

czwartek, 9 maja 2019 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: maj 2019

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

W zero-jedynkowym rozstrzygnięciu związanym z negocjacjami USA-Chiny bardziej prawdopodobnym scenariuszem jest porozumienie. Odpowiedź powinniśmy poznać w najbliższych dniach.

Ze spółek

Finanse

Burzliwa końcówka kwietnia sprawiła, że sektor bankowy kolejny raz znalazł się pod presją. Kluczowe były wyniki 4Q'18 Idea Banku, gdzie odpisy spowodowały znaczący spadek pozycji kapitałowej, zaś w regionie plotka o wprowadzeniu podatku bankowego w Czechach. W maju sentyment do sektora będzie kreowany przez sytuację Idea Bank, który czeka na nowego inwestora. Ważne będą także wyniki kwartalne sektora bankowego, które z kolei w większości pozostałych instytucji powinny być dobre. Dotychczas, najlepiej oceniamy wyniki banków regionalnych.

Chemia

Dobre wyniki 1Q'19 oraz dywersyfikacja udziału Spółki w projekcie PDH może pozytywnie wpływać na sentyment do akcji Grupy Azoty. Rynek z niedosytem patrzy na stabilne r/r wyniki w 1Q'19 Grupy Ciech. Sentyment do Spółki może ulec poprawie po publikacji, gdyż oczekujemy, że Zarząd może złagodzić swoje podejście do tegorocznych wydatków inwestycyjnych.

Paliwa

Wyniki rafinerii w 1Q'19 były zgodne z oczekiwaniami, ale prawdziwe wyzwania w kontekście konsensusu mogą pojawić się dopiero w kolejnych kwartałach (wymagająca baza, pogorszenie marż w downstream, problemy z rurociągiem). Utrzymujemy negatywne nastawienie do PKN i LTS.

Energetyka

WIG-Energia bez zmian pozostaje na cenzurowanym, co dobrze ilustruje brak reakcji rynku na ostatnie pozytywne komunikaty (wyniki TPE, LWB, odbicie CDS-ów). Wydaje się, że przy takim nastawieniu będzie trudno odbudować sentyment do sektora, choć potencjalnie takim katalizatorem może być finalne rozstrzygnięcie w sprawie rekompensat za zamrożenie cen.

Telekomunikacja, media, IT

W maju'19 liczymy na wzrosty notowań CMR i ASE z/e na wysokie wyniki za 1Q'18 (estymujemy, że obie spółki zaraportują > 25% wzrostu na linii EBITDA bez wpływu konsolidacji przejęć i IFRS16). Po spadkach wyników w 2H'18, PLY powróci do wzrostu wyników, oczekujemy dalszych wzrostów (od wydania raportu z paź'18 notowania PLY wzrosły już o >45%).

Przemysł, surowce

W spółkach przemysłowych 1Q'19 będzie pod względem poprawy wyników najgorszym kwartałem od 2Q'17. Jedynie 32% spółek poprawi r/r wyniki w 1Q'19. Pozytywnych zaskoczeń oczekivalibyśmy w EGS i FMF, negatywnych w AML, IPX i PFL. W spółkach wydobywczych oczekujemy dobrego 1Q'19 KGH i słabego w JSW. Zamykamy negatywną rekomendację na JSW.

Deweloperzy

Uważamy, że perspektywy stabilnych wyników w 2019-21 i wysokich dywidend DOM i 1AT są uwzględnione w bieżących wycenach tych spółek. Jesteśmy neutralne nastawieni do DOM i 1AT.

Handel

Słabe wyniki w 1Q'19 powinny zaraportować EUR, VST oraz MON. Dla DNP 1Q'19 będzie ostatnim kwartałem z wysoką bazą porównawczą. Dobre dane zaraportował EAT w 1Q'19.

Kluczowe rekomendacje

Pozytywne: ALR, ASE, CIE, CMR, EBS, EGS, ENG, ENA, FMF, KER, KRU, PGE, PGN, PLY, POZ, TIM, TPE

Negatywne: IPX, LTS, PKN, TAR

Indeksy	Kurs bieżący	1M	YTD
WIG	57 522	-5,6%	-0%
ATX	3 089	-0,2%	+13%
BUX	41 350	-1,1%	+6%
PX	1 064	-0,0%	+10%

Indeksy sektorowe WIG		1M	YTD
WIG20	2 222	-5,8%	-2%
mWIG40	3 977	-6,1%	+2%
sWIG80	11 802	-3,0%	+12%
Banki	7 401	-4,6%	-1%
Budownictwo	2 050	-7,6%	+7%
Chemia	10 188	-11,3%	+9%
Energia	2 034	-9,9%	-16%
Górnictwo	3 394	-14,9%	-1%
Informatyka	2 275	-3,2%	+14%
Media	4 954	-2,2%	+10%
Nieruchomości	2 107	-5,1%	+10%
Odzież	6 107	-11,6%	+1%
Paliwa	6 771	-8,5%	-15%
Spożywczy	3 425	-5,4%	+1%
Telekomunikacja	693	+0,5%	+12%

Top 5 / Worst 5		1M	YTD
Tim	8,72	+32,5%	+41%
Polenergia	27,50	+15,1%	+34%
Work Service	2,26	+13,1%	+51%
AC Auto	55,00	+12,2%	+28%
Play	24,42	+10,5%	+25%
Ursus	1,09	-37,4%	-27%
Idea Bank	3,02	-37,4%	+24%
Braster	1,61	-38,3%	-20%
TXM	0,12	-40,0%	-54%
Elbudowa	16,35	-42,4%	-36%

Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
CD Projekt	akumuluj ►	237,50 PLN ▲
Ciech	kupuj ►	68,11 PLN ▼
Cognor	równoważ ▲	-
Eurocash	redukuj ▲	18,90 PLN ►
Famur	kupuj ►	6,90 PLN ▲
Grupa Azoty	kupuj ▲	45,39 PLN ▲
Handlowy	kupuj ▲	65,50 PLN ►
Jeronimo Martins	trzymaj ▼	14,30 EUR ▲
JSW	trzymaj ▲	54,80 PLN ►
Komercni Banka	kupuj ▲	1000,00 CZK ►
Mangata	równoważ ►	-
PBKM	zawieszona -	-
PGE	kupuj ►	13,38 PLN ▼
PKO BP	akumuluj ▲	40,92 PLN ►
Play	akumuluj ►	25,25 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	15
8. Kalendarium wydarzeń	16
9. Makroekonomia	18
10. Finanse	20
10.1. Alior Bank	20
10.2. Handlowy	21
10.3. ING BSK	22
10.4. Millennium	23
10.5. Pekao	24
10.6. PKO BP	25
10.7. Santander Bank Polska	26
10.8. Komercni Banka	27
10.9. Erste Bank	28
10.10. OTP Bank	29
10.11. PZU	30
10.12. Kruk	31
10.13. Skarbiec Holding	32
11. Chemia	33
11.1. Ciech	33
11.2. Grupa Azoty	34
12. Paliwa	35
12.1. Lotos	35
12.2. MOL	36
12.3. PGNiG	37
12.4. PKN Orlen	38
13. Energetyka	39
13.1. CEZ	39
13.2. Enea	40
13.3. Energa	41
13.4. PGE	42
13.5. Tauron	43
14. Telekomunikacja, media, IT	44
14.1. Netia	44
14.2. Orange Polska	45
14.3. Play	46
14.4. Agora	47
14.5. Cyfrowy Polsat	48
14.6. Wirtualna Polska	49
14.7. Asseco Poland	50
14.8. CD Projekt	51
14.9. Comarch	52
15. Przemysł, surowce	53
15.1. Famur	53
15.2. Grupa Kęty	54
15.3. JSW	55
15.4. Kernel	56
15.5. KGHM	57
15.6. Stelmet	58
16. Deweloperzy	59
16.1. Atal	59
16.2. Dom Development	60
17. Handel	61
17.1. AmRest	61
17.2. CCC	62
17.3. Dino	63
17.4. Eurocash	64
17.5. Jeronimo Martins	65
17.6. LPP	66
18. Inne	67
18.1. PBKM	67

Rynek akcji

Na głównych rynkach akcji kwiecień zakończył się zwykłą indeksów (S&P500 +3,9%, DAX +7,1%, Nikkei +5,0%, MSCI EM +2,0%), co było efektem podtrzymanych nadziei na pozytywne zakończenie rozmów handlowych USA-Chiny, dobrych wyników za 1Q spółek amerykańskich i poprawie momentum światowego makro (przy nadal utrzymującym się spowolnieniu w światowym przemyśle). Ta część naszego scenariusza zrealizowała się. Niestety po raz kolejny GPW zachowywała się relatywnie słabo, co częściowo wynikało z przeceny na rynkach wschodzących pod koniec miesiąca, ale także z czynników wewnętrznych (restrukturyzacja Idea Banku i ryzyko dla całego sektora bankowego, dalsze umorzenia w TFI, sceptyczne podejście inwestorów do zmian w OFE).

Podtrzymujemy nasz pozytywny scenariusz, zakładający, że negocjacje USA-Chiny zakończą się wypracowaniem konsensusu – ostatnie wypowiedzi Trumpa traktujemy jako część twardych negocjacji (wysokie wyceny akcji w USA nie stwarzają dodatkowej presji). Pozwoli to gospodarce światowej na przyspieszenie wzrostu PKB w 2H, a tym samym zwiększenie zakupów w ryzykowanych aktywach. Biorąc pod uwagę ultimatum postawione przez Trumpa (wprowadzenie podwyższonych stawek celnych od 10 maja) najbliższe dni powinny dać odpowiedź, w którym kierunku podążą rynki. Jeżeli nie mamy racji i nastąpi zerwanie negocjacji rynki akcji czeka co najmniej 10% przecena. Przy braku lokalnego kapitału i ryzyku dla sektora bankowego związanego z Idea Bankiem (perspektywa inwestorów zagranicznych) GPW nadal będzie zachowywać się słabiej niż indeksy bazowe (dodatkowo na koniec maja ma miejsce rebalancing MSCI EM – potencjalna podaż akcji o wartości 1,5-3 mld PLN).

Rozmowy USA-Chiny

Mijają kolejne terminy, w których umowa pomiędzy stronami miała zostać podpisana. Na przemian pojawiają się informacje, że wszystkie warunki zostały już ustalone (pojawia się nowy termin) lub że rozmowy zostały zerwane, nie prowadzą do rozstrzygnięć lub jak wczorajsza informacja przekazana przez Prezydenta Trumpa, że Chiny zerwały rozmowy. W czwartek i piątek mają miejsce kolejne negocjacje (do Waszyngtonu przyjechał wicepremier Liu He). W tej fazie stanowisko Trumpa zostało zastrzeżone (jeśli Chiny nie zgodzą się na postawione warunki, w piątek o 12:00 czasu nowojorskiego zostaną wprowadzone zapowiedziane wcześniej podwyższone stawki celne – 25% – na chińskie towary o wartości 200 mld USD). Trudno ocenić, czy: 1) jest to forma nacisku w ostatniej fazie negocjacji, 2) pokazanie przed opinią publiczną siły przed podpisaniem słabej z punktu widzenia interesów amerykańskich umowy, 3) faktyczne fiasko rozmów. Podtrzymujemy nasze dotychczasowe stanowisko, przypisujące większe prawdopodobieństwo dwóm pierwszym scenariuszom.

