	1,2%	0,0%	3,6%	3,6%	3,6%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
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)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	9 829	9 955	10 110	10 275	10 424
detaliczne od klientów	6 068	5 921	6 002	6 087	6 160
hurtowe	2 539	2 882	2 932	2 988	3 038
sprzedaż sprzętu	1 055	971	999	1 019	1 040
pozostałe	167	181	176	181	187
Koszty	8 016	8 200	8 369	8 382	8 387
kontent	1 154	1 317	1 456	1 490	1 535
dyskrybucja i marketing	894	903	891	906	919
D&A	1 783	1 777	1 714	1 629	1 526
rozliczenia międzyop.	2 014	2 136	2 088	2 104	2 120
wynagrodzenia	553	611	646	668	692
sprzęt	1 324	1 143	1 169	1 173	1 178
windykacja i odpisy	67	82	75	76	77
pozostałe koszty	227	232	331	336	341
Zysk netto	981	853	1 078	1 297	1 439

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Przychody	11 458	11 623	11 796	11 965	12 130	12 291	12 452	12 616	12 787	12 787	12 787
EBITDA	3 810	3 912	3 978	4 017	4 048	4 073	4 095	4 117	4 139	4 139	4 139
marża EBITDA	33,3%	33,7%	33,7%	33,6%	33,4%	33,1%	32,9%	32,6%	32,4%	32,4%	32,4%
Amortyzacja	1 985	1 894	1 791	1 695	1 623	1 580	1 543	1 507	1 440	1 440	1 440
EBIT	1 825	2 018	2 188	2 322	2 425	2 493	2 552	2 610	2 699	2 699	2 699
Podatek	347	383	416	441	461	474	485	496	513	513	513
NOPLAT	1 478	1 635	1 772	1 881	1 964	2 019	2 067	2 114	2 186	2 186	2 186
CAPEX	-1 420	-1 435	-1 331	-2 335	-2 998	-1 360	-1 797	-1 915	-1 440	-1 440	-1 440
Kapitał obrotowy	-145	-122	-93	-83	-83	-83	-83	-93	-105	-105	-105
FCF	1 899	1 972	2 139	1 158	506	2 156	1 730	1 613	2 082	2 082	2 082
PV FCF	1 753	1 703	1 725	872	356	1 418	1 061	923	1 110	1 110	
WACC	6,7%	6,9%	7,1%	7,1%	7,0%	7,1%	7,2%	7,2%	7,3%	7,3%	7,3%
Dług netto / EV	38,1%	34,1%	29,6%	29,5%	31,9%	29,0%	27,4%	26,3%	25,2%	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)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	3 126	2 913	3 008	3 131	3 178
CFO/EBITDA	86%	85%	87%	88%	88%
Capex	-739	-1 176	-1 030	-1 045	-1 110
Aktywa ogółem	27 756	27 833	27 175	26 638	27 184
Kapitał własny	12 074	13 038	13 913	14 932	16 037
Dług netto	10 508	8 501	7 089	5 607	4 180
Dług netto/EBITDA (x)	2,9	2,5	2,0	1,6	1,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18	19P	20P	18	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 Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Oczyszczone wyniki Wirtualnej Polski za 4Q'18 były zgodne z oczekiwaniami. W rozbiciu widoczny jest pierwszy w historii zysk EBITDA biznesu TV. Propozycja dywidendy, choć niższa od naszych estymacji i konsensusu rynkowego nie powinna przekładać się na słaby sentyment, zwłaszcza że Spółka generuje wysoki CFO (konwersja CFO/EBITDA wynosi aż 96%). Dodatkowo zwracamy uwagę, że wzrost rynku reklamy internetowej w Polsce w 2019 r. szacowany jest na 7-8%, co przełoży się na mocne wyniki Spółki (która dodatkowo ponad połowę obrotów generuje z rosnącego w tempie >20% e-commerce). Wirtualna Polska poszukuje kolejnych przejęć w Polsce, a także możliwości w regionie. W średnim terminie może dojść do transakcji także zagranicą - w Czechach, na Węgrzech, a także w Rumunii. Grupa ma co najmniej 200 mln PLN dostępnych na potencjalne akwizycje (kwota ta może wzrosnąć do 350 mln PLN po rozmowach z bankami). Zarząd zapewniał na konferencji po wynikach 4Q'18, że grupa nie bierze pod uwagę emisji akcji na cele inwestycyjne. Podtrzymujemy pozytywne podejście do Spółki.

Cena bieżąca

58,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

61,50 PLN

+6,0%

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

Podstawowe dane			WPL PW	vs. WIG
Ticker	WPL PW	Zmiana 1M	+4,3%	+3,9%
ISIN	PLWRTPL00027	Zmiana YTD	+9,8%	+5,3%
Liczba akcji (mln)	29,8	Średni obrót 1M	0,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 727,0	Średni obrót 6M	0,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 906,1	EV/EBITDA 12M fwd	9,7	-5,8%
Free float	53,0%	EV/EBITDA 5Y avg	10,3	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	466	567	625	675	718
EBITDA	130	163	196	216	230
marża EBITDA	27,8%	28,7%	31,5%	31,9%	32,1%
EBIT	79	107	136	152	163
Zysk netto	45	76	95	111	122
P/E	38,2	22,7	18,2	15,5	14,2
P/BV	4,1	3,7	3,3	3,0	2,7
EV/EBITDA	14,8	12,6	9,7	8,6	7,7
DPS	1,10	0,96	1,00	1,66	1,95
DYield	1,9%	1,7%	1,7%	2,9%	3,4%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
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)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	466	567	625	675	718
gotówkowe	425	543	574	620	660
barterowe	33,0	24,6	24,7	25,7	26,5
Koszty	387	460	489	524	555
amortyzacja	51,0	44,6	60,5	64,1	67,2
zużycie mater. i energii	5,9	6,2	6,3	6,5	6,8
wynagrodzenia	134	165	171	177	184
pozostałe	196	223	251	276	297
EBITDA	130	163	196	216	230
marża	27,8%	29,8%	31,5%	31,9%	32,1%
EBITDA skorygowana	151	173	197	213	226
marża	32,3%	32,1%	31,5%	31,5%	31,5%
EBIT	79	107	136	152	163
marża	16,9%	19,7%	21,8%	22,4%	22,7%
Zysk netto	35,3	76,0	94,9	111,3	125,1

Model DCF*

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Przychody	625	675	718	756	791	824	855	883	910	929	947
EBITDA	196	216	230	244	254	263	270	275	280	285	291
marża EBITDA	31,5%	31,9%	32,1%	32,2%	32,2%	32,0%	31,6%	31,1%	30,7%	30,7%	30,7%
Amortyzacja	60	64	67	70	72	74	76	78	80	81	83
EBIT	136	152	163	174	182	189	194	197	200	204	208
Podatek	26	29	31	33	35	36	37	37	38	39	40
NOPLAT	110	123	132	141	148	153	157	160	162	165	169
CAPEX	-53	-57	-62	-66	-70	-74	-78	-82	-85	-87	-89
Kapitał obrotowy	-10	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-7	-7	-7	-8
FCF	108	121	130	137	142	145	148	149	149	152	155
PV FCF	99	103	102	99	95	90	84	78	72	73	
WACC	8,0%	8,1%	8,3%	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Dług netto / EV	11,9%	8,6%	4,7%	2,1%	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)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	114	156	159	176	187
CFO/EBITDA	88%	96%	81%	81%	81%
Capex	-42	-43	-53	-57	-62
Aktywa ogółem	894	1 063	924	955	990
Kapitał własny	420	457	522	584	651
Dług netto	170	217	163	102	37
Dług netto/EBITDA (x)	1,3	1,3	0,8	0,5	0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18	19P	20P	18	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 (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Asseco Poland zaraportowało wyniki za 4Q'18 lekko powyżej oczekiwań. Wynik netto był jednak wyższy R/R o >50%, a DivYield'19 wynosi aż 5,7%. Sądzymy, że te dwie informacje powinny przełożyć się pozytywnie na sentyment do spółki w kwietniu'19. Jednak potencjał wzrostu względem naszej ceny docelowej (+2,1%) jest zbyt niski by podwyższyć nasze zalecenie inwestycyjne. Asseco Poland ocenia perspektywy na 2019 r. jako umiarkowanie optymistyczne. Zarząd podkreślił presję płacową. Grupa nadal pracuje nad przejęciami - więcej informacji na ten temat można uzyskać po wynikach za 1Q'19. Prezes podkreślił jednak, że nie należy oczekiwać spektakularnych transakcji, takich jak zakup Formula Systems. Asseco poszukuje mniejszych firm, chce sfinansować akwizycje głównie ze środków własnych. Do najbardziej obiecujących części Asseco Poland na rok 2019 należą: sektor publiczny w Polsce i Czechach, a także izraelska firma Sapiens.

Cena bieżąca

52,40 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

53,00 PLN

+1,1%

	rekommendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	53,00 PLN	2019-03-05

Podstawowe dane			ACP PW	vs. WIG
Ticker	ACP PW	Zmiana 1M	-5,2%	-5,6%
ISIN	PLSOFTB000016	Zmiana YTD	+13,6%	+9,0%
Liczba akcji (mln)	83,0	Średni obrót 1M		4,5 mln PLN
MC (mln PLN)	4 349,2	Średni obrót 6M		4,6 mln PLN
		P/E 12M fwd	12,8	+3,3%
Free float	68,0%	P/E 5Y avg	12,4	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	7 724	9 160	9 372	9 616	9 827
EBITDA	933	1 174	1 172	1 225	1 251
marża EBITDA	12,1%	12,8%	12,5%	12,7%	12,7%
EBIT	644	790	794	851	882
Zysk netto	596	333	295	302	306
P/E	7,3	13,1	14,7	14,4	14,2
P/BV	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
P/S	0,56	0,47	0,46	0,45	0,44
DPS	3,01	3,01	3,01	2,30	2,30
DYield	5,7%	5,7%	5,7%	4,4%	4,4%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
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)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	7 724	9 160	9 372	9 616	9 827
zmiana	-2,6%	18,6%	2,3%	2,6%	2,2%
rynek polski	1 514	1 646	1 706	1 756	1 800
rynek pd-wsch. Europy	590	637	678	711	737
rynek zachodnioeur.	608	703	726	741	755
rynek środkowoeur.	785	949	858	875	893
rynek izraelski	4 218	5 242	5 383	5 513	5 622
rynek wschodnioeur.	10	6	20	20	20
EBIT	644	790	794	851	882
Amortyzacja	289	384	378	374	369
EBITDA	933	1 174	1 172	1 225	1 251
marża	12,1%	12,8%	12,5%	12,7%	12,7%
Jednostki stowarzyszone	169	-230	-276	-316	-340
Podatek	-163	-179	-176	-185	-187
Zysk netto	596	333	295	302	306

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	793	679	953	983	1 015
CFO/EBITDA	77%	58%	81%	80%	81%
Capex	-233	-253	-262	-272	-282
Aktywa ogółem	13 044	15 714	15 861	16 189	16 532
Kapitał własny	5 520	5 664	5 709	5 821	5 936
Dług netto	235	344	137	-213	-574
Dług netto/EBITDA (x)	0,2	0,3	0,1	-0,2	-0,5

Analiza porównawcza

	18	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)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Asseco Poland (matka)											
Przychody	869	891	909	927	945	964	984	1 003	1 023	1 023	1 023
EBITDA	185	180	181	183	184	185	185	185	184	184	184
NOPLAT	119	120	121	121	122	122	122	121	119	119	119
FCF	119	100	109	118	112	112	111	110	108	108	108
WACC	8,8%	8,7%	8,7%	8,7%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,7%	8,7%	
Asseco Business Solutions											
Przychody	273	284	293	300	307	314	322	330	337	344	351
EBITDA	101	108	111	114	117	120	123	126	129	132	134
NOPLAT	66	71	73	75	77	79	81	83	85	86	88
FCF	59	63	66	68	70	71	73	75	77	78	80
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Asseco South Eastern Europe											
Przychody	678	711	737	757	773	785	794	801	806	822	838
EBITDA	129	137	143	148	152	157	161	166	170	173	177
NOPLAT	65	68	70	72	73	74	74	75	75	77	78
FCF	36	39	45	49	53	58	62	66	70	72	73
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 akumuluj (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Coraz dłuższy okres od premiery W3 oraz sprzedaż gry Wojna Krwi na niższym poziomie od zakładanego, przełożyły się na kontynuację spadkowej tendencji w wynikach Spółki w 4Q'18 (EBITDA -39% r/r w 4Q/18). Niemniej, najważniejszy dla inwestorów był przekaz Spółki na konferencji wynikowej. Zarząd CD Projekt zapowiedział intensywną kampanię marketingową gry Cyberpunk 2077 na targach E3 w Los Angeles. Inwestorzy mogą rozgrywać spekulować scenariusz, w którym Spółka opublikowałaby datę premiery na zbliżających się targach. Naszym zdaniem kolejne materiały dotyczące Cyberpunk 2077 będą podwyższały oczekiwania graczy oraz inwestorów dotyczących kolejnej produkcji. Zarząd CD Projekt zapowiedział na konferencji wynikowej wydanie mobilnej wersji gry Gwint. Zgodnie z udzielonym komentarzem, odświeżona wersja gry Gwint Homecoming, pozwala spółce na poprawę wyniku projektu (w 4Q'18 Gwint wygenerował więcej przychodu niż sprzedaż jednoosobowej kampanii Wojna Krwi). Rozszerzenie zasięgu gry o użytkowników urządzeń mobilnych powinno pozytywnie przełożyć się na sprzedaż Gwinta w średnim terminie. Niewątpliwie najistotniejszymi czynnikami wpływającymi na notowania CDR w kolejnych miesiącach będą informacje o C2077.