Dobre wyniki spółek amerykańskich, w dosyć słabym kwartale na poziomie makro

Wyniki za 1Q amerykańskich spółek pozytywnie wpływały na zachowanie S&P500, ale i na globalny sentyment do ryzykowanych aktywów. Należy podkreślić, że przy niskich oczekiwaniach aż 75% spółek zaskoczyło pozytywnie wynikami na poziomie raportowanego EPS (+1,8% wzrost EPS; największy odsetek w sektorze ochrony zdrowia i nowych technologii), przy wzroście przychodów o 4,5%. To z kolei pozwoliło na podwyższenie oczekiwań wyników na 2Q. Rozczarowaniem dla inwestorów okazał się jednak odczyt PKB za 1Q. Wprawdzie dynamika wzrostu przyspieszyła do

3,2% (2,2% poprzednio), to jednak głównym motorem wzrostu okazały się wydatki rządowe (+2,4%), przy jednoczesnym spadku dynamiki wzrostu konsumpcji (1,2% vs. 2%) i inwestycji (1,5% vs. 3,1%). Jeżeli dołożymy do tego fakt, że ISM w przemyśle za kwiecień spadł z 55,3 pkt w marcu do 52,3 pkt to można mieć obawy (konsensus w dół) o przyszłe dane w przypadku negatywnego zakończenia negocjacji z Chinami (gospodarka nie jest tak mocna jak wskazuje na to poziom na którym znajduje się S&P500).

Zmiany w OFE – neutralne dla rynku akcji

Aktywa 15,8 mln Polaków (162 mld PLN) zgromadzone w OFE zostaną przeniesione na IKE. Po złożeniu stosownych deklaracji możliwe jest przemienienie środków do ZUS (gotówka, inne aktywa na koncie w FRD). Wpłata środków z IKE możliwa będzie po osiągnięciu wieku emerytalnego – podobnie w ZUS, ale w formie miesięcznej emerytury. Znika „suwak” i transfer środków z ZUS do OFE (cała składka do ZUS). Od środków przeniesionych na IKE zostanie odprowadzona opłata w wysokości 15% wartości (7,5% w 2020, 7,5% w 2021). OFE po przekształceniu w TFI będą zarządzały IKE, będą mogły aktywnie nakłaniać klientów do lokowania oszczędności w ramach 3. filaru (zachowany limit wpłat na IKE). Pojawi się minimalny próg zaangażowania w polskie akcji (brak szczegółów jaki w pierwszej fazie projektu), obniżany co roku o 2,5%.

Najlepiej gdyby do zmian w OFE nigdy nie doszło (ze szczególnym uwzględnieniem roku 2011 i 2014). Tym niemniej miesiąc temu bazowym scenariuszem był transfer 25% aktywów OFE (40 mld PLN) do PFR, co (jak pisaliśmy w kwietniowym raporcie miesięcznym) rodziło ryzyko podaży akcji (5,7 mld PLN) jeszcze przed transferem środków, a potem konieczność dywersyfikacji portfela. W zaproponowanym rozwiązaniu następuje transfer 24 mld PLN – rozłożony na dwa lata. Biorąc pod uwagę brak suwaka i niewielkie odpływy środków (transfery emerytalne) w perspektywie najbliższych lat, fundusze nie będą miały dużej presji na upłynianie portfela.

Dodatkowo pojawia się mechanizm, który powinien ograniczać podaż polskich akcji. Odpowiednio ustawiony próg minimalnego zaangażowania w akcje (nie znamy szczegółów) powinien „skłonić” fundusze do spłacenia podatku ze środków innych niż polskie akcje. Na koniec marca OFE miały na rachunkach 10 mld PLN ulokowane w depozytach, 11 mld PLN w akcjach zagranicznych i 14 mld PLN w obligacjach. Dodatkowo do końca 2021 roku fundusze powinny pozyskać ok. 10 mld PLN z dywidend. Uważamy, że w związku z zaproponowanymi zmianami, OFE nie będą musiały sprzedawać polskich akcji. W przypadku obligacji możliwym scenariuszem jest transfer papierów komercyjnych spełniających określone przez Rząd warunki.

OFE powinno zależeć na jak najlepszej stopie zwrotu z portfela, co samo w sobie ożywi rynek akcji. Wreszcie pojawi się „marchewka” o którą można zaważyć. OFE dysponują bazą 15,8 mln klientów, których będą starały się przekonać do oszczędzania w IKE. Mamy świadomość ograniczeń wynikających chociażby z limitów IKE, ale jest to i tak zmiana in plus. Jeżeli 1% osób zdecyduje się na rozpoczęcie oszczędzania w IKE (maksymalny limit – 14,3 tys. PLN rocznie) oznacza to napływ środków na poziomie 2,25 mld PLN.

Czy ubezpieczeni przeniosą środki do ZUS? Ubezpieczeni mają wybór. Czy wchodząc w wiek emerytalny dostaną całą kwotę oszczędności od razu (wpłata z IKE) czy będzie ona płacona przez ZUS w formie miesięcznej emerytury. W obu przypadkach do osiągnięcia wieku emerytalnego

ubezpieczony nie otrzyma żadnych świadczeń. W przeciwnieństwie do 2014 roku automatycznie zostaną przeniesieni do IKE, tj. ci którzy wybiorą ZUS będą musieli wypełnić stosowne dokumenty. To skłania nas do przekonania, że chęć przenoszenia środków do ZUS będzie mała. Dla rządu również lepszym rozwiązaniem jest pozyskanie środków z podatku niż transfer aktywów.

Zmiany w OFE oceniamy w szerszej perspektywie. Według naszych szacunków uruchomienie PPK powinno zasilić rynek akcji kwotą 3,7 mld PLN w 2020 i 5,1 mld PLN w 2021 r. (partycypacja 71%, 1/3 środków lokowana w akcje, 80% z tych kwot na akcje polskie). Ministerstwo Finansów przygotowało strategię rozwoju rynku kapitałowego, która może nie jest idealna (oczekujemy zmian w wyniku rozmów środowiskowych), ale porusza istotne bolączki rynku akcji. Naszym zdaniem jej realizacja jest elementem szerszej strategii Rządu, która ma na celu skłonić Polaków do pozostania w PPK (wizerunkowo będzie to jedna z głównych reform Premiera Morawieckiego, niska partycypacja będzie dużą porażką Premiera).

Michał Marczak

tel. +48 22 438 24 01

michal.marczak@mbank.pl

Sektory

Finanse

- Uważamy, że sentyment do polskiego sektora bankowego stać będzie pod znakiem Idea Banku. Na koniec 2018 r. wskaźnik wypłacalności Tier1 banku wyniósł 1,34% czyli znacząco poniżej wymogu CRR na poziomie 6%. Bank obecnie czeka na zakończenie procesu due-diligence oraz wstępne oferty. W razie braku zadawalających ofert Idea stanie przed wyzwaniem podniesienia kapitału przez dotychczasowych akcjonariuszy, redukcji RWA lub przed procedurą przymusowej restrukturyzacji w ramach, której najbardziej prawdopodobny wydaje się bank pomostowy (państwowe banki niezainteresowane przejęciem aktywów).
- Wyniki kwartalne polskich banków nie rozpieszczają inwestorów. Dwa na trzy banki podały wyniki zgodne z oczekiwaniami (ALR i SPL), zaś trzeci poniżej (BHW). Uważamy, że oprócz Pekao pozostałe banki powinny zaprezentować solidny kwartał, który utwierdzi lub sprowadzi do podwyżek konsensusu na 2019 rok. Z drugiej strony uważamy, że wyniki Erste Banku powinny pozytywnie wpłynąć na sentyment do spółki.
- Stosunkowo dużo informacji w krótkim okresie napłynęło z Czech. Medialne doniesienia o chęci wprowadzenia podatku bankowego znalazły swoje odzwierciedlenie w spadających kursach. Stosunkowo szybkie dementi czeskiego premiera pomogło w zatrzymaniu spadków i pozwoliło na częściowe odrobienie strat, nie zmienia to jednak faktu, że widmo podatku bankowego w Czechach będzie powracało ze względu na jednego z koalicjantów rządowych (CSSD). Według FT, Rząd rozważa wprowadzenie 20% podatku od dywidend, co z kolei zmniejszyłoby atrakcyjność inwestycji w KB.
- **Kluczowe rekomendacje:** Alior Bank (kupuj), Kruk (kupuj), Erste Bank (kupuj)

Chemia

- Notowania indeksów MSCI Chemicals lekko wzrastały w kwietniu. Polskie spółki chemiczne w kwietniu oddały część wzrostów notowanych od początku roku. Przyczyną tego ostatniego było przełamanie spadkowego trendu cenowego na gazie (Grupa Azoty) oraz słabsze niż rynek zakładał perspektywy 1Q'19 (Grupa Ciech).
- Naszym zdaniem polski sektor chemiczny ma szansę wciąż zachowywać się lepiej od rynku z uwagi na oczekiwane wzrosty wyników w kolejnych kwartałach. Nasza rekomendacja dla sektora chemicznego pozostaje bez zmian – przeważaj.
- Naszym top-pickiem w sektorze pozostaje Ciech ze względu na oczekiwany wzrost wyników w kolejnych kwartałach. W 1Q'19 Grupa może pokazać małe wydatki inwestycyjne, a Zarząd może stonować swoje zapowiedzi wysokich inwestycji w całym 2019 roku.
- Po wyraźnej korekcie notowań atrakcyjniej naszym zdaniem wygląda Grupa Azoty. Oczekujemy wysokiej dynamiki poprawy wyników w 1H'19. Dodatkowo po ostatnich deklaracjach Lotos i Hyundai udział Grupy Azoty w projekcie PDH spada do 85% (dywersyfikacja ryzykownego projektu).
- **Kluczowe rekomendacje:** Ciech (kupuj), Grupa Azoty (kupuj)

Paliwa

- Deklaracja USA o nieprzedłużaniu „waiverów” dla odbiorców ropy irańskiej (wciąż Iran eksportuje około 1,3-1,5 mln boe/d) wywindowała ceny Brent powyżej 70 USD/Bbl. Sentyment na rynku surowca pozostaje bardzo pozytywny (kolejne lokalne szczyty na pozycjach

spekulacyjnych na WTI i Brent) i to pomimo rosnących zapasów ropy w USA. Inwestorzy skupiają się na perspektywie zbilansowania globalnego rynku i spadających zapasach globalnych za sprawą obniżenia produkcji w OPEC i krajach stowarzyszonych (dodatkowym problemem jest eskalacja zamieszania w Wenezueli).

- Ceny gazu w Europie dynamicznie odbiły na początku miesiąca, zarówno w kontraktach rocznych jak i miesięcznych, ale ostatni tydzień przyniósł korektę tego ruchu przede wszystkim na notowaniach spotowych. Nadal podtrzymujemy jednak nasz pozytywny scenariusz dla europejskich cen gazu, szczególnie w kontekście ostatniej zwyżki na CO₂.
- Marże rafineryjne nieco gorzej zachowują się w środowisku drożęcej ropy, szczególnie jeśli chodzi o cracki na HSFO. Na dieslu obserwujemy wzrost zapasów ARA i zwiększoną aktywność eksportową Chin i Indii, co nie nastraja pozytywnie w kontekście planowanych uruchomień nowych mocy w 2H'19. Sytuację ratuje benzyna, która wróciła na rentowności do poziomów sprzed ostatniego załamania za sprawą lepszych odczytów w USA.
- Tematem ostatniego tygodnia był spadek jakości ropy rosyjskiej w rurociągu Przyjaźń i zablokowanie importu przez kraje regionu. Wszystko wskazuje na to, że nie wpłynie to na ciągłość produkcji w rafineriach (zapasy operacyjne, obowiązkowe i alternatywne kanały dostaw), ale może mieć przełożenie na rentowność w 2Q z uwagi na widoczne pogłębienie spadków dyferencjału Ural/Brent (obecne odczyty wskazują na -0,9 USD/Bbl).
- Według danych POPIHN marże detaliczne na polskim rynku spadły w marcu poniżej poziomów ubiegłorocznych zarówno na benzynie jak i dieslu, co potwierdza naszą tezę iż mocny 1Q'19 to głównie efekt jeszcze rekordowych odczytów w styczniu związanych z wolniejszym przenoszeniem niższych cen ropy na kwotowania na stacjach benzynowych (przygotowanie bufora pod opłatę środowiskową wprowadzoną w styczniu). W kwietniu nadal obniżała się też premia ładowa na dieslu i jest już zbliżona do odczytów ubiegłorocznych.
- W przypadku petrochemii obserwujemy kontynuację negatywnych tendencji (korekta również na PTA), które niezmiennie 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 oscylują wokół 50 EUR/MWh, a kwietniowy wzrost to przede wszystkim efekt drożęjących uprawnień do emisji CO₂, które kosztują już 27 EUR/t. Certyfikaty przebiły nowe lokalne szczyty z uwagi na zapewnienia, iż ewentualny Brexit nie przyniesie wzmożonej podaży ze strony brytyjskich instalacji. Dość dziwnie w tych okolicznościach zachowują się ceny węgla i gazu. Efekt ciepłej zimy nie powinien już zniekształcać rynku paliw, a tymczasem nadal arbitraż nie działa efektywnie i modelowa marża na gazie jest wyższa niż CDS.
- W Polsce ceny energii wzrosły powyżej 270 PLN/MWh w kontrakcie rocznym, odwzorowując wyższe koszty CO₂. Modelowy CDS dla elektrowni węglowej zintegrowanej pionowo zaczął już odbijać po spadkach z 1Q, co pokrywa się z naszą tezą, iż początek roku był zainfekowany warunkami pogodowymi (wysokie temperatury obniżające popyt i rekordowa wietrzność przesuwająca merit order) oraz przeceną węgla i gazu (krańcowa elektrownia opalana jest węglem z importu).

- Nadal nierozstrzygnięta pozostaje kwestia zamrożenia cen energii i rekompensat dla sprzedawców. Ostatnie wypowiedzi ministra energii i minister cyfryzacji wskazują, że konieczna będzie istotna nowelizacja ustawy, gdyż KE nie zgadza się na taką pomoc publiczną dla klientów biznesowych. Wydaje się, że niższe ceny zostaną zapewnione tylko gospodarstwom domowym i przemysłowi energochłonnemu (osobna ustawa). Taki scenariusz znacząco obniżyłby koszty dla budżetu i uprościłby system rekompensat, a w efekcie nie byłby tak destrukcyjny dla rynku energii i ograniczyłby ryzyko dla rentowności spółek obrotu. Na razie spółki energetyczne nie obniżają cen dla klientów komercyjnych, a brak podwyżki taryfy G będą „finansować” w 1Q z rezerw zawiązanych w 4Q’18.
- Sentyment do spółek energetycznych w Europie nieznacznie się pogorszył i obserwowaliśmy realizację zysków (-2,5% m/m) po mocnym 1Q (+10%). WIG-Energia niezmiennie w dół (-5% w kwietniu) i to mimo szeregu zdawałoby się pozytywnych informacji dla sektora i poszczególnych spółek w ostatnich tygodniach: bardzo dobre wyniki LWB, darmowe uprawnienia dla PGE (elastyczne podejście ministerstwa środowiska w tym wypadku powinno przypomnieć o potencjalnych darmowych przydziałach po 2020), nowelizacja ustawy o cenach energii).
- Kluczowe rekomendacje:** Enea (kupuj), Energa (kupuj), PGE (kupuj), Tauron (kupuj)

Telekomunikacja, media, IT

- Na stronie internetowej Ministerstwa Finansów opublikowano długoterminowy plan finansowy. Ministerstwo spodziewa się przychodów ze sprzedaży częstotliwości 3,7 GHz (200 MHz z tego zakresu), 26 GHz i 800 MHz na 3,5-5 mld PLN 2020. Jeśli odliczymy ok. 1,5 mld na jeden blok 800 MHz i 26 GHz razem, implikowane przychody z oferty 3,7 GHz wynoszą ok. 0,5-0,9 mld PLN na operatora. Te liczby odpowiadają bieżącym i poprzednim aukcjom w Europie. Obecnie nasze założenie wynosi 590 mln PLN na operatora. Podkreślamy też, że brak planów oferowania pasma 700 MHz można odczytywać pozytywnie.
- Marcin Cichy, Prezes Urzędu Komunikacji Elektronicznej (UKE), ogłosił, 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 (alternatywną jest mniej przewidywalna aukcja).
- Prezydent podpisał nowelizację prawa telekomunikacyjnego, którego 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, zaś Play uważa plan za 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 wzrośnie w 2019 roku o 4,2% i sięgnie wartości 7,9 mld PLN netto. Kluczowy wpływ na rynek będą mieć pozytywne nastroje konsumenckie, które utrzymują się mimo przewidywanego spadku dynamiki wzrostu polskiej gospodarki w 2019 roku i spowolnienia tempa wydatków gospodarstw domowych. Tempo wzrostu budżetów na reklamę TV spadnie z aktualnego 4,2% do 3,1% R/R w 2019 roku. Telewizja wciąż pozostanie największym medium reklamowym w Polsce, z udziałem przekraczającym 50%. Rynek reklamy online ma wzrosnąć o 8,4% R/R. Wzrosty będą widoczne zwłaszcza w obszarze programmatic, dynamicznie rośnie też kategoria video. Reklama radiowa wzrośnie o 2,7% R/R w 2019 r, outdoor +2,1%, a reklama w kinach o 3,2%. Magazyny i dzienniki stracą zarówno w ujęciu netto – odpowiednio 4,5% i 6,8% R/R.
- W kwietniu notowania WIG Info wzrosły o 4,7% i był lepszy od szerokiego rynku (vs. +1,9% WIG). WIG Info był gorszy od MSCI IT EU o 5,1 p.p. Mediana P/E 12M fwd dla spółek IT wynosi obecnie 14,2x i jest 6,3% poniżej historycznej średniej z 3 lat.
- Zbliża się sezon wyników za 1Q’19. Mediana wzrostu wyniku EBITDA dla pokrywanych przez nas spółek powinna wynieść ok. 21% (w tym miejscu zwracamy uwagę, że częściowo to efekt IFRS16). Pięć spośród sześciu spółek odnotuje naszym zdaniem wzrost EBITDA. Jedynie ALL wykaże spadek wyników (z/w na wzrost kosztów w segmencie Fintech). Pomimo tego mamy neutralne nastawienie do sektora i zalecamy selektywne podejście do spółek IT. Największym ryzykiem dla spółek pozostaje, jak w poprzednich miesiącach, presja na wynagrodzenia pracowników. Niektóre spółki wskazują na trudności z budową przychodów, co budzi pytania o wzrosty wyników w długim okresie. Wiąże się to częściowo z ciągłym przestojem w zamówieniach IT z sektora publicznego oraz presją na ceny w sektorze prywatnym.
- Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Orange Polska (kupuj), Play (akumuluj), Agora (kupuj), Wirtualna Polska (akumuluj), Asseco SEE (przeważaj), Comarch (kupuj)

Przemysł

- Indeksy MSCI spółek przemysłowych dla Europy i dla Świata w kwietniu rosły, zamykając dyskonta do swoich 3-letnich średnich na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA.
- W spółkach przemysłowych 1Q’19 będzie pod względem poprawy wyników najgorszym kwartałem od 2Q’17. Według nas jedynie 32% spółek poprawi w 1Q’19 wyniki w ujęciu r/r. Pozytywnych zaskoczeń oczekivalibyśmy w EGS, FMF i TIM, negatywnych w AML, IPX i PFL.
- W związku z oczekiwaną dynamiką spadku wyników w 1Q’19 w ostatniej publikacji „spółki przemysłowe” (link PL: <https://tinyurl.com/y5cfjm7y>) obniżyliśmy pozycjonowanie sektora z równoważ do niedoważaj.
- Obecnie najbardziej przekonani jesteśmy do inwestycji w akcje Famur (perspektywa poprawy wyników r/r w kolejnych kwartałach; udany 1Q’19) i Kernel (dynamiczna poprawa wyników w 2019 roku; możliwa sprzedaż udziałów w porcie w Tamarie).
- Z mniejszych spółek naszymi faworytami pozostają Ergis, Pozbud i TIM. Negatywnie podchodzimy do inwestycji w akcje spółki Impexmetal (spadek wyników w 2019 roku, brak dywidendy, słabe FCF) oraz Tarczyński (inflacja kosztów osobowych, wyraźny wzrost cen mięsa w III i IV 2019).

- W niniejszej publikacji aktualizujemy prognozy wyników dla spółek Cognor (nowa prognoza EBITDA 115 mln PLN, -20% vs. poprzednie szacunki; zysk netto 39 mln PLN, 38% vs. poprzednio) oraz Mangata (nowa prognoza EBITDA 98,6 mln PLN, +7% vs. poprzednio; zysk netto 49,7 mln PLN, +11% vs. poprzednio). Po spadku notowań Cognor podnosimy pozycjonowanie z niedoważaj do równoważ.
- Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Impexmetal (niedoważaj), Ergis (przeważaj), Famur (kupuj), Kernel (kupuj), Pozbud (przeważaj), Tarczyński (niedoważaj), TIM (przeważaj)

Wydobycie

- Nasze ostrożne podejście do metali na początku ubiegłego miesiąca opłaciło się. W końcówce kwietnia spółki wydobywcze znalazły się pod presją korekty na cenach metali, złota i srebra. Coraz więcej pojawia się spekulacji, że bieżące ceny rudy żelaza są nie do utrzymania, tym bardziej, że Vale uruchomiło ponownie swoją kopalnię w Brazylii (zamknięta w II'19 w efekcie katastrofy tamy).
- Bieżący sezon wyników w spółkach wydobywczych raczej rozczarowuje. Słabe dane produkcyjne za ten okres podały BHP, Glencore i Rio Tinto. Wynikami rozczarował też FreePort McMoRan – wzrost kosztów produkcji.
- W przypadku KGHM naszym zdaniem rynek już zdyskontował informacje o możliwych zmianach w formule podatku od wydobywania. Naszym zdaniem w najbliższym czasie Zarząd może podjąć decyzję o wypłacie dodatkowej nagrody dla pracowników. Szansą dla spółki mogą być wyniki 1Q'19. Oczekujemy ich wzrostu r/r, co pozytywnie będzie się wyróżniać na tle innych firm wydobywczych w tym okresie.
- W kontekście rynku stali warto naszym zdaniem zwrócić uwagę na odbicie wskaźników wyprzedzających PMI dla przemysłu stalowego w Chinach. PMI w maju wzrósł o 7,2 pkt do 52,1 pkt, z kolei subindex nowych zamówień wzrósł o 5,4 pkt m/m do 51,7 pkt. Dane sugerują spadek zapasów i lekkie odbicie popytu, co pozwala na zwiększenie produkcji. Z drugiej strony uczestnicy rynku cały czas wskazują na wysokie ceny rudy żelaza i węgla koksowego, których nie można przenieść na klientów końcowych ze względu na słabszą koniunkturę.
- Ceny wysokogatunkowych węgla koksujących wahają się wokół 200 USD/t. Producenci koksu w Chinach w IV podjęli próbę podniesienia cen koksu na rynku, ale te nie zostały entuzjastycznie przyjęte przez rynek (praktycznie mizerny efekt podwyżek). Warto zwrócić uwagę, że ceny koksu w Europie w IV'19 spadły o 13% m/m, a ArcelorMittal zdecydował o wyłączeniu 3 mln ton produkcji stali, również wielkiego pieca w Krakowie.
- W przypadku JSW naszym zdaniem rynek zdyskontował słabe oczekiwane wyniki 1Q'19, spadek wolumenów produkcji w 1H'19 oraz oczekiwany wzrost kosztów wydobywania. Ryzykiem nadal pozostają potencjalne zmiany w składzie Zarządu spółki (kadencja mija w VI'19). Przy tym poziomie cenowym nasze negatywne argumenty wyczerpują się, dlatego też podnosimy naszą rekomendację z redukuj do trzymaj.