Cena bieżąca

204,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

221,00 PLN

+8,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	221,00 PLN	2019-04-02	
poprzednia	akumuluj	217,70 PLN	2019-02-04	
Podstawowe dane			CDR PW	vs. WIG
Ticker	CDR PW	Zmiana 1M	+5,7%	+5,3%
ISIN	PLOPTTC00011	Zmiana YTD	+40,1%	+35,5%
Liczba akcji (mln)	96,1	Średni obrót 1M	45,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	19 608,5	Średni obrót 6M	55,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	19 072,1	EV/EBITDA 12M fwd	20,7	-7,2%
Free float	64,9%	EV/EBITDA 5Y avg	22,3	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	463	363	308	2 983	2 590
EBITDA	246	117	44	2 246	2 125
marża EBITDA	53,1%	32,3%	14,3%	75,3%	82,0%
EBIT	241	112	39	2 240	2 119
Zysk netto	200	109	39	1 879	1 865
P/E	97,0	-	-	10,4	10,5
P/BV	22,0	19,6	18,9	6,9	4,3
EV/EBITDA	76,4	161,7	432,3	7,7	7,3
DPS	1,06	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			+5,6%	+0,1%	-0,4%
Zysk netto			+9,8%	+0,2%	+0,1%
W3 (S)			0,0%	0,0%	0,0%
Gwint (S)			0,0%	0,0%	0,0%
C2077 (S)			0,0%	0,0%	+36,4%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Produkcja gier (S)	330	228	170	2 838	2 450
Produkcja gier (EBIT)	223	114	40	2 239	2 119
Produkcja gier (marża)	67,4%	49,8%	23,5%	78,9%	86,5%
GOG.com (S)	169,6	144,3	138,1	145,0	140,2
GOG.com (EBIT)	18,4	-1,1	-1,0	1,3	-0,3
GOG.com (marża)	10,8%	-0,8%	-0,7%	0,9%	-0,2%
Przepływy oper.	232	133	18	1 983	1 748
Amortyzacja	5	5	5	6	6
Kapitał obrotowy	34	46	-26	-112	16
Przepływy inv.	-291	-106	-46	-160	-173
CAPEX	-13	-15	-9	-10	-11
Nakłady na produkcję	77	98	137	150	162
FCF	144	40	-126	1 868	1 639
FCF/EBITDA	-285%	83%	77%	72%	76%
CFO/EBITDA	40%	88%	82%	82%	80%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
W3 (tys. szt.)	1 853	1 621	1 395	1 380	1 165	0	0	0	0	0	0
C2077 (tys. szt.)	0	21 000	9 977	10 525	8 375	6 300	5 225	3 575	0	0	0
Gra AAA (tys. szt.)			10 000	6 000	21 000	13 000	23 000	14 500	9 200	11 200	0
Przychody	308	2 983	2 590	1 500	3 306	1 957	3 267	2 063	1 216	1 121	-
EBITDA	44	2 246	2 125	1 115	2 689	1 448	2 580	1 480	773	649	-
marża EBITDA	14,3%	75,3%	82,0%	74,3%	81,3%	74,0%	79,0%	71,7%	63,5%	57,9%	-
EBIT	39	2 240	2 119	1 109	2 683	1 442	2 574	1 473	766	643	-
Podatek	7	426	403	211	510	274	489	280	146	122	-
CAPEX	-146	-160	-173	-186	-199	-209	-207	-214	-221	-228	-
Kapitał obrotowy	-26	-112	16	46	-76	57	-55	50	35	4	-
FCF	-126	1 868	1 639	805	2 056	1 122	2 010	1 157	442	304	304
PV FCF	-118	1 619	1 309	593	1 395	702	1 159	615	217	137	-
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)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wiedźmin 3 (S)	288	174	119	107	95
Gwint (S)	43	45	45	31	16
Cyberpunk 2077 (S)	0	0	0	2 617	979
Produkcja w toku	142	243	370	201	290
Środki pieniężne	67	104	81	1 952	3 594
Dług netto	-647	-659	-536	-2 407	-4 049
Dług netto/EBITDA (x)	-2,6	-5,6	-12,2	-1,1	-1,9

Analiza porównawcza

	P/E 12M fwd 4Y avg	EV/EBIT 12M fwd 4Y avg
Minimum	15,1	5,0
Maksimum	19,3	11,5
Mediana	19,1	8,6
waga	50%	50%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	4,0%
Zdyskontowana wartość FCF	12 272
Dług netto	-659
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	213,90

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	201,70
DCF	50%	213,90
cena wynikowa		207,80
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		221,00

Comarch kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do Comarchu. 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 = 7,3x, z 22% dyskontem do spółek porównywalnych. Podkreślamy także, 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 odnoście marży w 2019 r.).

Cena bieżąca

187,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

195,00 PLN

+4,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	195,00 PLN	2019-03-05

Podstawowe dane			CMR PW	vs. WIG
Ticker	CMR PW	Zmiana 1M	+21,0%	+20,6%
ISIN	PLCOMAR00012	Zmiana YTD	+23,0%	+18,4%
Liczba akcji (mln)	8,1	Średni obrót 1M		0,4 mln PLN
MC (mln PLN)	1 520,9	Średni obrót 6M		0,5 mln PLN
EV (mln PLN)	1 476,3	EV/EBITDA 12M fwd	7,1	-5,2%
Free float	59,2%	EV/EBITDA 5Y avg	7,5	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	1 102	1 365	1 484	1 568	1 648
EBITDA	99	177	201	218	229
marża EBITDA	9,0%	13,0%	13,5%	13,9%	13,9%
EBIT	34	112	132	146	154
Zysk netto	43	52	84	99	104
P/E	35,3	29,4	18,0	15,4	14,6
P/BV	1,7	1,7	1,6	1,5	1,4
EV/EBITDA	15,7	8,5	7,4	6,6	6,1
DPS	1,50	1,50	1,50	5,00	5,00
DYield	0,8%	0,8%	0,8%	2,7%	2,7%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
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)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	1 102	1 365	1 484	1 568	1 648
TMT	258	313	379	398	417
finanse i bankowość	186	204	227	236	245
handel i usługi	174	201	223	245	265
przemysł i utilities	142	138	147	154	162
sektor publiczny	63	194	153	162	168
SME	236	260	292	306	322
inne	43	54	65	67	69
Zysk brutto na sprzedaży	268	387	417	427	447
marża	24,3%	28,3%	28,1%	27,2%	27,1%
koszty sprzedaży	134	138	150	155	162
koszty ogólnego zarządu	98	109	120	125	130
EBIT	34	112	132	146	154
marża	3,1%	8,2%	8,9%	9,3%	9,4%
Zysk netto	43,1	51,7	84,5	98,8	104,1

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)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	61	144	137	164	169
CFO/EBITDA	62%	81%	68%	75%	74%
Capex	-141	-87	-87	-87	-91
Aktywa ogółem	1 503	1 675	1 792	1 888	1 982
Kapitał własny	880	897	970	1 028	1 091
Dług netto	19	-28	-63	-96	-130
Dług netto/EBITDA (x)	0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,6

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

Utrzymując 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 – najwyższej od 2015 roku. Te mają rosnąć dynamicznie w kolejnych dwóch latach do poziomu 176 mld USD w 2020 roku, kiedy prawdopodobnie osiągną lokalny szczyt. Dodatkowo problemem na rynku krajowym są utrzymujące się niskie zapasy surowca przy zwiększającym się imporcie z rynków zewnętrznych. W Polsce w związku z realizacją zadań Programu dla Górnictwa do 2030 roku Ministerstwo Energii oczekuje, że nakłady w państwowych firmach wydobywczych wzrosną do 2,4 mld PLN w 2018 roku (minimum 1,6 mld PLN w 2016 roku) i będą się utrzymywać na poziomie powyżej 2,0 mld PLN w kolejnych latach. Naszym zdaniem głównym motorem wzrostu sprzedaży Grupy Famur w 2019 roku będzie segment Underground (+7% r/r), co wynika przede wszystkim ze zwiększenia obrotów w segmencie kombajnów chodnikowych (+15% r/r – efekt podpisanych nowych umów na dzierżawę kombajnów z Kompanią Węglową i JSW w 2018 roku). Naszym zdaniem Famur może pozytywnie zaskoczyć wynikami za 4Q'18. Dodatkowo naszym zdaniem po sprzedaży PBSZ Famur stać jest na wypłatę nawet 266 mln PLN dywidendy w 2019 roku (DYield około 9%) (rekomendacja przy wynikach za 4Q'18). Nie zmieniamy naszej wyceny (do 6,61 PLN/akcja) oraz pozostawiamy bez zmian rekomendację kupuj dla Grupy Famur.

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Obroty Underground	1 019	1 518	1 626	1 671	1 705
Obroty Surface	292	348	371	379	386
Marża Underground	25,0%	27,7%	26,4%	26,8%	27,1%
Marża Surface	8,3%	4,7%	9,9%	10,4%	9,9%
Przepływy oper.	192	269	486	404	399
Amortyzacja	175	190	168	145	126
Kapitał obrotowy	-16	-155	55	-20	-16
Przepływy inw.	-231	-93	122	-83	-122
CAPEX	132	93	-122	83	122
Przepływy fin.	287	-416	-376	-182	-220
Zmiana długu	-88	-150	-100	0	0
Dywidenda/buyback	0	-253	-266	-177	-219
FCF	-91	176	606	315	269
FCF/EBITDA	-30%	37%	124%	66%	57%
CFO/EBITDA	44%	57%	100%	84%	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

4,80 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

6,61 PLN

+37,7%

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

Podstawowe dane			FMF PW	vs. WIG
Ticker	FMF PW	Zmiana 1M	-3,8%	-4,2%
ISIN	PLFAMUR00012	Zmiana YTD	-11,1%	-15,7%
Liczba akcji (mln)	574,8	Średni obrót 1M		0,9 mln PLN
MC (mln PLN)	2 758,9	Średni obrót 6M		1,1 mln PLN
EV (mln PLN)	2 628,2	EV/EBITDA 12M fwd	5,3	-9,8%
Free float	35,3%	EV/EBITDA 5Y avg	5,9	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody	1 460	2 251	2 097	2 152	2 196
EBITDA	308	471	487	481	472
marża EBITDA	21,1%	20,9%	23,2%	22,3%	21,5%
EBIT	133	281	318	336	346
Zysk netto	49	204	253	274	287
P/E	55,3	13,5	10,9	10,1	9,6
P/BV	1,9	1,9	1,9	1,8	1,7
EV/EBITDA	9,4	6,3	5,4	5,2	5,2
DPS	0,00	0,44	0,46	0,31	0,38
DYield	0,0%	9,2%	9,6%	6,4%	7,9%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
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)	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Aktywa	3 138	3 171	3 000	3 117	3 202
Aktywa trwałe	1 099	1 002	712	650	647
Goodwill	222	222	222	222	222
Kapitał własny	1 437	1 487	1 474	1 570	1 639
Udział mniejszości	115	31	31	31	31
Dług netto	80	171	-162	-300	-356
Dług netto/EBITDA (x)	0,3	0,4	-0,3	-0,6	-0,8

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%
Zdiskontowana 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 (podtrzymana)

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. Dodatkowo inwestycja w Płocku zostanie prawdopodobnie oddana dopiero w 2Q'19 z powodu opóźnienia prac budowlanych. Mimo tego Grupa Kęty jest notowana z 30-40% premią do spółek porównywalnych na lata 2019-2021. Aktualizujemy naszą wycenę porównawczą oraz przesuwamy ją na lata 2019-2021, co pozytywnie przekłada się na wycenę. Podwyższamy naszą cenę docelową z 324,30 PLN/akcja do 341,3 PLN akcja oraz podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Cena bieżąca