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

vs.	2016			2017			2018			1Q	+/=
konsensus	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q		
in minus	15	12	19	14	11	18	18	10	12	15	25
brak zaskoczeń	16	26	19	24	25	29	23	35	19	24	22
in plus	27	22	22	21	25	16	24	21	35	27	19
liczba spółek	58	60	60	59	61	63	65	66	66	66	66
in minus	26%	20%	32%	24%	18%	29%	28%	15%	18%	23%	38%
in plus	47%	37%	37%	36%	41%	25%	37%	32%	53%	41%	29%

* [+/=] – 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

Deweloperzy

- Indeks WIG-Nieruchomości zanotował spadek w kwietniu o 3%, podobnie jak rynek. Wyceny liderów mieszkaniowych (DOM i 1AT) pozostawały stabilne, czemu sprzyjały oczekiwania dywidendowe (DY=11-12%).
- 1Q'19 przyniósł stabilizację wolumenów sprzedaży względem ubiegłego kwartału, -0,6% q/q na 6 głównych rynkach (Reas) i -1,4% wśród 14 deweloperów mieszkaniowych notowanych na GPW i Catalyst. Jednocześnie wynik ten oznacza sprzedaż niższą r/r o odpowiednio 10% (efekt wysokiej bazy i osłabienia sprzedaży w efekcie wzrostu cen) i o 20% r/r dla deweloperów GPW. Warto podkreślić, że dobrze radzą sobie rynki mieszkaniowe w Poznaniu i Łodzi notując kolejne rekordy wolumenów sprzedaży mieszkań.
- W 1Q poziom oferty utrzymał się na stabilnym (+0,6% q/q) i wysokim poziomie (51 tys. mieszkań). Jednocześnie oferta była wyższa o 14,3% względem relatywnie niskiej oferty w 1Q'18. Efektywność sprzedaży spadła do 32% (-6 p.p. r/r i 3 p.p. q/q), wciąż utrzymując się na stosunkowo wysokim poziomie. Podobnie jak w ubiegłych kwartałach efektywność sprzedaży wśród deweloperów notowanych była niższa niż w 6 głównych miastach (-9p.p.).
- Ceny mieszkań nie zmieniły się natomiast istotnie względem ubiegłego kwartału (transakcyjne: -0,7% q/q ofertowe: +1,6% q/q), ale utrzymują się na wysokim poziomie. Rok do roku ceny są wyższe o około 9-11%.
- Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Dom Development (trzymaj), Atal (trzymaj).

Handel

- Efekt wysokiej bazy może wywierać presję na dynamikę wyników prezentowaną przez spółki z sektora odzieżowo-obuwicznego. (widoczny istotny wpływ na CCC)
- AmRest** w 1Q'19 utrzymał wysokie tempo poprawy wyniku EBITDA (+25% r/r). W kolejnych kwartałach dynamika wyników r/r powinna być wspierana przez efekt bazy. Biorąc pod uwagę bardzo dobre perspektywy AmRest w średnim terminie, wykorzystywalibyśmy chwilową korektę do kupowania akcji Spółki.
- Kurs **CCC** zareagował negatywnie po publikacji wstępnych wyników za 1Q'19 oraz wyników sprzedażowych w kwietniu 2019. Dobre perspektywy do poprawy sprzedaży w okresie maj-czerwiec oraz potencjał do istotnej poprawy wyniku EBITDA r/r, powinny wspierać 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 (kupuj), CCC (kupuj), Eurocash (redukuj), Dino (redukuj), VRG (przeważaj)

vs.	2016			2017			2018			1Q	+/=
r/r	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q		
in minus	25	24	21	23	22	19	23	27	17	20	23
brak zaskoczeń	7	5	6	5	9	13	2	9	11	12	8
in plus	31	35	37	37	35	34	41	30	38	34	35
liczba spółek	63	64	64	65	66	66	66	66	66	66	66
in minus	40%	38%	33%	35%	33%	29%	35%	41%	26%	30%	35%
in plus	49%	55%	58%	57%	53%	52%	62%	45%	58%	52%	53%

Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu

Sektor		Rynek polski	Rynek amerykański	Rynek niemiecki
Banki	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	PKO, MIL, OTP	BAC US, JPM US	PBB GY, WUW GY
	Spółki na minus	PEO		
	Kluczowe katalizatory:	Problemy kapitałowe Idea Banku	Rentowności w górę z bieżących poziomów	Rozwiązania osłonowe dla banków w planach ECB
Chemia	SENTYMENT	POZYTYWNY		NEUTRALNY
	Spółki na plus	ATT, CIE		EVK GY
	Spółki na minus			1COV GY, LXS GY
	Kluczowe katalizatory:	Poprawa wyników		Odbicie w Chinach
Deweloperzy	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	
	Spółki na plus			
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:	Realizacja dywidend, stabilizacja wolumenów, presja na marże (podejście selektywne)		
Energetyka	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	PGE, ENA, TPE		RWE GY
	Spółki na minus			UN01 GY
	Kluczowe katalizatory:	Finalna wersja rozporządzenia		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, SAE GY
	Spółki na minus	EUR		ZO1 GY
	Kluczowe katalizatory:	Poprawa wyników	Nastroje konsumenckie, wzrost płac	Mocny konsument, dobre wyniki
Paliwa	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEUTRALNY	
	Spółki na plus	PGNiG	MPC US	
	Spółki na minus	LTS, PKN		
	Kluczowe katalizatory:	Dalszy spadek marż downstream, koszty zatrzymania "Przyjaźni", odbicie cen gazu		
Przemysł	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	EGS, FMF, KER, POZ, TIM		SIE GY, AIR FP, MTU GY, VAR1 GY
	Spółki na minus	COG, IPX, TAR		DUE GY, JUN3GR
	Kluczowe katalizatory:	Słabe wyniki 1Q'19		Niskie IFO, preferujemy liderów
Przemysł wydobywczy	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus			
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:	Rosnące koszty wydobycia	Korekta cen metali	
Segment automotive	SENTYMENT	NEGATYWNY	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus		APT V US; GM US	DAI GY, CON GY, VW GY, UG FP, BMW GY
	Spółki na minus	BRS, AML		ZIL2GY
	Kluczowe katalizatory:	Słabe wyniki 1Q'19	Silny konsument, niskie wyceny	Powrót do spółek niskowycenianych
Technologie, Media	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	ASE, CMR, AGO, WPL, CDR	DISCA US; LRCX US	COK GY, WDI GY, IFX GY, 01BC GY
	Spółki na minus		NFLX US	NEM GY
	Kluczowe katalizatory:			Dobre wyniki, dobre perspektywy
Telekomy	SENTYMENT	NEUTRALNY	POZYTYWNY	NEGATYWNY
	Spółki na plus	OPL, PLY		DTE GY, DRI GY
	Spółki na minus			TC1 GY
	Kluczowe katalizatory:		Technologia w "rozsądnych" cenach	Sektor defensywny, rozczarowujące wyniki

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

vs.	2016	2017	2018		
konsensus	2Q 3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q	+/=
Finanse					
Alior Bank	+ + +	- + +	= + =	=	92%
Handlowy	+ - =	- + +	+ + =	-	58%
ING BSK	+ + -	+ = =	= - =	+	83%
Millennium	+ = +	+ = +	+ + =	+	100%
Pekao	+ + +	+ = +	= + +	+	100%
PKO BP	+ + -	+ + +	+ = =	=	91%
Santander BP	+ = +	= + =	= + =	=	92%
Komercni	+ + =	+ + +	+ + +	=	100%
Erste Bank	= - =	= + =	+ + +	+	92%
OTP Bank	+ + -	+ + +	+ + +	=	91%
PZU	- = +	+ = +	+ + =	=	91%
Kruk	- + -	+ + =	+ + +	+	67%
Skarbiec	+ = -	= + +	+ = +	=	82%
Chemia					
Ciech	+ = +	= = =	+ = =	=	91%
Grupa Azoty	- = -	+ - =	= - =	+	45%
Paliwa					
Lotos	= + =	+ + +	= - +	=	83%
MOL	= = -	+ + -	= = +	+	83%
PGNiG	- - +	+ - =	= - +	=	42%
PKN Orlen	- = +	= = =	= = =	+	75%
Energetyka					
CEZ	- = +	= = =	+ = +	=	82%
Enea	+ + +	= + =	= - =	=	91%
Energia	- = =	= = =	= = -	=	64%
PGE	= + -	= = =	= = -	=	75%
Tauron	+ = +	+ + =	= + +	+	100%
TMT					
Netia	+ = +	= + +	= = =	=	100%
Orange PL	= = =	= + =	= + +	+	100%
Play	bd bd bd	bd bd =	= + =	=	100%
Agora	= = +	= + =	= + +	=	100%
Cyfrowy	= + +	= = =	= + =	=	100%
Wirtualna	= - -	+ = =	= = =	=	82%
Aileron	bd bd bd	bd bd -	+ = -	=	50%
Asseco BS	+ = =	= = +	= + +	=	100%
Asseco PL	+ + -	= = -	+ + +	+	73%
Asseco SEE	= = +	= + -	= = +	=	91%
Atende	bd bd bd	bd bd bd	+ = +	=	60%
Comarch	+ = +	+ - +	+ + +	+	73%
CD Projekt	+ + +	+ + -	= = -	=	73%
Przemysł					
Alumetal	+ - =	- = +	= + =	=	73%
Amica	= = -	= = -	+ = +	+	73%
Apator	+ - =	= = -	= + +	+	73%
Boryszew	+ + -	+ + +	= - =	=	45%
Cognor	bd bd bd	bd bd bd	+ + =	-	60%
Ergis	- + =	+ = -	= - -	=	36%
Famur	+ = +	bd -	+ + +	+	90%
Forta	+ = =	= = -	= + =	=	64%
Grupa Kęty	+ = =	= = =	= + =	=	91%
Impexmetal	+ + -	= - +	+ + +	=	55%
JSW	= - -	+ + -	= + =	=	55%
Kernel	- + -	= - -	+ = +	+	45%
KGHM	- + +	+ = +	= + +	=	73%
Kruszwica	- + +	= = =	+ + +	+	64%
Mangata	+ - +	= - -	+ + +	+	58%
Pfleiderer	= + -	= - =	+ + -	=	45%
Pozbud	bd bd bd	bd bd bd	+ + =	=	80%
Stelmet	bd - =	= - -	+ + +	=	60%
Tarczyński	- - +	= + +	+ + =	+	82%
Deweloperzy					
Atal	bd + =	+ + -	= + =	+	80%
Dom Dev.	= = =	= + +	= + =	=	100%
Handel					
AmRest	= = +	- + +	= - =	+	73%
CCC	+ + =	= + -	= - -	=	33%
Dino	bd bd bd	bd + =	+ = =	=	100%
Eurocash	= - -	= = -	= - -	=	27%
Jeronimo	= = =	= = =	= = =	=	100%
LPP	= = =	= + =	= - +	+	92%
Monnari	= - -	= + =	= + =	=	45%
VRG	= - =	= - =	= - =	=	45%