324,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

341,33 PLN

+5,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	341,33 PLN	2019-04-02	
poprzednia	trzymaj	324,30 PLN	2019-01-18	
Podstawowe dane			KTY PW	vs. WIG
Ticker	KTY PW	Zmiana 1M	-4,7%	-5,1%
ISIN	PLKETY000011	Zmiana YTD	-1,5%	-6,1%
Liczba akcji (mln)	9,5	Średni obrót 1M	0,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 092,7	Średni obrót 6M	0,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 958,3	EV/EBITDA 12M fwd	8,0	-13,8%
Free float	42,0%	EV/EBITDA 5Y avg	9,3	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody	2 643	2 976	2 979	3 154	3 251
EBITDA	421	463	454	482	489
marża EBITDA	15,9%	15,5%	15,2%	15,3%	15,1%
EBIT	301	336	322	339	351
Zysk netto	236	264	241	253	264
P/E	13,0	11,7	12,9	12,2	11,7
P/BV	2,3	2,2	2,2	2,0	2,0
EV/EBITDA	8,7	8,4	8,7	8,2	8,0
DPS	30,00	23,94	21,00	17,64	23,85
DYield	9,3%	7,4%	6,5%	5,4%	7,4%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
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 produkcyjna (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)	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
EBITDA SOG	113	117	111	130	135
EBITDA SWW	150	175	180	185	187
EBITDA SSA	172	180	179	184	184
EBITDA pozostałe	-13	-16	-16	-17	-17
EBITDA/użyte aluminium	5	5	5	5	4
Przepływy oper.	276	275	356	336	421
Amortyzacja	120	126	132	143	138
Kapitał obrotowy	-91	-111	-37	-81	1
Przepływy inw.	-187	-230	-200	-150	-120
CAPEX	187	230	200	150	120
Przepływy fin.	-85	-119	-125	-195	-303
Dywidenda/buyback	-285	-229	-200	-168	-228
FCF	86	70	160	192	308
FCF/EBITDA	20%	15%	35%	40%	63%
CFO/EBITDA	66%	59%	78%	70%	86%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Aluminium (USD/t)	1 900	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
Prem. prod. (USD/t)	130	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150
Użyte alum. (tys. t)	100	106	110	113	115	117	117	118	118	118	118
Przychody	2 979	3 154	3 251	3 321	3 360	3 407	3 418	3 427	3 427	3 427	3 427
EBITDA	454	482	489	495	500	506	504	503	500	499	514
marża EBITDA	15,2%	15,3%	15,1%	14,9%	14,9%	14,8%	14,8%	14,7%	14,6%	14,6%	15,0%
EBIT	322	339	351	358	369	377	373	369	365	361	376
Podatek	56	59	62	64	66	68	67	67	66	65	68
CAPEX	-200	-150	-120	-122	-125	-127	-130	-132	-135	-138	-138
Kapitał obrotowy	-37	-81	1	11	-12	-15	-8	-7	-4	-4	-4
FCF	160	192	308	320	297	295	299	297	295	292	305
PV FCF	152	169	251	242	208	192	180	166	153	141	
WACC	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	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%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Aktywa	2 499	2 694	2 832	2 937	2 935
Aktywa trwałe	1 439	1 560	1 632	1 644	1 633
Kapitał własny	1 363	1 398	1 438	1 523	1 559
Udział mniejszości	1	1	1	1	2
Dług netto	591	795	865	873	825
Dług netto/EBITDA (x)	1,4	1,7	1,9	1,8	1,7
Dług netto/kap. wł. (x)	0,4	0,6	0,6	0,6	0,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	4,0	3,5	3,4	3,3	2,9	2,4
Maksimum	56,7	21,4	18,9	18,8	10,2	9,1
Mediana	14,3	9,5	9,2	7,4	6,0	6,5
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 856
Dług netto	795
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	376,94

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	265,21
DCF	50%	376,94
Cena wynikowa		321,07
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		341,33

JSW redukuje (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Według nas po ostatnim odreagowaniu notowań sentyment do akcji JSW znów może znaleźć się pod negatywnym wpływem spadających wyników finansowych w IH'19. Naszym zdaniem w IH'19 produkcja węgla koksowego w JSW spadnie o 12% r/r (efekt niższego r/r udziału produkcji węgla koksowego oraz wysokiej bazy produkcji w 1Q'18). Wówczas przy rosnących Mining Cash Cost (+13% r/r w IH'19) oraz Coke Conversion Cost (+18% r/r w IH'19) naszym zdaniem skorygowana o zdarzenia jednorazowe EBITDA może być o 50% niższa w 1Q'19 oraz 2Q'19. Dodatkowo w VI'19 kończy się kadencja obecnego Zarządu Grupy i niewykluczone, że następcy obecnie skonfliktowanego z Ministerstwem Energii Prezesa Daniela Ozona mogą mieć odmienne założenia co do rozwoju Spółki i przeznaczenia bieżących nadwyżek kapitałowych. Negatywnym zdarzeniem może być również oczekiwane do końca IV'18 podpisanie term-sheet w związku ze współpracą z Prairie Mining. Jeśli JSW zdecyduje się na akwizycję/współpracę, to rynek może oczekiwać znaczącego zwiększenia inwestycji w przyszłości (udostępnienie Dębieńska to wydatek 1-1,5 mld PLN, a kopalni Jan Karski to nawet 5,0 mld PLN wydatków). Przy założonym 30% spadku skorygowanego wyniku EBITDA i rekordowych inwestycjach (1,8 mld PLN) w 2019 roku Grupa JSW przestaje generować wolne przepływy gotówki z działalności operacyjnej (FCF). Nie zmieniamy naszej ceny docelowej (54,80 PLN/akcja) oraz pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację redukuj.

Cena bieżąca

62,05 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

54,80 PLN

-11,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	redukuje	54,80 PLN	2019-03-25

Podstawowe dane			JSW PW	vs. WIG
Ticker	JSW PW	Zmiana 1M	+6,6%	+6,2%
ISIN	PLJSW0000015	Zmiana YTD	-7,7%	-12,3%
Liczba akcji (mln)	117,4	Średni obrót 1M	18,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	7 285,4	Średni obrót 6M	15,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	4 617,3	EV/EBITDA 12M fwd	2,2	-36,7%
Free float	44,8%	EV/EBITDA 5Y avg	3,5	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	8 877	9 810	9 594	9 042	8 877
EBITDA skor.	3 509	3 101	2 176	1 506	1 351
marża EBITDA	39,5%	31,6%	22,7%	16,7%	15,2%
EBIT skor.	2 684	2 335	1 306	508	229
Zysk netto skor.	2 189	1 802	1 047	399	170
P/E skor.	3,3	4,0	7,0	18,3	42,8
P/BV	1,1	0,9	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA skor.	1,7	1,4	2,1	3,4	4,1
DPS	0,00	0,00	1,71	1,78	1,70
DYield	0,0%	0,0%	2,8%	2,9%	2,7%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA (skor.)			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto (skor.)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel koksowy (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel do celów energetycznych (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Koks (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Prod. węgla (tys. t)			0,0%	0,0%	0,0%
Prod. w. koks. (tys. t)			0,0%	0,0%	0,0%
Prod. koks. (tys. t)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Prod. węgla (tys. t)	14 768	15 019	15 500	15 900	16 150
Prod. w. koks. (tys. t)	10 675	10 351	10 850	11 289	11 628
Udział węgla koks. (%)	72%	69%	70%	71%	72%
Prod. w. ener. (tys. t)	4 093	4 668	4 650	4 611	4 522
Prod. koks. (tys. t)	3 458	3 559	3 500	3 400	3 400
Przepływy oper.	2 871	2 856	2 019	1 236	1 201
Amortyzacja	825	766	870	998	1 121
Kapitał obrotowy	-76	338	-209	-115	-33
Przepływy inw.	-2 170	-1 582	-1 750	-1 550	-1 450
CAPEX	737	1 248	1 750	1 550	1 450
Przepływy fin.	-701	-755	-185	-195	-189
Dywidenda/buyback	0	0	-201	-209	-200
FCF	2 129	1 754	-34	-257	-178
FCF/EBITDA skor.	61%	57%	-2%	-17%	-13%
CFO/EBITDA skor.	82%	92%	93%	82%	89%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
W. koksowy (USD/t)	185	175	165	165	165	165	165	165	165	165	165
W. energet. (PLN/t)	268	247	247	247	247	247	247	247	247	247	247
Koks (USD/t)	1 068	949	915	915	915	915	915	915	915	915	916
Przychody	9 594	9 042	8 877	9 060	9 228	9 316	9 417	9 528	9 640	9 753	9 812
EBITDA	2 176	1 506	1 351	1 554	1 650	1 685	1 730	1 771	1 809	1 829	1 872
marża EBITDA	22,7%	16,7%	15,2%	17,2%	17,9%	18,1%	18,4%	18,6%	18,8%	18,8%	19,1%
EBIT	1 306	508	229	308	233	327	357	378	413	431	472
Podatek	251	99	46	60	46	64	69	73	80	83	91
CAPEX	-1 750	-1 550	-1 450	-1 400	-1 400	-1 400	-1 400	-1 400	-1 400	-1 400	-1 400
Kapitał obrotowy	-209	-115	-33	31	23	27	16	18	19	18	12
FCF	-34	-257	-178	125	228	248	277	316	348	364	394
PV FCF	-32	-225	-143	93	156	156	161	169	172	165	
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)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	12 090	13 763	14 538	14 547	14 464
Aktywa trwałe	8 118	8 475	9 366	9 950	10 326
Kapitał własny	6 389	8 081	8 927	9 117	9 088
Udział mniejszości	232	364	364	364	364
Dług netto	-1 641	-3 286	-3 032	-2 523	-2 084
Dług netto/EBITDA skor.	-0,5	-1,1	-1,4	-1,7	-1,5
Dług netto/kap. wł. (x)	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	3,2	2,5	3,0	1,8	1,7	1,5
Maksimum	22,2	23,4	45,4	8,2	8,2	8,2
Mediana	8,1	7,9	8,2	4,9	4,1	3,9
waga	25%	15%	10%	25%	15%	10%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdykontowana wartość FCF	672
Dług netto	-3 286
Inne korekty	364
Wycena DCF na akcję (PLN)	48,54

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	54,56
DCF	50%	48,54
Cena wynikowa		51,55
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		54,80

Kernel kupuj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Wysokie zbiory zbóż na Ukrainie sygnalizują wyraźną poprawę wyników finansowych w segmencie produkcji rolnej. Naszym zdaniem jest to tym bardziej prawdopodobne, gdyż Spółce udało się zabezpieczyć wysokie ceny sprzedaży zbóż na cały sezon 2018/2019. Z kolei praktycznie rekordowe zbiory słonecznika na Ukrainie przekładają się na wyższe pokrycie dostępnych mocy tłoczni (76% - najwyżej od 2013/14 roku). Zakładamy, że odbicie rynkowych marży na tłoczeniu słonecznika może pozytywnie przełożyć się na poziom EBITDA w segmentach oleju (efekt +40 mln USD EBITDA na oleju). Według naszych szacunków Grupa Kernel w sezonie 2018/19 poprawi EBITDA o 140 mln USD, co również zwiększy wiarę inwestorów w strategiczny cel Zarządu 495 mln USD EBITDA w 2020/21 roku. Naszym zdaniem w kolejnych dwóch kwartałach można oczekiwać dalszej poprawy wyników finansowych w ujęciu r/r. W kwietniu warto zwrócić uwagę na publikację danych operacyjnych za 1Q'19 (3Q'19), które naszym zdaniem powinny pokazać dalsze wzrosty r/r (w drugiej połowie IV). Pozostawiamy bez zmian naszą cenę docelową dla Grupy Kernel (62,86 PLN/akcja) oraz nie zmieniamy naszej rekomendacji kupuj.

Cena bieżąca

49,70 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

62,86 PLN

+26,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	62,86 PLN	2019-03-05

Podstawowe dane		KER PW	vs. WIG
Ticker	KER PW	Zmiana 1M	+1,4% +1,0%
ISIN	LU0327357389	Zmiana YTD	+1,5% -3,1%
Liczba akcji (mln)	82,7	Średni obrót 1M	1,3 mln PLN
MC (mln PLN)	4 108,3	Średni obrót 6M	2,5 mln PLN
EV (mln PLN)	7 519,4	EV/EBITDA 12M fwd	5,4 +31,6%
Free float	60,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,1 premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln USD)	16/17	17/18	18/19P	19/20P	20/21P
Przychody	2 169	2 403	3 520	4 564	5 085
EBITDA	319	223	362	420	480
marża EBITDA	14,7%	9,3%	10,3%	9,2%	9,4%
EBIT	265	140	269	324	376
Zysk netto	176	52	189	213	263
P/E	6,1	20,6	5,7	5,0	4,1
P/BV	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	5,0	7,6	5,4	4,7	3,9
DPS	0,24	0,25	0,25	0,92	1,55
DYield	1,9%	1,9%	1,9%	7,1%	11,9%
Zmiana prognoz		18/19P	19/20P	20/21P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Marża olej (USD/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Pszemica (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
Pszemica (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 (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

W ostatnich dwóch miesiącach akcje KGHM były beneficjentem rosnących cen srebra i złota, zapowiedzi obniżenia podatku od wydobycia oraz oczekiwaniami, że USA i Chiny osiągną porozumienie handlowe. Na początku marca pozytywnie na sentyment wokół miedzi wpływają dobre dane PMI (powrót do poziomów powyżej 50 pkt). Krajowi inwestorzy są naszym zdaniem niedoważeni w akcjach spółki, co przy pozytywnych zaskoczeniach pozytywnie przekłada się na kształtowanie kursu akcji. Rewidujemy nasze założenia do prognoz o mniejsze obciążenia kosztami energii (efekt rekompensat Ministerstwa Energii) oraz zmianami w formule podatku od wydobycia (zakładamy wejście w życie od 2H'19). W efekcie podnosimy naszą cenę docelową do 105,57 PLN/akcja (wcześniej 92,41 PLN/akcja) oraz podtrzymujemy rekomendację trzymaj dla Grupy KGHM.