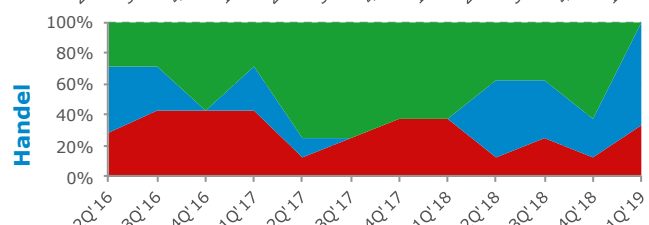
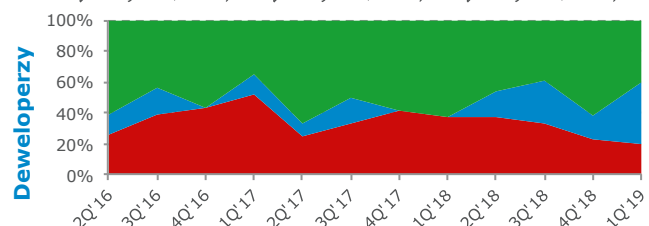
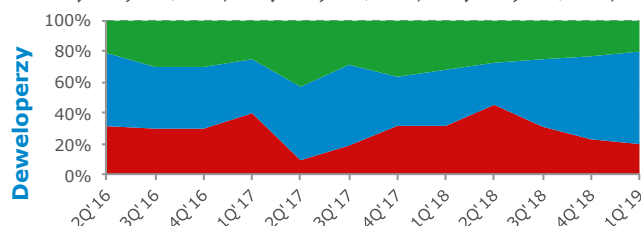
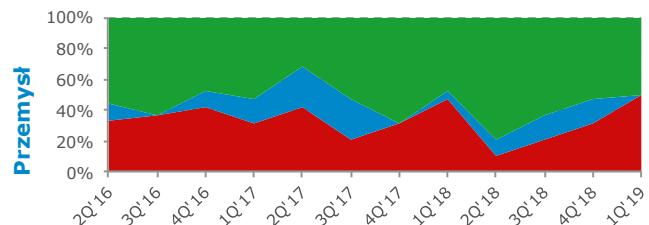
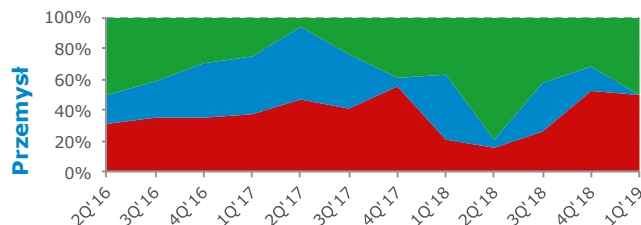
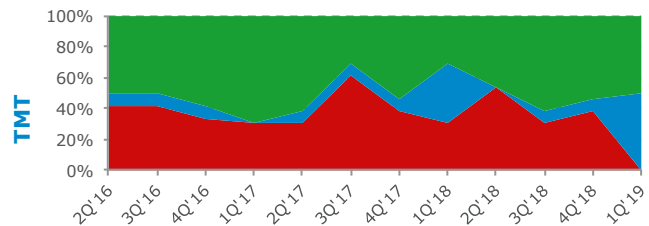
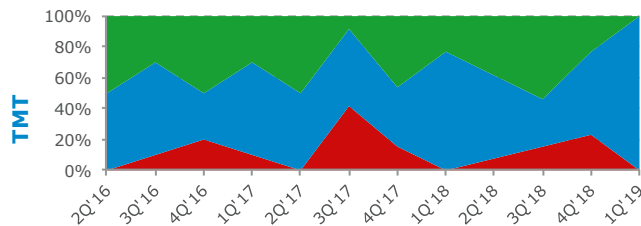
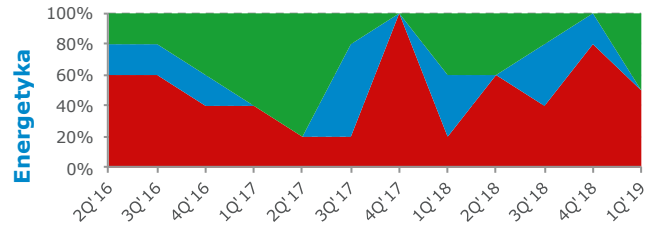
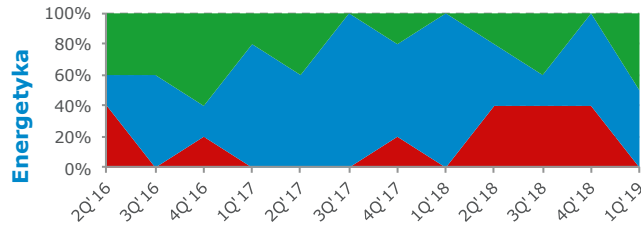
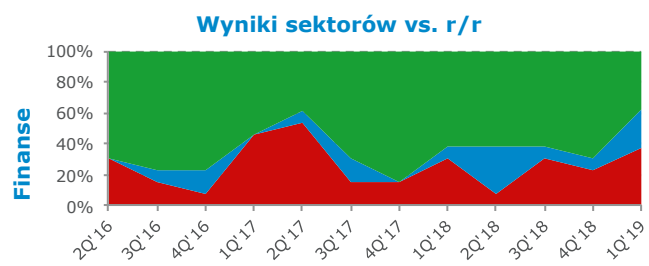
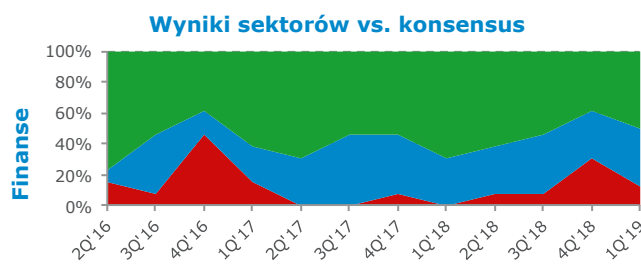
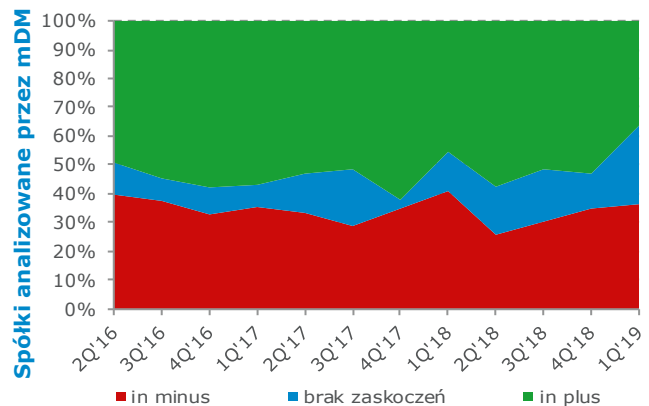
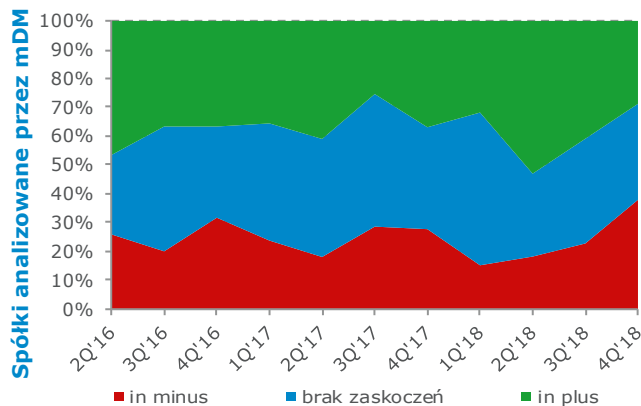
vs.	2016	2017	2018		
r/r	2Q 3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q	+/=
Finanse					
Alior Bank	- = +	- + +	+ + -	-	58%
Handlowy	+ + +	- - +	+ + -	-	58%
ING BSK	+ + +	+ - +	+ = =	=	92%
Millennium	+ + +	+ - +	+ + +	=	92%
Pekao	+ - +	- = +	+ = +	-	64%
PKO BP	+ - +	- = +	+ + +	+	82%
Santander BP	+ + +	- - +	= = +	-	67%
Komercni	+ + +	+ - +	- + +	+	75%
Erste Bank	+ + -	- - +	+ + +	+	75%
OTP Bank	+ + =	+ + +	+ + +	+	100%
PZU	- + +	+ + +	- + +	=	82%
Kruk	- + +	+ + =	- = +	+	75%
Skarbiec	- + =	+ + -	- - -	=	45%
Chemia					
Ciech	+ + +	+ - -	- = -	=	55%
Grupa Azoty	- - -	- + +	- - -	=	27%
Paliwa					
Lotos	- + +	+ + +	- - +	+	75%
MOL	- - -	+ + -	- - +	-	42%
PGNiG	- - +	+ = =	- + +	-	58%
PKN Orlen	- - +	+ + +	- - +	=	50%
Energetyka					
CEZ	- - -	- - -	- - +	=	18%
Enea	+ + +	+ + =	= - =	=	73%
Energia	= = =	- + +	+ + -	=	64%
PGE	- - -	+ + =	+ + =	-	50%
Tauron	- - +	+ + =	- - -	+	50%
TMT					
Netia	= - =	- - -	= - -	=	27%
Orange PL	- - -	- = -	= - +	=	50%
Play	bd bd bd	+ + +	- - -	+	50%
Agora	- - -	+ + =	- - +	+	55%
Cyfrowy	- + +	+ + =	= - =	=	64%
Wirtualna	+ + +	+ + +	+ + +	+	100%
Aileron	- + +	+ + -	+ + -	=	64%
Asseco BS	+ + +	+ + +	+ + +	+	100%
Asseco PL	+ - -	- - -	+ + +	+	45%
Asseco SEE	+ = +	+ + +	+ + +	+	100%
Atende	+ - -	+ - -	+ + -	=	36%
Comarch	+ + +	- - -	= + +	+	64%
CD Projekt	- + +	+ + -	- - -	=	36%
Przemysł					
Alumetal	+ - -	- - -	+ + +	-	45%
Amica	+ + =	- = -	- + +	+	64%
Apator	+ - +	+ - +	- + =	+	64%
Boryszew	+ + -	+ + +	- - -	=	55%
Cognor	+ + +	+ = +	+ + +	-	83%
Ergis	- + +	+ = =	- = -	=	55%
Famur	+ + +	+ = +	+ + +	+	100%
Forta	+ + +	+ - -	- - +	+	45%
Grupa Kęty	+ + +	+ + +	+ + +	+	100%
Impexmetal	+ + -	+ + =	+ + =	+	91%
JSW	- - +	+ + +	+ = =	=	64%
Kernel	- + -	- - -	- + +	+	36%
KGHM	- + +	+ = +	+ + -	=	64%
Kruszwica	= - +	= = =	+ + +	+	91%
Mangata	+ + -	= - =	+ + +	=	83%
Pfleiderer	= + =	+ - +	+ - -	=	73%
Pozbud	- - -	- - =	+ + +	+	45%
Stelmet	bd - -	- - +	= + +	=	60%
Tarczyński	- - -	= + +	+ + +	+	73%
Deweloperzy					
Atal	+ + -	+ + =	+ + =	=	82%
Dom Dev.	+ + +	- + +	+ + -	+	83%
Handel					
AmRest	+ + +	= + +	+ = +	+	91%
CCC	+ = +	+ + +	- - -	-	50%
Dino	bd bd bd	bd + +	+ + +	+	100%
Eurocash	= - -	= - -	+ = +	=	55%
Jeronimo	= + +	= + +	= = =	=	100%
LPP	- - -	+ + +	- + +	=	67%
Monnari	- - -	- - -	+ - =	=	27%
VRG	= = +	- + +	+ = +	+	91%

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

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

Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, Dom Maklerski mBanku

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



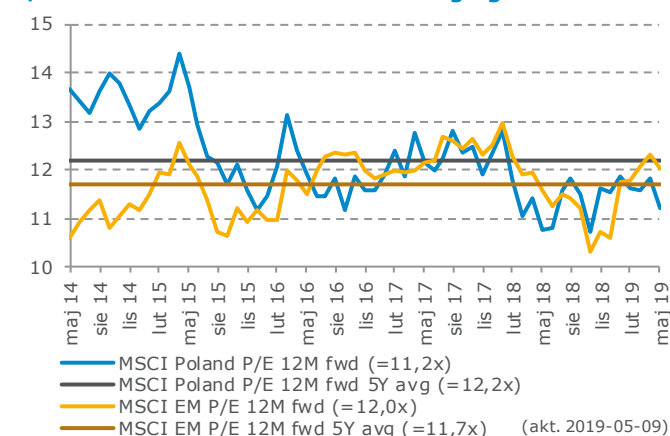
Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, Dom Maklerski mBanku; Dane za 1Q'19 uwzględniają spółki, które zaraportowały wyniki