Cena bieżąca

109,40 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

105,57 PLN

-3,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	105,57 PLN	2019-04-02	
poprzednia	trzymaj	92,41 PLN	2019-02-04	
Podstawowe dane			KGH PW	vs. WIG
Ticker	KGH PW	Zmiana 1M	+7,8%	+7,3%
ISIN	PLKGHM000017	Zmiana YTD	+23,1%	+18,5%
Liczba akcji (mln)	200,0	Średni obrót 1M	63,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	21 880,0	Średni obrót 6M	54,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	26 340,4	EV/EBITDA 12M fwd	4,7	-4,4%
Free float	63,2%	EV/EBITDA 5Y avg	4,9	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	20 275	20 526	23 032	23 792	23 695
EBITDA skor.	5 753	4 972	5 464	5 576	5 360
marża EBITDA	28,4%	24,2%	23,7%	23,4%	22,6%
EBIT skor.	4 144	3 176	3 611	3 644	3 376
Zysk netto skor.	1 792	1 888	2 514	2 530	2 321
P/E skor.	12,2	11,6	8,7	8,6	9,4
P/BV	1,2	1,1	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA skor.	5,0	5,8	4,8	4,5	4,5
DPS	1,00	0,00	1,00	2,51	3,79
DYield	0,9%	0,0%	0,9%	2,3%	3,5%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA (skor.)			+3,9%	+7,9%	+5,5%
Zysk netto (skor.)			+7,5%	+19,7%	+16,6%
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)			+0,1%	+0,1%	+0,1%
Prod. srebro (ton)			+0,6%	+0,7%	+0,7%
Prod. molibden (mln lb)			-0,0%	-0,0%	-0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Cu KGHM Pol (tys. ton)	359	385	406	402	391
Cu KGHM Int (tys. ton)	81	79	76	88	90
Cu Sierra Gorda (tys. ton)	53	53	59	65	69
Srebro Grupa (ton)	1 234	1 205	1 354	1 353	1 342
Złoto Grupa (tys. troz)	219	174	210	212	215
Przepływy oper.	3 054	3 826	5 725	4 572	4 407
Amortyzacja	1 609	1 796	1 853	1 932	1 984
Kapitał obrotowy	-1 270	1 412	1 254	7	-1
Przepływy inw.	-3 340	-3 539	-2 798	-2 777	-2 578
CAPEX	3 257	3 541	2 798	2 777	2 578
Przepływy fin.	12	84	-303	-606	-862
Dywidenda/buyback	-200	0	-200	-503	-759
FCF	788	1 924	2 928	1 797	1 830
FCF/EBITDA	27%	41%	54%	32%	34%
CFO/EBITDA	1%	0%	1%	2%	4%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	34 122	37 237	40 217	42 445	43 982
Aktywa trwałe	26 515	29 375	30 319	31 164	31 758
Kapitał własny	17 694	19 133	21 447	23 474	25 036
Udział mniejszości	91	92	92	92	92
Dług netto	6 570	6 992	4 368	3 179	2 212
Dług netto/EBITDA (x)	2,2	1,5	0,8	0,6	0,4
Dług netto/kap. wł. (x)	0,4	0,4	0,2	0,1	0,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	9,2	5,5	5,6	2,9	1,5	1,1
Maksimum	28,2	17,8	15,6	9,3	8,2	7,5
Mediana	14,3	11,9	11,2	6,1	5,6	4,8
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	208P	+
Miedź (USD/t)	6 500	6 800	6 800	6 800	6 800	6 800	6 800	6 800	6 800	6 800	6 800
Srebro (USD/oz)	16,0	15,5	15,5	15,5	15,5	15,5	15,5	15,5	15,5	15,5	15,5
Molibden (USD/t)	22 400	21 000	21 000	21 000	21 000	21 000	21 000	21 000	21 000	21 000	21 000
Przychody	23 032	23 792	23 695	23 821	23 769	23 711	23 503	22 059	22 090	22 124	22 205
EBITDA	5 464	5 576	5 360	5 319	5 244	5 106	4 849	4 725	4 693	4 357	4 330
marża EBITDA	15,7%	15,3%	14,2%	14,2%	14,0%	13,7%	12,6%	12,9%	12,7%	11,1%	11,7%
EBIT	3 611	3 644	3 376	3 382	3 330	3 241	2 971	2 841	2 806	2 460	2 605
Podatek	992	1 010	951	951	940	922	870	844	837	771	798
CAPEX	-2 798	-2 777	-2 578	-1 668	-1 725	-1 754	-1 783	-1 811	-1 840	-1 869	-1 725
Kapitał obrotowy	1 254	7	-1	1	0	-1	-2	-13	0	0	1
FCF	2 928	1 797	1 830	2 701	2 579	2 430	2 195	2 057	2 016	1 718	1 808
PV FCF	2 770	1 574	1 479	2 001	1 750	1 520	1 266	1 093	987	775	
WACC	7,7%	7,9%	8,0%	8,3%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	15 216
Dług netto	6 992
Inne korekty	290
Wycena DCF na akcję (PLN)	90,57

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	108,03
DCF	50%	90,57
Cena wynikowa		99,30
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		105,57

Stelmet trzymaj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Stelmet w sezonie 2018/2019 odczuje wyraźny wzrost kosztów produkcji w zakresie zakupu energii elektrycznej (+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. Nie zmieniamy naszej rekomendacji trzymaj dla Grupy Stelmet oraz ceny docelowej (8,36 PLN/akcja).

Cena bieżąca

9,05 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

8,36 PLN

-7,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	8,36 PLN	2019-03-05

Podstawowe dane		STL PW	vs. WIG
Ticker	STL PW	Zmiana 1M	+0,6% +0,1%
ISIN	PLSTLMT00010	Zmiana YTD	+25,0% +20,4%
Liczba akcji (mln)	29,4	Średni obrót 1M	0,0 mln PLN
MC (mln PLN)	265,7	Średni obrót 6M	0,0 mln PLN
EV (mln PLN)	428,3	EV/EBITDA 12M fwd	7,1 +2,6%
Free float	15,0%	EV/EBITDA 5Y avg	6,9 premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	538	553	582	605	625
EBITDA	58	69	57	61	64
marża EBITDA	10,7%	12,4%	9,7%	10,0%	10,3%
EBIT	21	27	15	19	21
Zysk netto	19	10	10	14	16
P/E	13,7	27,7	26,0	19,7	17,0
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	7,8	6,4	7,6	6,7	6,0
DPS	0,00	0,00	0,08	0,21	0,32
DYield	0,0%	0,0%	0,9%	2,3%	3,6%
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

trzymaj (obniżona)

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

Ostatni kwartał okazał się być znacząco lepszy od oczekiwań rynku przez wyższą średnią cenę rozliczonego mieszkania. W całym 2018 ZN był 6% lepszy od naszych prognoz. Wysokie zyski pozwoliły na rekomendację rekordowej dywidendy DPS 4,7 PLN (DY=11,8%), co niemniej było oczekiwane przez rynek. W 2H'18 Atal znacząco rozbudował ofertę – do 4,3 tys. lokali (+77%). Od stycznia uruchomił sprzedaż kolejnych 1,2 tys. lokali. Wysoka oferta, a przede wszystkim jej odbudowa na głównych rynkach oraz jej rozwój na nowych rynkach (Poznań, Łódź, Katowice) będzie wspierać wolumen sprzedaży w najbliższych latach. W 2019 Atal planuje zakończyć budowę 2,6 tys. mieszkań. Uwzględniając, że 39% przypada na 4Q'19, zakładamy nieco niższy poziom przekazania 2,5tys. (-6% r/r) i w konsekwencji spadek ZN do 167 mln PLN. Lepszej perspektywy oczekujemy w 2020, kiedy Atal zamierza zakończyć budowę aż 3,6 tys. mieszkań, z czego 90% jest już w budowie. Uwzględniając ryzyko niższej efektywności sprzedaży i ewentualnych opóźnień zakładamy poziom przekazania 2,9 tys. Widzimy również coraz więcej przesłanek, że również 2021 będzie dla Spółki dobry. Atal ma już w budowie (z terminem na 2021) 2,2 tys. mieszkań, z tego 62% na nowych rynkach (w Poznaniu i Katowicach). Wzrost kursu akcji YTD 43% wyniósł wycenę Spółki powyżej +1 odch. std. na P/E. Naszym zdaniem obecna wycena uwzględnia atuty Spółki, tj. stabilny poziom wyników w 2019-21, wysoki bank ziemi dający potencjał do rozwoju i potencjał wypłaty wysokich dywidend. W związku z tym obniżamy naszą rekomendację do trzymaj z ceną docelową 41,03 PLN.

Cena bieżąca

39,90 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

41,03 PLN

+2,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	41,03 PLN	2019-04-02	
poprzednia	kupuj	42,86 PLN	2018-07-04	
Podstawowe dane			1AT PW	vs. WIG
Ticker	1AT PW	Zmiana 1M	+10,2%	+9,8%
ISIN	PLATAL000046	Zmiana YTD	+42,5%	+37,9%
Liczba akcji (mln)	38,7	Średni obrót 1M	0,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 544,7	Średni obrót 6M	0,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 853,5	EV/EBITDA 12M fwd	8,2	+3,8%
Free float	11,6%	EV/EBITDA 5Y avg	7,9	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	865,8	1 055,0	936,1	999,5	1 002,0
ZBNS	247,6	283,5	250,3	259,7	251,6
marża ZBNS	28,6%	26,9%	26,7%	26,0%	25,1%
EBIT	222,0	259,6	217,3	225,1	215,2
Zysk netto	171,2	200,7	167,3	173,5	165,3
P/E	9,0	7,7	9,2	8,9	9,3
P/BV	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8
EV/EBITDA	7,8	7,2	8,5	8,2	8,6
DPS	1,68	3,54	4,70	3,94	4,08
DYield	4,2%	8,9%	11,8%	9,9%	10,2%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Przychody			+2,1%	-2,0%	+15,6%
MBNS			-2,1 p.p.	-1,0 p.p.	-0,4 p.p.
EBIT			-6,2%	-6,6%	+16,4%
Zysk netto			-7,4%	-7,3%	+19,2%
Przekazane lokale			-3,8%	-5,5%	+5,6%

Rachunek wyników i bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przekazane lokale (szt.)	2 308	2 678	2 530	2 835	2 639
Przychód (tys. PLN)/lokal	375	394	370	353	380
SG&A	28	31	33	34	36
SG&A/przychody	3,3%	2,9%	3,5%	3,4%	3,6%
Marża EBIT	25,6%	24,6%	23,2%	22,5%	21,5%
Marża zysku netto	19,8%	19,0%	17,9%	17,4%	16,5%
Gotówka	266	192	215	222	215
Dług netto	214	333	310	303	310
Dług netto/kap. włas.	27%	39%	37%	35%	36%
Zapasy	1 342	1 487	1 444	1 447	1 451
Zapasy/przychody	155%	141%	154%	145%	145%
Zaliczki	365	225	285	272	258
Zaliczki/zapasy	27%	15%	20%	19%	18%
Kapitał własny	795	858	844	865	872
ROE	24,9%	25,3%	19,5%	20,6%	19,1%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Przychody	936	999	1 002	892	837	854	871	889	906	924	943
EBITDA	219	227	217	182	155	158	162	165	168	171	175
marża EBITDA	23,4%	22,7%	21,6%	20,4%	18,6%	18,6%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%
Amortyzacja	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
EBIT	217	225	215	181	154	157	160	163	167	170	173
Podatek	41	43	41	34	29	30	30	31	32	32	33
NOPLAT	176	182	174	146	125	127	130	132	135	138	140
CAPEX	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Kapitał obrotowy	38	-15	-14	9	65	-8	-8	-5	-5	-5	-5
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	214	168	160	155	190	120	122	127	130	133	135
PV FCF	202	147	130	117	132	77	73	70	67	63	
WACC	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	8,0%	8,0%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	198	38	217	171	163
Amortyzacja	1	1	1	1	1
Kapitał obrotowy	-13	-194	38	-15	-14
CF inwestycyjny	1	1	3	3	4
CAPEX	-1	-1	-1	-1	-1
CF finansowy	-121	-113	-197	-168	-174
Dywidenda	-67	-138	-182	-152	-158

Analiza porównawcza

	P/BV			P/E		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	0,67	0,63	0,62	4,5	4,6	6,5
Maksimum	1,94	1,89	1,99	9,1	8,1	10,3
Mediana	0,75	0,71	0,66	5,8	5,7	7,2
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	2 138
Dług netto	333
Inne korekty	-1
Wycena DCF na akcję (PLN)	46,65

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	22,27
DYield-porównawcza	17%	47,08
DCF	50%	46,65
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		41,03

Dom Development trzymaj (obniżona)

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

Wyniki 4Q'18 nie przyniosły większych niespodzianek. Spółka zrealizowała konsensus analityków, a marża deweloperska utrzymała się na stabilnym r/r poziomie (27,8%). W naszej opinii perspektywy wyników DOM w 2019 pozostają stabilne i niezagrożone. DOM zamierza przekazać ~3,500 lokali, a nieznaczny spadek r/r (o 130 lokali) powinny kompensować wyższe ceny rozliczanych mieszkań oraz niższe koszty alokacji nabycia spółki Eurostyl. Podtrzymujemy również pozytywny *outlook* na 2020 r., który może być rekordowy dla Spółki (solidny portfel projektów, w tym inwestycji mieszkaniowych typu *premium* z wyższą ceną, jak Marina Mokotów, który w zdecydowanej większości jest w budowie). Z pewnością obecnie priorytetem dla Dom Development będzie zabezpieczenie podaży gruntów. Obecny bank ziemi wynosi ok. 2,1 roku w relacji do sprzedaży. W 2019 Spółka zamierza zwiększyć wydatki na grunty do ~PLN 500m (vs. ~PLN 300m w '18). Historycznie DOM posiadał dobry *track record* w uruchamianiu inwestycji na nowych gruntach, stąd nie widzimy zagrożeń dla poziomu realizowanych inwestycji po 2020 r. W 1Q'19 inwestorzy słusznie dostrzegli okazję do kupna akcji przy niskich wycenach Spółki. Kurs akcji odbił o około 29%, w efekcie domykając dyskonto do naszej ceny docelowej. W związku z tym obniżamy naszą rekomendację dla Dom Development do trzymaj, nieznacznie podwyższając cenę docelową do 84,4 PLN.

Cena bieżąca	80,80 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	84,40 PLN	+4,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	84,40 PLN	2019-04-02	
poprzednia	akumuluj	84,10 PLN	2019-02-04	
Podstawowe dane		DOM PW	vs. WIG	
Ticker	DOM PW	Zmiana 1M	+9,2%	+8,7%
ISIN	PLDMDVL00012	Zmiana YTD	+28,3%	+23,7%
Liczba akcji (mln)	25,0	Średni obrót 1M	0,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 017,4	Średni obrót 6M	0,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	2 152,3	EV/EBITDA 12M fwd	7,8	-17,9%
Free float	25,2%	EV/EBITDA 5Y avg	9,5	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	1 404,7	1 653,9	1 669,1	1 873,2	1 710,0
ZBNS	385,7	455,1	439,0	483,8	427,5
marża ZBNS	27,5%	27,5%	26,3%	25,8%	25,0%
EBIT	235,4	282,0	273,2	310,8	247,6
Zysk netto	190,7	227,0	221,2	249,0	196,2
P/E	10,5	8,9	9,1	8,1	10,3
P/BV	2,0	1,9	1,9	1,9	2,0
EV/EBITDA	8,5	7,2	7,6	7,0	9,4
DPS	5,05	7,60	9,05	8,86	9,97
DYield	6,3%	9,4%	11,2%	11,0%	12,3%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
Przychody		+1,0%	-2,6%	+2,4%	
MBNS		-0,4 p.p.	-0,1 p.p.	+0,2 p.p.	
EBIT		+1,9%	-2,2%	+9,1%	
Zysk netto		+2,1%	-2,3%	+9,6%	
Przekazane lokale		-0,4%	-4,0%	+3,0%	

Rachunek wyników i bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przekazane lokale (szt.)	2 929	3 632	3 504	3 576	3 400
Przychód (tys. PLN)/lokal	480	455	476	524	503
SG&A	138	162	161	168	175
SG&A/przychody	9,9%	9,8%	9,6%	9,0%	10,3%
Marża EBIT	16,8%	17,1%	16,4%	16,6%	14,5%
Marża zysku netto	13,6%	13,7%	13,3%	13,3%	11,5%
Gotówka	331	317	350	251	240
Dług netto	64	78	135	234	395
Dług netto / kap. wias.	6%	7%	13%	22%	39%
Zapasy	1 989	2 114	2 207	2 300	2 393
Zapasy/przychody	142%	128%	132%	123%	140%
Zaliczki	568	625	662	621	598
Zaliczki/zapasy	29%	30%	30%	27%	25%
Kapitał własny	1 002	1 046	1 042	1 070	1 017
ROE	20,5%	22,7%	21,1%	23,9%	18,3%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Przychody	1 669	1 873	1 710	1 693	1 674	1 708	1 734	1 760	1 786	1 813	1 840
EBITDA	283	321	258	230	219	221	224	228	231	234	238
marża EBITDA	17,0%	17,1%	15,1%	13,6%	13,1%	13,0%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%
Amortyzacja	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
EBIT	273	311	248	219	209	211	214	217	221	224	227
Podatek	52	59	47	42	40	40	41	41	42	43	43
NOPLAT	221	252	201	178	169	171	173	176	179	181	184
CAPEX	-11	-11	-11	-11	-11	-11	-11	-11	-11	-11	-11
Kapitał obrotowy	-51	-126	-107	-38	-9	-9	-9	-9	-9	-9	-9
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	169	125	92	139	159	161	164	166	169	172	174
PV FCF	159	109	74	104	111	104	98	93	87	82	0
WACC	8,2%	8,1%	7,8%	7,8%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	198	233	180	137	105
Amortyzacja	7	10	10	10	10
Kapitał obrotowy	-9	-1	-51	-126	-107
CF inwestycyjny	-213	-43	-46	9	-11
CAPEX	-8	-11	-11	-11	-11
CF finansowy	-120	-187	-136	-225	-104
Dywidenda	-126	-190	-226	-221	-249

Analiza porównawcza

	P/BV			P/E		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	0,67	0,63	0,62	4,5	4,6	6,5
Maksimum	1,84	1,79	1,77	9,3	8,9	9,3
Mediana	0,75	0,71	0,66	5,8	5,7	7,2
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	2 481
Dług netto	78
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	96,2

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	44,00
DYield-porównawcza	17%	99,42
DCF	50%	96,25
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		84,40

Handel

AmRest

kupuj (podwyższona)

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, Europie Zachodniej 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 akcji Spółki w tym okresie. Oczekujemy kontynuacji pozytywnego trendu w wynikach w kolejnych kwartałach (dodatkowo dynamika w 2-3Q'19 będzie wspierana przez efekt bazy). Głównymi czynnikami wspierającymi wysokie tempo poprawy wyników powinny być: i) dalszy wzrost rentowności na rynkach Spółki (CEE, Rosja); ii) kontynuacja poprawy rentowności przejętych biznesów; iii) większe wykorzystanie umów master-franczyzy; iv) konsolidacja wyników KFC Francja i Sushi Shop oraz v) dalszy rozwój portalu pizzaportal.pl (zmniejszenie straty EBITDA r/r). Pod koniec marca Spółka poinformowała o rezygnacji Henrego McGovern z pełnienia funkcji CEO oraz o sprzedaży akcji przez wehikuł inwestycyjny powiązany z założycielem AmRest i Stevenem Kent Winegar na rzecz głównego akcjonariusza. Istotnym wydarzeniem dla zachowania się kursu akcji w krótkim terminie powinny być szacunkowe dane o sprzedaży wygenerowanej w 1Q'19 (publikowane pod koniec kwietnia).

Cena bieżąca	41,20 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	48,00 PLN	+16,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	48,00 PLN	2019-04-02	
poprzednia	akumuluj	46,00 PLN	2019-03-05	
Podstawowe dane			EAT PW	vs. WIG
Ticker	EAT PW	Zmiana 1M	+0,5%	+0,0%
ISIN	NL0000474351	Zmiana YTD	+3,0%	-1,6%
Liczba akcji (mln)	219,6	Średni obrót 1M	8,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	9 045,6	Średni obrót 6M	4,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	11 572,2	EV/EBITDA 12M fwd	12,1	+15,0%
Free float	31,1%	EV/EBITDA 5Y avg	10,5	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	5 270	6 657	8 554	9 990	11 314
EBITDA	606	711	880	1 093	1 342
marża EBITDA	11,5%	10,7%	10,3%	10,9%	11,9%
EBIT	275	315	385	509	696
Zysk netto	191	191	234	320	449
P/E	45,8	47,2	38,7	28,3	20,1
P/BV	6,7	5,0	4,4	3,8	3,2
EV/EBITDA	16,8	16,1	13,1	10,5	8,3
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			+1,9%	+1,2%	+2,2%
Zysk netto			-7,2%	-8,7%	-6,5%
Sprzedaż/rest.			+4,3%	+3,5%	+3,8%
marża EBITDA			-1.2p.p.	-1.2p.p.	-1.1p.p.
Liczba rest.			+9,5%	+8,1%	+7,2%

Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA (PL)	199	207	192	221	250
EBITDA (WE)	201	247	375	477	591
EBITDA (ES)	209	230	265	307	332
EBITDA (RU)	71	93	104	127	149
EBITDA (CZ)	116	151	184	210	240
Przepływy oper.	635	705	784	1 011	1 191
Amortyzacja	330	396	495	584	646
Kapitał obrotowy	74	51	63	115	104
Przepływy inw.	-980	-1 812	-937	-927	-807
CAPEX	-527	-108	-937	-927	-807
Przepływy fin.	588	1 041	40	60	0
Wpływy/spłaty pożyczek	764	1 217	40	60	0
FCF	-405	-1 162	-112	124	425
FCF/EBITDA	-67%	-163%	-13%	11%	32%
CFO/EBITDA	105%	99%	89%	93%	89%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
marża EBITDA (PL)	11,8%	9,9%	9,9%	9,9%	9,8%
marża EBITDA (WE)	10,6%	13,4%	13,4%	14,3%	15,6%
marża EBITDA (ES)	22,3%	22,1%	22,1%	21,9%	21,9%
marża EBITDA (RU)	11,0%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
marża EBITDA (CZ)	21,5%	20,5%	20,5%	19,5%	19,4%
Dług netto	1 422	2 338	2 491	2 408	2 024
Dług netto/EBITDA (x)	2,3	3,3	2,8	2,2	1,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	7,7	7,4	7,0	6,3	5,9	5,5
Maksimum	56,9	45,2	37,3	27,9	23,3	20,1
Mediana	25,1	22,6	20,1	13,2	12,0	10,9
waga	10%	20%	20%	10%	20%	20%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Sprzedaż/rest.	885	921	918	917	918	918	918	917	917	917	917
marża EBITDA	10,7%	10,3%	10,9%	11,9%	12,5%	12,7%	12,7%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%
Liczba rest.	2 121	2 525	2 919	3 252	3 536	3 777	3 981	4 176	4 360	4 536	4 536
Przychody	6 657	8 554	9 990	11 314	12 468	13 422	14 238	14 966	15 660	16 321	16 321
EBITDA	711	880	1 093	1 342	1 552	1 707	1 815	1 911	2 003	2 091	2 091
marża EBITDA	10,7%	10,3%	10,9%	11,9%	12,5%	12,7%	12,7%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%
EBIT	315	385	509	696	880	1 032	1 155	1 258	1 350	1 438	1 438
Podatek	86	118	156	214	270	317	355	387	415	442	442
CAPEX	-1 818	-937	-927	-807	-709	-625	-554	-653	-653	-653	-653
Kapitał obrotowy	32	63	115	104	87	67	54	45	40	36	36
FCF	-1 162	-112	124	425	660	832	960	916	975	1 032	1 032
PV FCF	-1 098	-99	101	320	460	536	572	504	496	484	
WACC	7,9%	7,8%	7,8%	8,0%	8,0%	8,1%	8,2%	8,3%	8,3%	8,4%	
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana wartość FCF	11 328
Dług netto	2 338
Inne korekty	43
Wycena DCF na akcję (PLN)	42,18

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	47,97
DCF	50%	42,18
Cena wynikowa		45,07
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		48,00

CCC kupuj (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, słabe wyniki za 4Q'18 zostały zdyskontowane przez rynek, a kurs akcji CCC odbił się o 12% od czasu publikacji wyników. Naszym zdaniem najważniejszym wydarzeniem cenotwórczym w najbliższym czasie będą wyniki sprzedażowe CCC za marzec 2019, w których dynamika powinna być dodatkowo wspierana przez efekt bazy. Przypominamy, że pozytywny efekt niskiej bazy w sprzedaży miesięcznej powinien się utrzymywać do października (częściowo efekt będzie ograniczony w kwietniu, lipcu oraz sierpniu). Ponad to spółka na konferencji wynikowej poinformowała o zawieszeniu oferty publicznej spółki eobuwie.pl. Zgodnie z komentarzem Zarządu, wypracowanie EBITDA'19 na poziomie celu 800 mln PLN wyznaczonego w programie motywacyjnym jest osiągalnym poziomem (nasza prognoza zakłada 783 mln PLN EBITDA). W 2019 roku CCC powinno kontynuować poprawę cyklu konwersji gotówki r/r oraz utrzymać dyscyplinę kosztową sklepów własnych CCC. Zarząd oczekuje, że biznes w Austrii oraz Vogeleg wygeneruje wynik zbliżony do zera w 2019 roku (wynik segmentu Europa Zachodnia wyniósł -72,4 mln PLN w 2018 roku). Oczekujemy, że perspektywa przyspieszenia dynamiki miesięcznych wyników sprzedażowych r/r oraz istotna poprawa EBITDA r/r będzie wspierała sentyment do walorów CCC. Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację na spółkę.