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

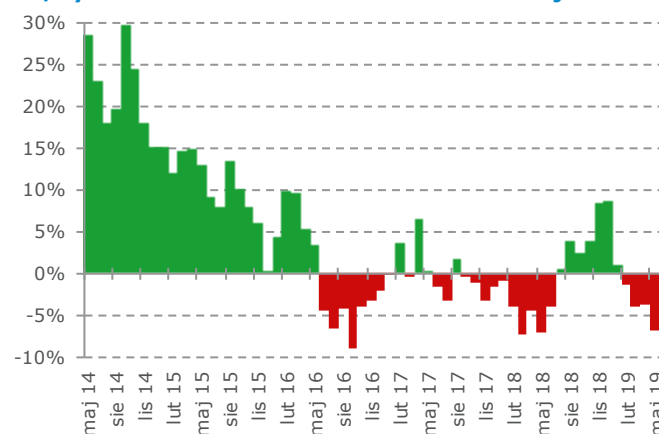
kwi 18=0	WIG30		Finanse		Paliwa		Energetyka		Handel		TMT		Chemia		Surowce	
	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM
maj 18	+0%	+1%	-1%	+0%	+1%	+0%	+6%	+16%	+1%	+0%	-3%	+0%	-6%	-31%	-3%	-2%
cze 18	+0%	+2%	-1%	+0%	+1%	+9%	+5%	+16%	-2%	+2%	+2%	-10%	-6%	-31%	-4%	-3%
lip 18	+0%	+2%	-1%	+0%	+0%	+9%	+16%	+16%	-3%	+2%	+6%	-10%	-21%	-37%	-4%	-3%
sie 18	-1%	+1%	-1%	+0%	-2%	+7%	+6%	+16%	-3%	+2%	+2%	-11%	-17%	-41%	-10%	-7%
wrz 18	-1%	+1%	-1%	-0%	+2%	+7%	+6%	+16%	-3%	+1%	-2%	-10%	-18%	-41%	-15%	-7%
paź 18	-3%	-7%	-3%	-5%	+2%	+5%	+3%	+16%	-3%	-5%	-10%	-23%	-33%	-62%	-10%	-44%
lis 18	-3%	-8%	-3%	-6%	+5%	+5%	-0%	+16%	-6%	-5%	-12%	-42%	-42%	-68%	-12%	-36%
gru 18	-5%	-8%	-4%	-6%	+2%	+5%	-2%	+16%	-6%	-5%	-14%	-42%	-42%	-68%	-17%	-36%
sty 19	-5%	-9%	-5%	-6%	+4%	+6%	-2%	+10%	-11%	-6%	-14%	-41%	-52%	-68%	-18%	-37%
lut 19	-6%	-10%	-5%	-6%	+3%	+1%	-4%	+10%	-12%	-6%	-21%	-41%	-27%	-46%	-18%	-37%
mar 19	-6%	-10%	-5%	-6%	+0%	-3%	-2%	+3%	-12%	-12%	-21%	-39%	-22%	-46%	-12%	-27%
kwi 19	-8%	-10%	-5%	-6%	-8%	-3%	-4%	+1%	-11%	-12%	-21%	-39%	-29%	-11%	-14%	-27%

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

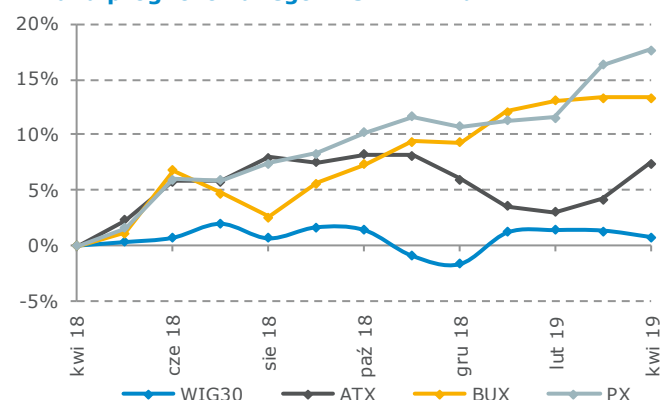


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku



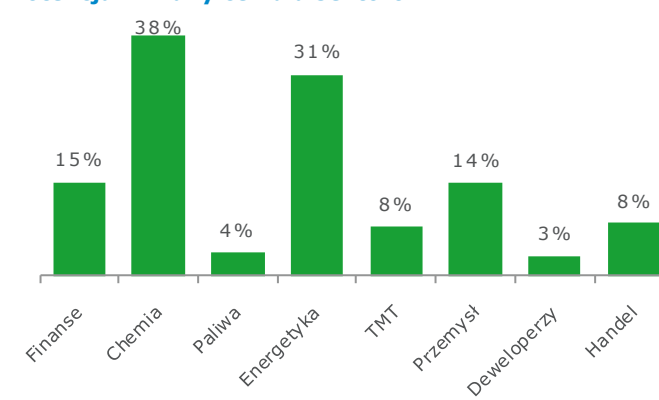
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Zmiana prognozowanego EPS 12M fwd



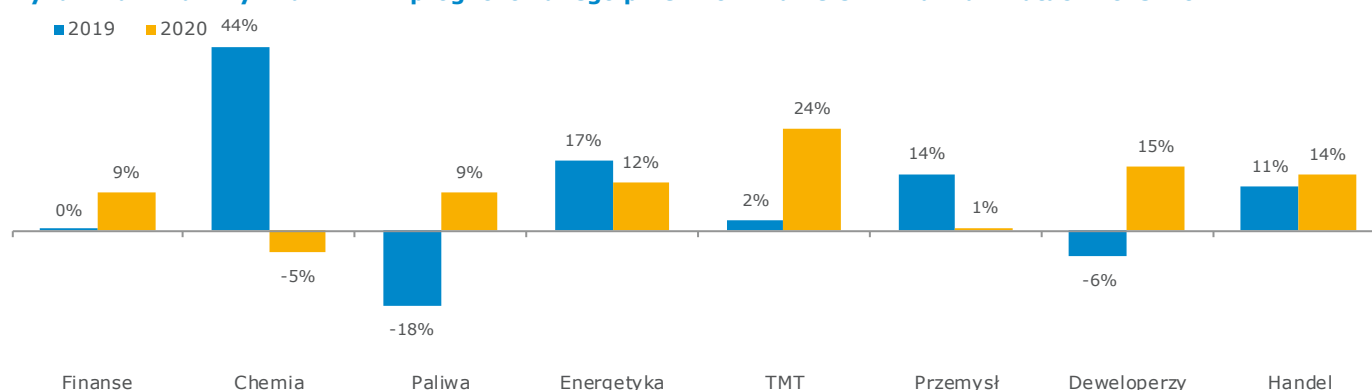
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

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	13	1	1	72,15	+20,6%	+19%	+17%	+15%				10
Handlowy	kupuj	65,50	0	9	2	68,57	-4,5%	+13%	+2%	+3%				8
ING BSK	trzymaj	191,80	3	5	4	195,23	-1,8%	-1%	+2%	+3%				8
Millennium	akumuluj	10,00	5	6	2	10,34	-3,3%	-7%	+3%	+0%				10
Pekao	kupuj	131,80	15	3	0	133,40	-1,2%	+7%	+6%	+5%				15
PKO BP	akumuluj	40,92	8	9	2	42,32	-3,3%	+0%	-1%	-4%				14
Santander Bank Polska	trzymaj	388,00	8	7	0	416,70	-6,9%	+2%	+6%	+5%				9
Komercni Banka	kupuj	1 000,0	10	7	0	1 020,6	-2,0%	+4%	+6%	-				8
Erste Bank	kupuj	43,72	20	5	0	40,46	+8,1%	-3%	+1%	-				19
OTP Bank	trzymaj	13 046	8	5	3	13 334	-2,2%	-2%	-4%	-				8
PZU	akumuluj	43,38	7	4	1	46,23	-6,2%	+2%	+1%	+2%				9
Kruk	kupuj	213,65	5	1	2	198,31	+7,7%	-4%	-5%	-3%				5
Chemia														
Ciech	kupuj	68,11	11	1	0	65,60	+3,8%	-3%	-3%	+3%	+0%	+0%	+1%	10/10
Grupa Azoty	kupuj	45,39	5	3	1	48,02	-5,5%	+17%	-18%	-28%	+6%	-7%	-7%	4/4
Paliwa														
Lotos	sprzedaj	65,41	8	4	3	91,19	-28,3%	-23%	-38%	-33%	-11%	-22%	-18%	12/12
MOL	trzymaj	3 223,0	10	3	0	3 606,4	-10,6%	-41%	-27%	-17%	-14%	-8%	-3%	12/11
PGNiG	akumuluj	6,92	5	1	4	6,48	+6,8%	+9%	+17%	+26%	+7%	+11%	+17%	8/7
PKN Orlen	sprzedaj	79,39	3	9	7	105,55	-24,8%	-25%	-36%	-27%	-16%	-25%	-20%	17/16
Energetyka														
CEZ	trzymaj	565,50	6	9	2	596,02	-5,1%	+3%	-9%	+1%	-0%	-4%	+0%	9/8
Enea	kupuj	12,51	7	2	1	10,76	+16,2%	+20%	+15%	+8%	+9%	+5%	+1%	7/6
Energa	kupuj	12,21	4	5	2	9,78	+24,8%	-0%	-10%	-9%	-1%	-1%	-2%	7/6
PGE	kupuj	13,38	5	5	3	11,43	+17,1%	-9%	+31%	+5%	+0%	+15%	+3%	6/6
Tauron	kupuj	2,89	2	8	3	2,20	+31,3%	+5%	+18%	+3%	+2%	+6%	+1%	8/8
TMT														
Netia	trzymaj	4,70	3	3	2	4,20	+11,9%	-12%	-24%	-26%	-0%	-3%	+1%	2/3
Orange Polska	kupuj	6,40	7	6	3	5,53	+15,8%	+2%	+3%	+11%	-2%	-1%	+0%	5/9
Play	akumuluj	25,25	6	7	1	25,74	-1,9%	-3%	-2%	-6%	-0%	-1%	-1%	8/7
Agora	kupuj	16,00	2	3	0	12,70	+26,0%	-	-	-	-5%	+1%	+7%	3/3
Cyfrowy Polsat	trzymaj	23,20	6	7	1	26,86	-13,6%	-3%	+5%	+11%	-1%	-4%	-5%	10/9
Wirtualna Polska	akumuluj	61,50	5	1	0	65,63	-6,3%	-1%	+0%	-7%	-4%	+0%	-1%	4/4
Asseco Poland	trzymaj	53,00	3	5	0	55,18	-3,9%	-8%	-12%	-14%	-12%	-10%	-10%	5/4
Asseco BS	równoważ	-	0	2	0	30,30	-	-1%	+1%	-	-0%	+1%	-	4/3
Asseco SEE	przeważaj	-	2	0	0	19,60	-	-1%	+3%	-	+5%	+5%	-	4/4
CD Projekt	akumuluj	237,50	8	4	2	230,88	+2,9%	-80%	+28%	+60%	-81%	+14%	+43%	10/11
Comarch	kupuj	230,00	4	0	1	206,52	+11,4%	+9%	+0%	-3%	+7%	+4%	+3%	3/3
Przemysł														
AC	równoważ	-	1	2	0	49,15	-	+8%	+13%	+13%	+5%	+9%	+10%	3/3
Alumetal	równoważ	-	4	2	0	56,20	-	+12%	-4%	-	+8%	-7%	-	4/4
Amica	równoważ	-	2	3	0	148,37	-	+8%	+8%	-	+2%	+0%	-	4/4
Apator	równoważ	-	1	3	0	28,50	-	-2%	-2%	-	-1%	-3%	-	2/2
Famur	kupuj	6,90	7	0	0	6,48	+6,4%	+73%	+11%	-4%	+34%	+0%	+3%	6/6
Forte	równoważ	-	2	3	3	27,83	-	-21%	-21%	-	-4%	-5%	-	5/5
Grupa Kęty	trzymaj	341,33	5	7	0	380,47	-10,3%	-9%	-5%	-9%	-7%	-5%	-8%	9/9
JSW	trzymaj	54,80	4	4	5	63,64	-13,9%	-10%	-39%	-73%	-6%	-17%	-22%	10/9
Kemel	kupuj	62,86	5	2	0	70,21	-10,5%	+6%	+12%	+15%	+9%	+15%	+12%	6/5
KGHM	trzymaj	105,57	2	7	9	97,16	+8,7%	-1%	-3%	-5%	-7%	-8%	-4%	15/14
Pfleiderer Group	równoważ	-	5	1	1	33,18	-	-12%	+6%	+42%	-1%	+1%	+1%	5/4
Deweloperzy														
Atal	trzymaj	41,03	4	1	0	41,40	-0,9%	-3%	-8%	+1%	-2%	-8%	+0%	4/4
Dom Development	trzymaj	84,40	1	5	0	85,20	-0,9%	-1%	+1%	-2%	-2%	+6%	-2%	6/5
Handel														
AmRest	kupuj	48,00	7	3	0	50,72	-5,4%	-12%	-11%	-5%	-3%	-1%	+1%	10/9
CCC	kupuj	275,00	7	4	2	256,19	+7,3%	+10%	+9%	-4%	+27%	+27%	+4%	11/10
Dino	redukuj	112,70	8	8	4	129,56	-13,0%	-0%	-2%	-8%	+0%	-3%	-8%	14/14
Eurocash	redukuj	18,90	5	4	9	21,35	-11,5%	-15%	-23%	+1%	-8%	-10%	-5%	6/12
Jeronimo Martins	trzymaj	14,30	16	8	3	14,48	-1,2%	+3%	+4%	-2%	+2%	+3%	+1%	21/21
LPP	trzymaj	8 400,0	3	5	7	8 355,9	+0,5%	+11%	+12%	+13%	+1%	+1%	+4%	8/7
Monnari	niedoważaj	-	3	0	1	7,20	-	-8%	-7%	+5%	-24%	-25%	-14%	3/3
VRG	przeważaj	-	5	1	0	4,86	-	+13%	+10%	+6%	+7%	+5%	+5%	4/4