Cena bieżąca

217,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

275,00 PLN

+26,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	275,00 PLN	2019-04-02	
poprzednia	kupuj	291,00 PLN	2019-02-04	
Podstawowe dane		CCC PW	vs. WIG	
Ticker	CCC PW	Zmiana 1M	+16,7%	+16,2%
ISIN	PLCCC0000016	Zmiana YTD	+12,3%	+7,7%
Liczba akcji (mln)	41,1	Średni obrót 1M	22,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	8 924,6	Średni obrót 6M	23,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	9 864,4	EV/EBITDA 12M fwd	12,1	-22,0%
Free float	59,4%	EV/EBITDA 5Y avg	15,5	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	4 117	4 726	6 001	6 936	9 367
EBITDA adj.	499	975	1 232	1 422	1 600
marża EBITDA	12,1%	20,6%	20,5%	20,5%	17,1%
EBIT	412	373	610	745	829
Zysk netto	287	59	437	544	576
P/E	31,1	-	20,4	16,4	15,5
P/BV	8,1	7,8	6,7	4,9	3,9
EV/EBITDA	18,8	9,9	8,0	6,7	6,0
DPS	2,47	2,30	1,87	1,87	1,87
DYield	1,1%	1,1%	0,9%	0,9%	0,9%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
EBITDA		-2,4%	-5,0%	-9,4%	
Zysk netto		-1,1%	-5,7%	-8,3%	
MBNS		+1,1 p.p.	+1,7 p.p.	-0,5 p.p.	
Sprzedaż det/mkw.		-1,8%	-2,0%	-2,1%	
SG&A/mkw.		+3,4%	+1,2%	+1,1%	

Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Sprzedaż (stacjoname)	3 588	3 899	4 582	5 092	7 061
EBITDA (stacjoname)	381	438	624	718	789
Sprzedaż (eobuwie.pl)	606	979	1 419	1 845	2 306
EBITDA (eobuwie.pl)*	86,2	100,8	140,3	191,6	262,5
MBNS	51,0%	50,1%	52,6%	53,5%	54,7%
Przepływy oper.	78	996	889	1 105	1 053
Amortyzacja	93	602	622	677	771
Kapitał obrotowy	-588	244	-211	-168	-337
Przepływy inw.	-222	-621	-469	-211	-416
CAPEX	-245	-439	-209	-211	-416
Przepływy fin.	515	-515	-480	-437	-1 266
Dywidenda/buyback	101	95	77	77	77
FCF	-146	506	208	801	1 145
FCF/EBITDA	-31%	120%	27%	88%	109%
CFO/EBITDA	17%	235%	116%	121%	100%

*szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Sprzedaż det/mkw.	534	541	575	593	592	586	580	627	669	632	
SG&A/mkw.	249	248	344	347	343	336	331	343	372	373	
Powierzchnia	715	784	842	898	950	1 000	1 052	991	948	1 042	
Przychody	6 001	6 936	9 367	10 223	10 831	11 384	11 803	12 215	12 620	13 020	13 346
EBITDA	764	910	1 051	1 161	1 230	1 314	1 326	1 330	1 334	1 345	1 379
marża EBITDA	12,7%	13,1%	11,2%	11,4%	11,4%	11,5%	11,2%	10,9%	10,6%	10,3%	10,3%
EBIT	596	730	809	903	923	984	1 017	1 043	1 067	1 086	1 113
Podatek	119	146	162	172	175	187	193	198	203	206	211
CAPEX	209	211	416	218	815	246	114	118	121	238	238
Kapitał obrotowy	-211	-168	-337	-330	-169	-135	-92	-57	-50	-44	-44
FCF	208	801	1 145	1 003	1 411	837	704	714	747	880	902
PV FCF	196	694	913	736	951	518	399	371	357	386	363
WACC	8,4%	8,6%	8,6%	8,8%	8,8%	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%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Polska (sprzedaż/mkw.)	744	644	692	698	692
CEE (sprzedaż/mkw.)	538	515	547	556	552
WE (sprzedaż/mkw.)	396	477	0	0	0
eobuwie.pl (% sprzedaży)	14,7%	20,7%	23,6%	26,6%	24,6%
Środki pieniężne	512	376	432	911	282
Dług netto	406	641	813	534	563
Dług netto/EBITDA (x)	0,8	0,7	0,7	0,4	0,4

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	10,8	10,1	9,2	9,2	6,6	6,2
Maksimum	35,2	27,9	23,8	23,8	23,1	20,2
Mediana	22,8	20,3	14,0	14,0	12,0	11,0
waga	10%	20%	20%	10%	20%	20%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdyskontowana wartość FCF	12 278
Dług netto	756
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	280,16

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	236,82
DCF	50%	280,16
Cena wynikowa		258,49
Koszt kapitału 9M		6,5%
Cena docelowa za 9M		275,00

Dino redukuje (obniżona)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Kurs Dino w ciągu miesiąca wzrósł o 10% kontynuując odbicie zapoczątkowane w lutym 2019. Pozytywnie na notowania spółki wpłynęła publikacja bardzo dobrych wyników (rekordowa marża EBITDA, poprawa cyklu konwersji gotówki) oraz zapowiedź kontynuacji wysokiego tempa wzrostu oraz poprawy rentowności EBITDA w 2019 roku. Walory Dino dołączyły do indeksu WIG20, co mogło dodatkowo wspierać notowania. Pomimo obiecujących perspektyw na 2019 rok zwracamy uwagę na oczekiwane spowolnienie dynamiki Iłf w 1Q'19 do niskiej jednocyfrowej wartości. Negatywnie na dynamikę sprzedaży w 1Q'19 powinien wpływać efekt bazy (brak Świąt Wielkanocnych) oraz dalsze ograniczenie zakazu handlu w niedzielę (mniej o 6 dni roboczych r/r). Przejściowe spowolnienie w dynamice Iłf powinno dostarczyć argumentów do spadku kursu akcji Spółki z obecnych poziomów. Naszym zdaniem wycena Spółki odpowiednio dyskontuje perspektywę wzrostu biznesu. Nieznacznie podnosimy nasze prognozy EBITDA (bez MSSF 16) na kolejne lata, co w rezultacie przekłada się na 27% EBITDA CAGR 2018-21. Wskaźnik EV/EBITDA Growth wynosi 1,09/0,85 dla 2019/20 roku, co naszym zdaniem jest zbyt wysokim poziomem. Uwzględniając powyższe, obniżamy naszą rekomendację do redukuje oraz podnosimy cenę docelową do 112,7 PLN.

Cena bieżąca

126,10 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

112,70 PLN

-10,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	redukuje	112,70 PLN	2019-04-02
poprzednia	trzymaj	105,90 PLN	2019-02-04
Podstawowe dane			
Ticker	DNP PW	Zmiana 1M	+14,6% +14,2%
ISIN	PLDINPL00011	Zmiana YTD	+31,6% +27,0%
Liczba akcji (mln)	98,0	Średni obrót 1M	26,1 mln PLN
MC (mln PLN)	12 362,8	Średni obrót 6M	19,8 mln PLN
EV (mln PLN)	13 002,8	EV/EBITDA 12M fwd	17,4 +10,7%
Free float	48,9%	EV/EBITDA 5Y avg	15,7 premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	4 463	5 839	7 742	9 622	11 172
EBITDA	389	541	715	884	1 028
marża EBITDA	8,7%	9,3%	9,2%	9,2%	9,2%
EBIT	303	429	561	697	806
Zysk netto	214	308	404	520	619
P/E	57,9	40,2	30,6	23,8	20,0
P/BV	13,7	10,2	7,6	5,8	4,5
EV/EBITDA	33,0	23,9	18,2	14,5	12,0
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			+2,6%	+4,0%	+2,9%
Zysk netto			-1,9%	+0,6%	+0,2%
Liczba sklepów			+2,9%	+2,9%	+2,6%
sprzedaż/mkw/			+0,3%	+0,4%	-1,7%
marża EBITDA			+0,2 p.p.	+0,1 p.p.	+0,2 p.p.

Wyniki i przepływy operacyjne (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2020P
Liczba sklepów	775	977	1 221	1 453	1 613
Powierzchnia	295	376	474	570	638
Średnia powierzchnia skl.	381	385	388	392	396
MBNS	23,3%	24,2%	24,4%	24,4%	24,4%
Sklepów/centrum dystryb.	258	244	305	291	269
Przepływy oper.	497	634	785	1 019	1 058
Amortyzacja	86	112	154	187	222
Kapitał obrotowy	131	116	162	256	177
Przepływy inw.	-402	-634	-817	-747	-597
CAPEX	-411	-636	-817	-747	-597
Przepływy fin.	41	82	-159	-249	-237
Wpływy/spłaty pożyczek	31	174	-100	-200	-203
FCF	50	-64	-52	254	446
FCF/EBITDA	13%	-12%	-7%	29%	44%
CFO/EBITDA	128%	117%	110%	115%	103%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Liczba sklepów	1 221	1 453	1 613	1 773	1 933	2 033	2 133	2 233	2 333	2 433	2 433
Sprzedaż/mkw.	1 518	1 537	1 541	1 539	1 530	1 515	1 507	1 507	1 506	1 506	1 506
narzut SG&A	17,2%	17,2%	17,2%	17,3%	17,4%	17,4%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%
Przychody	7 742	9 622	11 172	12 439	13 661	14 614	15 415	16 305	17 210	18 131	18 131
EBITDA	705	874	1 017	1 116	1 204	1 282	1 329	1 393	1 458	1 524	1 534
marża EBITDA	9,1%	9,1%	9,1%	9,0%	8,8%	8,8%	8,6%	8,5%	8,5%	8,4%	8,5%
EBIT	561	697	806	884	957	1 023	1 063	1 125	1 187	1 250	1 250
Podatek	112	139	161	177	191	205	213	225	237	250	1 094
CAPEX	-817	-747	-597	-493	-501	-400	-338	-327	-318	-303	-303
Kapitał obrotowy	162	256	177	144	139	108	91	101	103	105	105
FCF	-52	254	446	601	660	796	879	953	1 016	1 085	1 102
PV FCF	-47	212	345	428	435	484	493	493	486	480	487
WACC	8,2%	8,3%	8,4%	8,4%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,2%	8,2%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(dni)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Cykl konw. zapasów	39,3	36,7	34,2	31,5	31,5
Cykl konw. należności	3,1	1,4	1,4	1,4	1,4
Cykl konw. zobowiązań	86,5	94,2	88,2	88,2	88,2
Cykl konw. gotówki	-44,1	-56,1	-52,6	-55,3	-55,3
Narzut SG&A	16,6%	16,9%	17,2%	17,2%	17,2%
Dług netto (mln PLN)	485	549	640	418	-9
Dług netto/EBITDA (x)	1,2	1,0	0,9	0,5	0,0

Analiza porównawcza

	PEG			P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	0,5	0,5	0,4	12,3	10,7	8,1	4,9	4,7	4,4
Maksimum	23,4	24,6	24,2	31,9	17,9	19,2	8,3	7,6	7,2
Mediana	1,0	0,9	0,8	15,3	13,4	11,8	6,1	5,6	5,1
waga	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,5%
Zdykontowana wartość FCF	7 230
Dług netto	549
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	106,99

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	104,90
DCF	50%	106,99
Cena wynikowa		105,95
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		112,70

Eurocash sprzedaj (obniżona)

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 w 2019 roku i będą się wiązały z dodatkowymi kosztami ponoszonymi przez Spółkę. Eurocash odnotował dodatnią sprzedaż porównywalną w sklepach ABC (dane dla 300 sklepów z około 8700), 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 możliwe przejściowe 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). Rewidujemy nasze prognozy dla Spółki dla 2019/20 roku z 415/458 mln PLN do 379/417 mln PLN, co oznacza płaski wynik EBITDA r/r w 2019. 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. Nasze nowe szacunki są poniżej oczekiwań rynkowych i oczekujemy rewizji konsensusu w kolejnych miesiącach.