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

Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Potencjał zmiany	P/E		EV/EBITDA	
							2019	2020	2019	2020
Finanse						+14,7%	10,9	9,9		
Alior Bank	kupuj	2019-02-01	57,50	87,00	53,60	+62,3%	7,0	6,2		
Handlowy	kupuj	2019-05-09	52,80	65,50	52,80	+24,1%	9,8	9,7		
ING BSK	trzymaj	2019-02-01	191,40	191,80	195,00	-1,6%	15,3	13,7		
Millennium	akumuluj	2019-02-01	8,82	10,00	9,14	+9,4%	15,1	10,8		
Pekao	kupuj	2019-02-01	110,60	131,80	107,45	+22,7%	11,0	9,9		
PKO BP	akumuluj	2019-05-09	37,78	40,92	37,78	+8,3%	11,4	10,9		
Santander Bank Polska	trzymaj	2019-02-01	373,80	388,00	374,80	+3,5%	14,4	12,1		
Komercni Banka	kupuj	2019-05-09	873,00	1 000 CZK	873,00	+14,5%	10,9	10,5		
Erste Bank	kupuj	2019-02-04	31,00	43,72 EUR	34,07	+28,3%	9,8	9,1		
OTP Bank	trzymaj	2019-04-02	12 600	13 046 HUF	12 480	+4,5%	10,3	9,8		
PZU	akumuluj	2019-04-02	40,79	43,38	41,04	+5,7%	10,9	10,3		
Kruk	kupuj	2019-04-02	152,30	213,65	168,00	+27,2%	9,3	9,2		
Skarbiec Holding	kupuj	2018-12-05	23,50	31,36	16,05	+95,4%	4,7	4,8		
Chemia						+37,7%	8,7	10,5	5,3	5,8
Ciech	kupuj	2019-05-09	44,85	68,11	44,85	+51,9%	7,8	7,4	5,3	4,9
Grupa Azoty	kupuj	2019-05-09	35,92	45,39	35,92	+26,4%	9,6	13,6	5,3	6,7
Paliwa						+3,7%	12,4	10,8	5,5	4,8
Lotos	sprzedaj	2019-04-02	86,22	65,41	76,96	-15,0%	13,1	11,8	6,5	5,4
MOL	trzymaj	2019-04-02	3 278	3 223 HUF	3 094	+4,2%	14,0	9,8	4,9	4,2
PGNiG	akumuluj	2019-04-02	6,31	6,92	5,62	+23,1%	9,2	8,3	4,0	3,5
PKN Orlen	sprzedaj	2019-04-02	99,94	79,39	91,32	-13,1%	11,8	12,2	6,2	6,0
Energetyka						+30,9%	4,1	4,4	3,8	3,4
CEZ	trzymaj	2019-04-02	540,50	565,50 CZK	529,00	+6,9%	16,0	15,3	7,5	7,2
Enea	kupuj	2019-04-02	8,76	12,51	7,45	+67,9%	2,7	2,5	3,0	2,8
Energa	kupuj	2019-04-02	8,58	12,21	7,22	+69,2%	4,1	4,4	3,8	4,0
PGE	kupuj	2019-05-09	8,61	13,38	8,61	+55,4%	6,9	4,5	3,8	2,9
Tauron	kupuj	2019-04-02	2,03	2,89	1,68	+72,5%	2,6	2,2	3,9	3,4
Telekomunikacja, media, IT						+7,7%	16,8	14,3	6,2	6,4
Netia	trzymaj	2018-11-26	4,66	4,70	4,85	-3,1%	32,6	27,0	5,5	5,6
Orange Polska	kupuj	2018-11-26	4,91	6,40	4,70	+36,2%	59,0	21,6	4,3	4,0
Play	akumuluj	2019-05-09	24,42	25,25	24,42	+3,4%	7,7	7,4	5,6	5,6
Agora	kupuj	2018-11-27	9,50	16,00	12,50	+28,0%	41,5	22,1	5,7	5,2
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2018-11-26	22,50	23,20	26,00	-10,8%	15,0	12,4	6,9	6,4
Wirtualna Polska	akumuluj	2019-02-04	58,40	61,50	57,60	+6,8%	18,1	15,4	9,6	8,5
Asseco Poland	trzymaj	2019-03-05	54,30	53,00	52,25	+1,4%	14,7	14,3	8,5	8,0
CD Projekt	akumuluj	2019-05-09	215,00	237,50	215,00	+10,5%	-	10,5	-	7,7
Comarch	kupuj	2019-04-17	181,00	230,00	187,00	+23,0%	15,4	13,9	6,8	6,5
Przemysł, surowce						+14,5%	7,0	11,5	4,9	4,8
Famur	kupuj	2019-05-09	4,82	6,90	4,82	+43,2%	6,4	10,0	3,9	5,0
Grupa Kęty	trzymaj	2019-04-02	324,00	341,33	343,00	-0,5%	13,6	12,9	9,1	8,6
JSW	trzymaj	2019-05-09	49,86	54,80	49,86	+9,9%	5,6	14,7	1,5	2,5
Kemel	kupuj	2019-03-05	49,20	62,86	50,00	+25,7%	5,7	5,1	5,4	4,7
KGHM	trzymaj	2019-04-02	109,40	105,57	95,90	+10,1%	7,6	7,6	4,3	4,0
Stelmet	trzymaj	2019-03-05	10,25	8,36	7,60	+10,0%	21,9	16,5	6,8	5,9
Deweloperzy						+3,2%	9,2	8,2	7,7	7,1
Atal	trzymaj	2019-04-02	39,90	41,03	39,90	+2,8%	9,2	8,9	8,5	8,2
Dom Development	trzymaj	2019-04-02	80,80	84,40	81,60	+3,4%	9,2	8,2	7,7	7,1
Handel						+8,2%	25,1	20,6	10,0	8,8
AmRest	kupuj	2019-04-02	41,20	48,00	40,75	+17,8%	38,3	28,0	13,0	10,4
CCC	kupuj	2019-04-02	217,00	275,00	190,00	+44,7%	17,9	14,4	7,1	6,0
Dino	redukuj	2019-04-02	126,10	112,70	124,90	-9,8%	30,3	23,6	18,0	14,3
Eurocash	redukuj	2019-05-09	21,00	18,90	21,00	-10,0%	39,2	26,0	8,5	7,3
Jeronimo Martins	trzymaj	2019-05-09	13,89	14,30 EUR	13,89	+3,0%	19,7	17,7	8,7	7,9
LPP	trzymaj	2019-04-02	8 405	8 400	8 060	+4,2%	20,0	17,6	11,3	9,7
Inne										
PBKM	zawieszona	2019-05-09	66,00	-	66,00	-	-	-	-	-

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						11,1	10,3	4,5	4,3
Ailleron	niedoważaj	2019-01-31	11,75	8,60	-26,8%	11,1	10,0	4,0	3,1
Asseco BS	równoważ	2019-03-29	29,50	29,40	-0,3%	14,9	13,9	10,0	9,3
Asseco SEE	przeważaj	2019-04-11	14,20	15,20	+7,0%	11,1	10,6	4,5	4,1
Atende	równoważ	2019-01-31	4,40	3,88	-11,8%	9,7	9,1	4,6	4,5
Spółki przemysłowe						9,3	9,2	5,9	5,7
AC	równoważ	2019-03-22	48,50	55,00	+13,4%	12,2	11,0	8,3	7,6
Alumetal	równoważ	2019-04-15	51,00	42,80	-16,1%	8,6	9,0	6,7	6,9
Amica	równoważ	2019-04-29	130,00	133,60	+2,8%	8,8	8,4	5,6	5,3
Apator	równoważ	2019-04-29	25,80	25,60	-0,8%	12,2	11,9	7,7	7,5
Boryszew	równoważ	2019-04-29	4,65	4,44	-4,4%	9,9	9,2	7,6	7,4
Cognor	równoważ	2019-05-09	1,59	1,59	+0,0%	6,6	9,3	4,5	4,8
Ergis	przeważaj	2019-04-29	3,00	2,94	-2,0%	6,6	9,0	4,8	5,2
Forte	równoważ	2019-04-29	40,60	28,00	-31,0%	14,0	12,2	9,1	8,4
Impexmetal	niedoważaj	2019-04-25	4,16	4,20	+1,0%	5,5	5,7	5,8	5,7
Kruszwica	równoważ	2019-04-02	43,90	46,60	+6,2%	12,5	11,7	6,4	6,0
Mangata	równoważ	2019-05-09	69,00	69,00	+0,0%	9,3	10,5	6,2	6,8
Pfleiderer Group	równoważ	2019-04-16	25,50	24,50	-3,9%	17,8	12,8	5,7	5,4
Pozbud	przeważaj	2019-04-29	2,37	2,19	-7,6%	2,7	2,8	2,5	1,9
Tarczyński	niedoważaj	2019-04-29	15,60	16,00	+2,6%	8,4	8,6	5,4	5,2
TIM	przeważaj	2019-04-29	7,90	8,72	+10,4%	9,9	8,8	5,9	5,2
Handel						11,2	10,6	6,8	6,0
Monnari	niedoważaj	2018-12-05	4,75	5,38	+13,3%	10,7	10,5	5,6	4,8
VRG	przeważaj	2019-03-28	4,29	4,03	-6,1%	11,7	10,6	8,0	7,1