Cena bieżąca

22,58 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

18,90 PLN

-16,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	sprzedaż	18,90 PLN	2019-04-02	
poprzednia	redukuj	17,90 PLN	2019-02-04	
Podstawowe dane			EUR PW	vs. WIG
Ticker	EUR PW	Zmiana 1M	7,5%	7,1%
ISIN	PLEURCH00011	Zmiana YTD	28,3%	23,7%
Liczba akcji (mln)	139,2	Średni obrót 1M	9,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 142,3	Średni obrót 6M	8,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 457,4	EV/EBITDA 12M fwd	8,2	-22,7%
Free float	53,0%	EV/EBITDA 5Y avg	10,6	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	20 814	22 833	23 799	24 312	24 736
EBITDA adj.	221	419	379	417	459
marża EBITDA	1,1%	1,8%	1,6%	1,7%	1,9%
EBIT	38	214	161	194	230
Zysk netto	-59	110	75	113	155
P/E	-	28,7	42,1	27,9	20,3
P/BV	3,1	3,0	3,0	2,8	2,6
EV/EBITDA	16,2	8,6	9,1	7,8	6,7
DPS	0,80	0,76	0,39	0,27	0,40
DYield	3,5%	3,4%	1,7%	1,2%	1,8%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			-8,6%	-8,8%	-6,6%
Zysk netto			-23,3%	-19,6%	-11,3%
Hurt (EBITDA)			-12,2%	-11,8%	-14,3%
Detal (EBITDA)			+5,0%	+2,3%	+20,5%
Projekty (EBITDA)			+1,8%	+4,5%	+7,2%

Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Hurt (S)	17 953	18 207	18 390	18 436	18 459
Detal (S)	5 018	5 277	5 518	5 643	5 664
Projekty (S)	680	680	680	680	680
Inne (EBITDA)	-82	-82	-82	-82	-82
Przepływy oper.	494	582	722	758	790
D&A	183	204	218	224	229
D&A (leasing)			330	334	335
Kapitał obrotowy	247	196	39	40	36
Przepływy inw.	-336	-462	-148	-148	-150
CAPEX	-307	-445	-148	-148	-150
Przepływy fin.	-117	-126	-546	-619	-626
Dywidenda/buyback	-111	-106	-55	-37	-56
FCF	-271	446	211	248	281
FCF/EBITDA	-123%	107%	56%	59%	61%
CFO/EBITDA	223%	139%	190%	182%	172%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Hurt (EBITDA)	405	429	434	434	435	435	436	436	437	437	437
Detal (EBITDA)	107	123	161	193	222	251	251	251	251	251	251
Projekty (EBITDA)	-51	-53	-54	-55	-55	-55	-55	-55	-55	-55	-55
Przychody	23 799	24 312	24 736	24 907	24 951	24 974	24 993	25 006	25 020	25 035	25 035
EBITDA	379	417	459	490	520	549	549	550	550	550	550
marża EBITDA	1,59%	1,72%	1,86%	1,97%	2,08%	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%
EBIT	143	175	211	240	269	297	298	298	317	317	317
Podatek	40	43	46	48	51	55	54	54	57	57	57
CAPEX	-148	-148	-150	-151	-153	-154	-156	-157	-159	-233	-233
Kapitał obrotowy	39	40	36	23	16	15	15	14	15	15	15
FCF	211	248	281	296	313	335	335	334	348	274	274
PV FCF	200	217	228	222	218	216	200	184	178	130	
WACC	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	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%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Cykl konwersji zapasów	26,3	23,6	23,8	23,8	23,8
Cykl konwersji należności	29,5	21,5	21,3	21,1	20,9
Cykl konwersji zobowiązań	78,4	69,8	69,8	69,8	69,8
Cykl konwersji gotówki	-22,7	-24,7	-24,7	-24,9	-25,1
Narzut SG&A	11%	12%	12%	12%	12%
Dług netto	370	382	254	63	-151
Dług netto/EBITDA (x)	1,7	0,9	0,7	0,2	-0,3

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	11,8	10,3	9,3	5,1	4,5	4,3
Maksimum	27,8	21,7	17,2	17,0	13,5	10,8
Mediana	15,2	13,3	12,1	6,1	5,5	5,4
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdykontowana wartość FCF	3 700
Dług netto	382
Inne korekty	61
Wycena DCF na akcję (PLN)	23,40

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	12,44
DCF	50%	23,40
Cena wynikowa		17,92
Koszt kapitału 9M		5,7%
Cena docelowa za 9M		18,90

Jeronimo Martins akumuluj (podwyższona)

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. W perspektywie kolejnego kwartału zwracamy uwagę, że dynamika Ifl może ulec pogorszeniu. Spółka opublikuje wyniki 26 kwietnia 2019 roku i naszym zdaniem kurs akcji spółki może być pod presją do tego terminu dyskontując potencjalnie słabe wyniki za 1Q'19. Nieznacznie korygujemy nasze szacunki oraz podnosimy cenę docelową do 14,1 EUR na akcje głównie ze względu na wzrost wartości spółek porównywalnych. Biorąc pod uwagę spadek kursu akcji JMT od wydania ostatniej miesięcznicy, podnosimy rekomendację z trzymaj do akumuluj.

Cena bieżąca

13,19 EUR

potencjał zmiany

Cena docelowa

14,10 EUR

+6,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	14,10 EUR	2019-04-02	
poprzednia	trzymaj	13,60 EUR	2019-03-05	
Podstawowe dane			JMT PL	vs. WIG
Ticker	JMT PL	Zmiana 1M	-2,5%	-3,0%
ISIN	PTJMT0AE0001	Zmiana YTD	+27,6%	+23,0%
Liczba akcji (mln)	629,3	Średni obrót 1M		9,3 mln EUR
MC (mln EUR)	8 300,4	Średni obrót 6M		9,7 mln EUR
EV (mln EUR)	8 628,2	EV/EBITDA 12M fwd	8,1	-13,9%
Free float	-	EV/EBITDA 5Y avg	9,4	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln EUR)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	16 276	17 336	18 777	20 619	21 771
EBITDA	922	960	1 042	1 125	1 187
marża EBITDA	5,7%	5,5%	5,6%	5,5%	5,5%
EBIT	577	588	641	691	738
Zysk netto	386	401	432	468	502
P/E	21,5	20,7	19,2	17,7	16,5
P/BV	4,6	4,7	4,2	3,8	3,4
EV/EBITDA	9,1	9,0	8,3	7,5	6,8
DPS	0,69	0,64	0,31	0,34	0,36
DYield	5,2%	4,8%	2,4%	2,6%	2,7%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			+0,1%	+0,1%	+0,1%
Zysk netto			-1,2%	-1,4%	-1,7%
Biedronka (s/mkw. r/r)			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
Pingo Doce (s/mkw. r/r)			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
Recheio (s/mkw. r/r)			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.

Wyniki i przepływy operacyjne (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA Biedronka	808	640	695	756	785
EBITDA Pingo Doce	187	145	142	138	139
EBITDA Recheio	50	42	42	43	44
EBITDA Pozostałe	-85	-80	-52	-27	5
CCC w dniach	-71	-67	-65	-65	-65
Przepływy oper.	909	849	1 401	1 623	1 606
Amortyzacja	345	372	402	434	449
Kapitał obrotowy			313	345	364
Przepływy inw.	292	-43	133	246	155
CAPEX	-658	-700	-727	-696	-460
Przepływy fin.	-229	-273	-670	-732	-775
Dywidenda/buyback	435	401	196	212	228
FCF	397	62	288	502	697
FCF/EBITDA	43%	6%	28%	45%	59%
CFO/EBITDA	99%	88%	134%	144%	135%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Biedronka (sklepy)	3 172	3 444	3 484	3 524	3 564	3 604	3 644	3 684	3 724	3 764	3 724
Pingo Doce (sklepy)	432	432	432	432	432	432	432	432	432	432	432
Ara (sklepy)	772	1 032	1 192	1 352	1 512	1 632	1 712	1 752	1 792	1 832	1 792
Przychody	18 777	20 619	21 771	22 463	23 114	23 734	24 301	24 814	25 313	25 820	26 272
EBITDA	1 042	1 125	1 187	1 214	1 236	1 257	1 278	1 295	1 308	1 219	1 277
marża EBITDA	5,6%	5,5%	5,5%	5,4%	5,3%	5,3%	5,3%	5,2%	5,2%	4,7%	4,9%
EBIT	641	691	738	764	786	809	835	859	881	797	821
Podatek	160	173	185	191	196	202	209	215	220	199	205
CAPEX	-727	-696	-460	-456	-452	-416	-381	-346	-346	-422	-422
Kapitał obrotowy	133	246	155	93	87	83	76	69	67	68	67
FCF	288	502	697	659	675	722	764	803	808	666	822
PV FCF	272	437	560	489	462	456	447	433	403	306	378
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%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
MBNS	21,2%	21,7%	22,0%	22,0%	22,0%
narzut SG&A	17,6%	18,2%	18,1%	18,2%	18,2%
Biedronka (s/mkw. r/r)	9,0%	1,0%	1,7%	0,3%	-1,0%
Pingo Doce (s/mkw. r/r)	0,5%	3,2%	1,2%	1,6%	1,9%
Recheio (s/mkw. r/r)	5,7%	2,8%	-0,7%	-1,7%	-1,7%
Dług netto*	-144	93	89	-107	-477
Dług netto/EBITDA (x)*	-0,2	0,1	0,1	-0,1	-0,4

*bez MSSF 16

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	-3,6	0,6	0,5	8,9	7,8	7,0
Maksimum	33,4	23,4	18,3	16,3	13,6	12,1
Mediana	0,2	0,9	1,5	12,4	11,1	10,4
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,8%
Zdyskontowana wartość FCF	10 024
Dług netto	93
Inne korekty	225
Wycena DCF na akcję (PLN)	15,42

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	11,19
DCF	50%	15,42
cena wynikowa		13,31
koszt kapitału 9M		6,2%
cena docelowa za 9M		14,10

LPP trzymaj (obniżona)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

W ostatnim miesiącu kurs akcji LPP wzrósł o 9% r/r prawdopodobnie dyskontując dobre wyniki za 1Q'19. Zgodnie ze szacunkami, strata EBIT w 1Q'19 była na poziomie zbliżonym do zeszłorocznego wyniku (-105 mln PLN w 1Q'19 vs. -118 mln PLN w 1Q'18). LPP poprawiło sprzedaż o 15,8% r/r w 1Q'19, odnotowując 11,4% wzrostu sprzedaży porównywalnej. Wysoki wzrost lfi okupiony był spadkiem marży brutto na sprzedaży o 1,4p.p. r/r do 43,7% w 1Q'19 (efekt intensywnych wyprzedaży oraz niekorzystnego oraz wyższego r/r kursu zakupu kolekcji wiosna-lato). Spółka utrzymała dobrą dyscyplinę kosztów SG&A/mkw. (+0,3% r/r) kolejny kwartał z rzędu. Biorąc pod uwagę presję na marżę brutto na sprzedaży (wyższy r/r koszt zakupu kolekcji) oraz niesprzyjający efekt bazy (wzrost sprzedaży o 20% r/r w 2Q'18), oczekujemy spowolnienia dynamiki wyników spółki w 2Q'19. Rewidujemy w dół nasz szacunek EBITDA o odpowiednio 4%/4,8% dla lat 2019/20 oraz obniżamy naszą rekomendację do trzymaj z ceną docelową 8400 PLN za akcję.

Cena bieżąca

8 405,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

8 400,00 PLN

-0,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	8 400,00 PLN	2019-04-02	
poprzednia	kupuj	9 300,00 PLN	2019-03-05	
Podstawowe dane			LPP PW	vs. WIG
Ticker	LPP PW	Zmiana 1M	+5,4%	+5,0%
ISIN	PLLPP0000011	Zmiana YTD	+7,1%	+2,5%
Liczba akcji (mln)	1,9	Średni obrót 1M	16,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	15 569,6	Średni obrót 6M	19,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	14 879,7	EV/EBITDA 12M fwd	11,6	-17,3%
Free float	69,5%	EV/EBITDA 5Y avg	14,0	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody	7 029	8 040	9 387	10 661	11 929
EBITDA	872	1 079	1 256	1 425	1 600
marża EBITDA	12,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%
EBIT	578	743	893	1 010	1 152
Zysk netto	441	543	748	851	975
P/E	35,3	28,7	20,8	18,3	16,0
P/BV	6,4	5,4	4,4	3,6	3,0
EV/EBITDA	17,5	14,1	11,8	10,1	8,7
DPS	35,71	39,96	44,38	61,16	69,53
DYield	0,4%	0,5%	0,5%	0,7%	0,8%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			-4,0%	-4,8%	-4,3%
Zysk netto			-5,8%	-6,9%	-6,2%
Sprzedaż det/mkw.			-1,1%	-1,4%	-1,4%
SG&A/mkw.			-5,3%	-5,2%	-5,1%
Powierzchnia			+0,2%	+0,3%	+0,4%

Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Sprzedaż/mkw (Polska)	595	607	607	614	619
Sprzedaż/mkw (Rosja)	591	594	600	598	597
Sprzedaż/mkw (Czechy)	666	779	784	792	795
Sprzedaż/mkw (Niemcy)	502	507	518	517	517
MBNS	52,8%	54,7%	53,9%	53,5%	53,5%
Przepływy oper.	893	975	1 912	2 156	2 412
D&A	293	335	363	415	448
Dodatkowy D&A (MSSF 16)			896	978	1 056
Kapitał obrotowy	101	-10	-95	-87	-67
Przepływy inw.	-384	-871	-592	-636	-622
Przepływy fin.	-360	33	-1 214	-1 113	-1 199
Dywidenda/buyback	66	73	81	112	128
FCF	358	123	379	494	679
FCF/EBITDA	41%	11%	30%	35%	42%
CFO/EBITDA	102%	90%	80%	81%	83%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018P	2019P	2020P	2020P
Powierzchnia (Polska)	514	535	551	567	578
Powierzchnia (Rosja)	194	219	254	287	319
Powierzchnia (Czechy)	44	48	53	59	64
Powierzchnia (Niemcy)	45	46	46	47	47
Środki pieniężne	515	652	757	1 163	1 754
Dług netto*	-316	-347	-690	-1 120	-1 725
Dług netto/EBITDA (x)*	-0,4	-0,3	-0,5	-0,8	-1,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	18,8	17,5	14,3	9,1	8,5	8,1
Maksimum	23,4	21,5	20,1	15,0	12,5	11,8
Mediana	22,8	18,3	16,4	13,4	12,4	11,0
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Sprzedaż det/mkw.	638	677	700	718	730	735	730	723	715	703	703
SG&A/mkw.	286	286	293	300	304	305	301	297	295	291	291
Powierzchnia	1 100	1 210	1 327	1 441	1 562	1 696	1 854	2 041	2 263	2 530	2 530
Przychody	8 040	9 387	10 661	11 929	13 160	14 375	15 540	16 894	18 475	20 218	20 218
EBITDA	1 079	1 256	1 425	1 600	1 772	1 918	2 085	2 277	2 469	2 638	2 638
marża EBITDA	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,5%	13,3%	13,4%	13,5%	13,4%	13,0%	13,0%
EBIT	743	893	1 010	1 152	1 303	1 437	1 583	1 744	1 892	2 004	2 004
Podatek	186	150	169	193	218	241	265	292	317	336	336
CAPEX	-749	-592	-636	-622	-562	-609	-691	-793	-918	-1 069	-1 069
Kapitał obrotowy	21	136	126	105	102	101	97	112	131	146	146
FCF	123	379	494	679	890	967	1 032	1 079	1 102	1 087	1 114
PV FCF	123	349	419	532	642	644	633	610	574	522	
WACC	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdyskontowana wartość FCF	14 456
Dług netto	-316
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	8 000

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	7 500
DCF	50%	8 000
Cena wynikowa		7 900
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		8 400

Inne PBKM trzymaj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Podtrzymujemy neutralne nastawienie do PBKM. Spółka kontynuuje konsolidację rynku banków komórek macierzystych. Po zakupie portugalskiego Stemlabu Spółka kontroluje ok. 30% europejskiego rynku, jednak chce wzmocnić swoją pozycję. Stąd, Zarząd zdecydował się na emisję nowych walorów do 20% ogólnej liczby akcji i chce wydać na akwizycję 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, przechowujący 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)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
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 Stemlab

Cena bieżąca

68,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

66,57 PLN

-2,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	66,57 PLN	2019-03-05

Podstawowe dane			BKM PW	vs. WIG
Ticker	BKM PW	Zmiana 1M	+0,9%	+0,4%
ISIN	PLPBKM000012	Zmiana YTD	+17,2%	+12,6%
Liczba akcji (mln)	5,0	Średni obrót 1M		0,3 mln PLN
MC (mln PLN)	338,0	Średni obrót 6M		0,4 mln PLN
EV (mln PLN)	388,3	EV/EBITDA 12M fwd	8,8	+37,7%
Free float	48,8%	EV/EBITDA 5Y avg	6,4	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody	147,1	151,8	190,4	201,6	206,6
EBITDA	46,0	48,4	46,8	50,5	51,7
marża EBITDA	31,3%	31,9%	24,6%	25,0%	25,0%
EBIT	41,2	42,9	40,8	44,3	45,4
Zysk netto	30,7	33,7	26,8	29,3	30,1
P/E	11,0	10,0	12,6	11,5	11,2
P/BV	4,3	3,2	2,4	2,0	1,7
EV/EBITDA	7,3	8,2	8,3	7,4	7,0
DPS	1,72	0,86	0,86	0,86	0,86
DYield	2,5%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
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%
Zdykontowana wartość FCF	314,8
Dług netto i inne korekty	-10,3
Wycena DCF na akcję (PLN)	65,39

Podsumowanie DDM

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

Wycena

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

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzieleny 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

PRZEWAGA (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

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

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

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

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

Sporządzanie nowych rekomendacji zakończyło się 2 kwietnia 2019 o godzinie 8:58.
Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 2 kwietnia 2019 o godzinie 8:58.

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, BGZ BNP Paribas, Boryszew, Santander Bank Polska, Capital Park, CD Projekt, Cognor, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Ferrum, Getin Holding, Getin Noble Bank, Groclin, i2 Development, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Oponeo.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawlplug, Rubicon Partners NFI, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Trakcja, Unibep, Uniwhheels, 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
CCC	Adidas, Asos, Boohoo.com, Caleries, Crocs, Foot Locker, Geox, Nike, Steven Madden, Tod's, Voxx 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 Shenhui, 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	równoważ	przeważaj
data wydania	2019-03-22	2018-11-30
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	48,50	41,50

Agora

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

Ailleron

rekomendacja	niedoważaj
data wydania	2019-01-31
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	11,75

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	równoważ
data wydania	2019-03-28	2018-08-23
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	51,00	51,00

Amica

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2019-04-02	2018-09-13	2018-06-06
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	143,00	112,80	121,00

AmRest

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj	redukuj
data wydania	2019-04-02	2019-03-05	2018-12-05	2018-11-05	2018-09-03	2018-04-06
cena docelowa (PLN)	48,00	46,00	46,00	41,20	42,60	426,00
kurs z dnia rekomendacji	41,20	41,40	39,60	40,00	40,60	449,50

Apator

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

Asseco BS

rekomendacja	równoważ	przeważaj
data wydania	2019-03-29	2019-02-28
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	29,50	26,60

Asseco Poland

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

Asseco SEE

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

Ata!

rekomendacja	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2019-04-02	2018-07-04	2018-06-22	2018-04-06
cena docelowa (PLN)	41,03	42,86	42,86	47,00
kurs z dnia rekomendacji	39,90	36,40	37,30	43,40

Atende

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

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	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2019-04-02	2019-02-04	2018-12-05	2018-11-05	2018-06-06	2018-05-09	2018-04-06
cena docelowa (PLN)	275,00	291,00	288,00	272,00	295,00	295,00	295,00
kurs z dnia rekomendacji	217,00	178,80	204,60	173,60	242,80	255,60	257,40

CD Projekt

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	kupuj	redukuj	sprzedaj
data wydania	2019-04-02	2019-02-04	2018-11-23	2018-10-16	2018-04-06
cena docelowa (PLN)	221,00	217,70	170,40	136,60	90,80
kurs z dnia rekomendacji	204,00	190,00	139,00	158,60	114,90

CEZ

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	redukuj
data wydania	2019-04-02	2019-02-04	2018-11-05	2018-07-04	2018-05-29	2018-05-09	2018-04-06
cena docelowa (CZK)	565,50	537,80	518,72	440,96	458,38	449,51	449,51
kurs z dnia rekomendacji	540,50	568,00	549,00	550,00	551,00	567,00	519,50

Ciech

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-04-02	2019-02-04	2018-11-05	2018-08-02	2018-07-04	2018-06-06	2018-05-09	2018-04-06
cena docelowa (PLN)	68,66	75,82	77,05	82,52	81,14	88,64	89,71	85,40
kurs z dnia rekomendacji	54,80	52,40	42,58	56,95	53,05	60,20	55,00	57,00

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

Cyfrowy Polsat

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

Dino

rekomendacja	redukuj	trzymaj	akumuluj	kupuj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2019-04-02	2019-02-04	2018-12-05	2018-11-05	2018-06-06	2018-05-09	2018-04-06
cena docelowa (PLN)	112,70	105,90	106,30	103,50	103,50	103,50	103,50
kurs z dnia rekomendacji	126,10	100,30	100,40	84,70	107,40	96,65	85,10

Dom Development

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2019-04-02	2019-02-04	2018-12-05	2018-08-02	2018-06-22
cena docelowa (PLN)	84,40	84,10	84,10	87,80	87,80
kurs z dnia rekomendacji	80,80	75,00	66,00	72,80	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	2019-04-02	2019-02-04	2018-11-29	2018-05-29	2018-04-06
cena docelowa (PLN)	12,51	13,12	15,58	12,62	11,78
kurs z dnia rekomendacji	8,76	10,73	10,50	9,57	9,10

Energa

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

Erbud

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

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	sprzedaj	redukuj	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-04-02	2019-02-04	2018-12-05	2018-10-01	2018-04-06
cena docelowa (PLN)	18,90	17,90	18,20	26,40	30,70
kurs z dnia rekomendacji	22,58	20,13	18,00	18,08	24,41

Famur

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

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

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

GTC

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

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

Jerónimo Martins

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

JSW

rekomendacja	redukuj	trzymaj	redukuj	redukuj	sprzedaż	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-03-25	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
cena docelowa (PLN)	54,80	60,68	60,68	59,14	59,14	98,00	108,69	107,00	115,23	109,12	108,14
kurs z dnia rekomendacji	62,50	59,96	68,30	71,20	72,56	77,00	79,50	77,50	86,66	79,32	86,78

JWC

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

Kernel

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2019-03-05	2018-11-05	2018-07-23	2018-05-09
cena docelowa (PLN)	62,86	60,85	59,18	53,04
kurs z dnia rekomendacji	49,20	52,10	50,50	50,80

Grupa Kęty

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	redukuj	sprzedaż	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2019-04-02	2019-01-18	2018-12-05	2018-10-29	2018-09-03	2018-08-02	2018-06-06	2018-05-09	2018-04-06
cena docelowa (PLN)	341,33	324,30	309,30	309,30	367,45	355,61	371,08	363,01	357,21
kurs z dnia rekomendacji	324,00	336,50	343,00	365,50	387,50	321,50	360,50	353,00	346,00

KGHM

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-04-02	2019-02-04	2018-12-05	2018-10-15	2018-09-03	2018-08-02	2018-06-06	2018-05-09	2018-04-04
cena docelowa (PLN)	105,57	92,41	84,56	87,99	104,21	111,08	112,92	118,98	115,43
kurs z dnia rekomendacji	109,40	94,16	92,60	85,40	90,80	96,00	96,52	92,50	88,00

Komercni Banka

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

Kruk

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-04-02	2019-02-04	2018-12-05	2018-09-17
cena docelowa (PLN)	213,65	279,32	292,77	292,77
kurs z dnia rekomendacji	152,30	167,60	177,10	187,80

Kruszwica

rekomendacja	równoważ	równoważ	niedoważaj
data wydania	2019-04-02	2018-10-16	2018-08-02
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	43,90	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
data wydania	2018-12-05	2018-06-22
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	17,40	18,80

Lotos

rekomendacja	sprzedaż	sprzedaż	sprzedaż	sprzedaż	sprzedaż	sprzedaż	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04	2018-11-15	2018-09-03	2018-08-02	2018-06-29	2018-05-09	2018-04-06
cena docelowa (PLN)	65,41	65,18	65,36	59,84	57,21	52,51	52,51	52,81	51,73
kurs z dnia rekomendacji	86,22	93,90	93,00	73,50	69,90	65,86	54,50	55,62	54,60

LPP

rekomendacja	trzymaj	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04	2018-12-05	2018-10-01	2018-06-18	2018-05-09	2018-04-06
cena docelowa (PLN)	8400,00	9300,00	9300,00	9300,00	10200,00	10200,00	9500,00	9500,00
kurs z dnia rekomendacji	8 405,00	7 990,00	8 370,00	7 730,00	8 625,00	9 025,00	9 260,00	8 900,00

Mangata

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

Millennium

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	trzymaj	redukuj	sprzedaż	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	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2019-04-02	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
cena docelowa (HUF)	3223,00	3423,00	3433,00	3280,00	3280,00	3296,00	3296,00	2995,00	2954,00	2898,00
kurs z dnia rekomendacji	3 278,00	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

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	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2019-04-02	2018-12-05	2018-06-06
cena docelowa (HUF)	13046,00	13046,00	12090,00
kurs z dnia rekomendacji	12 600,00	11 810,00	10 210,00

PA Nova

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

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	kupuj
data wydania	2019-04-02	2019-03-26	2019-02-04	2018-11-29	2018-05-29	2018-04-06
cena docelowa (PLN)	13,66	13,77	14,47	14,82	13,60	12,89
kurs z dnia rekomendacji	10,10	9,88	11,86	11,47	9,28	9,81

PGNiG

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04	2018-11-05	2018-09-03	2018-06-29	2018-05-09	2018-04-06
cena docelowa (PLN)	6,92	7,08	7,72	7,72	7,86	8,28	8,17	7,96
kurs z dnia rekomendacji	6,31	6,58	7,63	6,35	5,82	5,53	6,20	5,71

PKN Orlen

rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	redukuj	sprzedaj	sprzedaj	redukuj	redukuj	redukuj
data wydania	2019-04-02	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
cena docelowa (PLN)	79,39	81,22	83,43	81,52	81,38	81,38	76,84	76,84	76,73	76,89
kurs z dnia rekomendacji	99,94	101,50	104,70	97,80	93,50	98,24	93,06	82,50	82,30	89,52

PKO BP

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

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	akumuluj	trzymaj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04	2018-12-05	2018-11-05	2018-08-02
cena docelowa (PLN)	43,38	46,50	46,50	46,50	47,50	47,50
kurs z dnia rekomendacji	40,79	42,00	44,66	43,80	40,60	42,00

Ronson

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

Santander Bank Polska

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

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

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	kupuj	trzymaj
data wydania	2019-04-02	2019-02-04	2018-11-29	2018-09-03	2018-05-29	2018-04-06
cena docelowa (PLN)	2,89	3,12	3,06	2,77	2,76	2,73
kurs z dnia rekomendacji	2,03	2,37	2,21	2,00	2,01	2,38

TIM

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

Torpol

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

Trakcja

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

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
data wydania	2018-12-05	2018-05-28
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	72,00	73,00

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	przeważaj
data wydania	2019-03-28	2018-12-05	2018-11-08	2018-05-23
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,29	3,83	4,06	4,79

Wasko

rekomendacja	zawieszona	równoważ
data wydania	2018-12-05	2018-05-30
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,27	1,68

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

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz**Kamil Kliszcz**

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

Michał Marczak

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

Michał Konarski

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

Jakub Szkopek

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

Paweł Szpigel

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

Piotr 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

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.lemnicka@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