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa		Data wydania
Alumetal	równoważ	równoważ	-	-	2019-04-15
Amica	przeważaj	przeważaj	-	-	2019-04-02
Amica	równoważ	przeważaj	-	-	2019-04-29
AmRest	kupuj	akumuluj	48,00	PLN	2019-04-02
Apator	równoważ	przeważaj	-	-	2019-04-29
Asseco SEE	przeważaj	przeważaj	-	-	2019-04-11
Atal	trzymaj	kupuj	41,03	PLN	2019-04-02
Boryszew	równoważ	równoważ	-	-	2019-04-29
CCC	kupuj	kupuj	275,00	PLN	2019-04-02
CD Projekt	akumuluj	akumuluj	221,00	PLN	2019-04-02
CEZ	trzymaj	trzymaj	565,50	CZK	2019-04-02
Ciech	kupuj	kupuj	68,66	PLN	2019-04-02
Comarch	kupuj	kupuj	230,00	PLN	2019-04-17
Dino	redukuj	trzymaj	112,70	PLN	2019-04-02
Dom Development	trzymaj	akumuluj	84,40	PLN	2019-04-02
Enea	kupuj	kupuj	12,51	PLN	2019-04-02
Energia	kupuj	kupuj	12,21	PLN	2019-04-02
Ergis	przeważaj	przeważaj	-	-	2019-04-29
Eurocash	sprzedaj	redukuj	18,90	PLN	2019-04-02
Forte	równoważ	równoważ	-	-	2019-04-29
Grupa Kęty	trzymaj	trzymaj	341,33	PLN	2019-04-02
Impexmetal	niedoważaj	równoważ	-	-	2019-04-25
Jeronimo Martins	akumuluj	trzymaj	14,10	EUR	2019-04-02
KGHM	trzymaj	trzymaj	105,57	PLN	2019-04-02
Kruk	kupuj	kupuj	213,65	PLN	2019-04-02
Kruszwica	równoważ	równoważ	-	-	2019-04-02
Lotos	sprzedaj	sprzedaj	65,41	PLN	2019-04-02
LPP	trzymaj	kupuj	8400,00	PLN	2019-04-02
Mangata	równoważ	równoważ	-	-	2019-04-29
MOL	trzymaj	trzymaj	3223,00	HUF	2019-04-02
OTP Bank	trzymaj	akumuluj	13046,00	HUF	2019-04-02
Pfleiderer Group	równoważ	równoważ	-	-	2019-04-16
PGE	kupuj	kupuj	13,66	PLN	2019-04-02
PGNiG	akumuluj	trzymaj	6,92	PLN	2019-04-02
PKN Orlen	sprzedaj	sprzedaj	79,39	PLN	2019-04-02
Play	akumuluj	trzymaj	26,70	PLN	2019-04-12
Pozbud	przeważaj	przeważaj	-	-	2019-04-29
PZU	akumuluj	akumuluj	43,38	PLN	2019-04-02
Tarczyński	niedoważaj	niedoważaj	-	-	2019-04-29
Tauron	kupuj	kupuj	2,89	PLN	2019-04-02
TIM	przeważaj	przeważaj	-	-	2019-04-29

Zmiany rekomendacji w przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa		Data wydania
CD Projekt	akumuluj	akumuluj	237,50	PLN	2019-05-09
Ciech	kupuj	kupuj	68,11	PLN	2019-05-09
Cognor	równoważ	niedoważaj	-	-	2019-05-09
Eurocash	redukuj	sprzedaj	18,90	PLN	2019-05-09
Famur	kupuj	kupuj	6,90	PLN	2019-05-09
Grupa Azoty	kupuj	trzymaj	45,39	PLN	2019-05-09
Handlowy	kupuj	trzymaj	65,50	PLN	2019-05-09
Jeronimo Martins	trzymaj	akumuluj	14,30	EUR	2019-05-09
JSW	trzymaj	redukuj	54,80	PLN	2019-05-09
Komercni Banka	kupuj	akumuluj	1000,00	CZK	2019-05-09
Mangata	równoważ	równoważ	-	-	2019-05-09
PBKM	zawieszona	trzymaj	-	-	2019-05-09
PGE	kupuj	kupuj	13,38	PLN	2019-05-09
PKO BP	akumuluj	trzymaj	40,92	PLN	2019-05-09
Play	akumuluj	akumuluj	25,25	PLN	2019-05-09

Statystyki rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	2	2,9%	1	3,8%
redukuj	2	2,9%	0	0,0%
niedoważaj	4	5,9%	2	7,7%
trzymaj	16	23,5%	5	19,2%
równoważ	12	17,6%	3	11,5%
akumuluj	7	10,3%	5	19,2%
kupuj	20	29,4%	9	34,6%
przeważaj	5	7,4%	1	3,8%

Kalendarium wydarzeń

Data	Godz.	Spółka	Wydarzenie
9 maj	11:45	ASBIS	Konferencja wynikowa 1Q'19 (Hotel Marriott, Warszawa)
9 maj		Asseco SEE	Konferencja wynikowa 1Q'19 (Hotel Westin Warszawa)
9 maj		Dino	Publikacja wyników za 1Q'19
9 maj	11:00	Feerum	Konferencja wynikowa 1Q'19 (Hotel Marriott, Warszawa)
9 maj		Netia	Publikacja wyników za 1Q'19
9 maj		Neuca	Publikacja wyników za 1Q'19
9 maj	12:00	Pekao SA	Publikacja wyników za 1Q'19 i konferencja wynikowa za 1Q'19 (GPW, ul. Książęca 4, Warszawa)
10 maj	10:00	Elektrobudowa	Konferencja wynikowa 4Q'18 (Hotel Regent, Warszawa)
10 maj		Eurocash	Publikacja wyników za 1Q'19
10 maj		OTP Bank	Publikacja wyników za 1Q'19
13 maj		Play	Publikacja wyników za 1Q'19
14 maj		AmRest	Publikacja wyników za 1Q'19
14 maj	16:00	CEZ	Publikacja wyników za 1Q'19 i telekonferencja wynikowa 1Q'19 (+44 207 194 3759 , PIN: 90271694#)
14 maj		Cyfrowy Polsat	Publikacja wyników za 1Q'19
14 maj		PZU	Publikacja wyników za 1Q'19
14 maj	11:30	Ronson	Publikacja wyników za 1Q'19 i konferencja wynikowa za 1Q'19 (Hotel InterContinental, Warszawa)
15 maj		Agora	Publikacja wyników za 1Q'19
15 maj		CCC	Publikacja wyników za 1Q'19
15 maj		Erbud	Publikacja wyników za 1Q'19
15 maj		GTC	Publikacja wyników za 1Q'19
15 maj		JWC	Publikacja wyników za 1Q'19
15 maj		KGHM	Publikacja wyników za 1Q'19
15 maj		Kruszwica	Publikacja wyników za 1Q'19
15 maj	11:00	LC Corp	Publikacja wyników za 1Q'19 i konferencja wynikowa za 1Q'19 (CSK Jupiter, ul. Towarowa 22, Warszawa)
15 maj	12:00	Lokum	Publikacja wyników za 1Q'19 i konferencja wynikowa za 1Q'19 (Hotel InterContinental, Warszawa)
15 maj		Mennica Polska	Publikacja wyników za 1Q'19
15 maj	09:30	PKO BP	Publikacja wyników za 1Q'19 i konferencja wynikowa za 1Q'19 (ul. Puławska 22, Warszawa)
15 maj	14:00	PKO BP	Telekonferencja wynikowa 1Q'19 (+48 22 583 90 21; PIN: 16637421#)
15 maj		Polenergia	Publikacja wyników za 1Q'19
15 maj		RBI	Publikacja wyników za 1Q'19
15 maj		Skarbiec	Publikacja wyników za 3Q'18/19
15 maj		Unibep	Publikacja wyników za 1Q'19
15 maj		ZEPAK	Publikacja wyników za 1Q'19
16 maj		11 bit studios	Publikacja wyników za 1Q'19
16 maj		Alumetal	Publikacja wyników za 1Q'19
16 maj		Atende	Publikacja wyników za 1Q'19
16 maj		Benefit Systems	Publikacja wyników za 1Q'19
16 maj		BNP Paribas	Publikacja wyników za 1Q'19
16 maj		JSW	Publikacja wyników za 1Q'19
16 maj		PGNiG	Publikacja wyników za 1Q'19
17 maj		AC Autogaz	WZA (m.in. dywidenda: DPS 3,94 PLN, dzień dywidendy 17 czerwca, wypłata 27 czerwca)
17 maj		Apator	Publikacja wyników za 1Q'19
17 maj		Atende	Konferencja wynikowa 1Q'19 (Hotel Polonia Palace)
17 maj		Comarch	Publikacja wyników za 1Q'19
17 maj	13:00	JSW	Konferencja wynikowa 1Q'19 (GPW, ul. Książęca 4, Warszawa)
17 maj		Torpol	Publikacja wyników za 1Q'19
20 maj		Comarch	Konferencja wynikowa 1Q'19 (ul. Życzkowskiego 33, Kraków)
20 maj		Wirtualna Polska	Publikacja wyników za 1Q'19
21 maj		Atal	Publikacja wyników za 1Q'19
21 maj		PointPack	Spotkania z Zarządem (mBank, ul. Senatorska 18, Warszawa) - wymagana rejestracja
21 maj		Pozbud	Publikacja wyników za 1Q'19
21 maj		VRG	Publikacja wyników za 1Q'19
22 maj		Ailleron	Publikacja wyników za 1Q'19
22 maj		Boryszew	Publikacja wyników za 1Q'19
22 maj		PBKM	Publikacja wyników za 1Q'19
22 maj		Pfleiderer Group	Publikacja wyników za 1Q'19
22 maj		Tauron	Publikacja wyników za 1Q'19
22 maj		Ten Square Games	Publikacja wyników za 1Q'19
22 maj		TIM	Publikacja wyników za 1Q'19
22 maj		TXM	Publikacja wyników za 1Q'19
22 maj		Wielton	Publikacja wyników za 1Q'19



Kalendarium wydarzeń cd.

Data	Godz.	Spółka	Wydarzenie
23 maj		Asseco Poland	Publikacja wyników za 1Q'19
23 maj		CD Projekt	Publikacja wyników za 1Q'19
23 maj		Enea/LWB	Publikacja wyników za 1Q'19
23 maj		Ergis	Publikacja wyników za 1Q'19
23 maj		Forte	Publikacja wyników za 1Q'19
23 maj		Grupa Azoty	Publikacja wyników za 1Q'19
23 maj		PKP Cargo	Publikacja wyników za 1Q'19
23 maj		TIIM	Spotkania z Zarządem (mBank, ul. Senatorska 18, Warszawa) - wymagana rejestracja
24 maj		Capital Park	Publikacja wyników za 1Q'19
24 maj		Tarczyński	Publikacja wyników za 1Q'19
27 maj		Kernel	Publikacja wyników za 3Q'19
28 maj		Ciech	Publikacja wyników za 1Q'19
28 maj		LPP	Publikacja wyników za 1Q'19
28 maj		PGE	Publikacja wyników za 1Q'19
29 maj		Archicom	Publikacja wyników za 1Q'19
30 maj		Amica	Publikacja wyników za 1Q'19
30 maj		Echo Investment	Publikacja wyników za 1Q'19
30 maj		Elektrobudowa	Publikacja wyników za 1Q'19
30 maj		Energa	Publikacja wyników za 1Q'19
30 maj		Famur	Publikacja wyników za 1Q'19
30 maj		Polnord	Publikacja wyników za 1Q'19
30 maj		Tarczyński	Publikacja wyników za 1Q'19
30 maj		Trakcja	Publikacja wyników za 1Q'19
31 maj		Getin Noble Bank	Publikacja wyników za 1Q'19
31 maj		Idea Bank	Publikacja wyników za 1Q'19

Makroekonomia

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna wzrosła w marcu nominalnie o 3,1% r/r oraz 1,8% r/r w cenach stałych i zrównała się z naszą prognozą. Odczyt uplasował się jednak poniżej oczekiwań rynkowych. Naszym zdaniem jednak, ani w samym odczycie, ani w poszczególnych jego komponentach nie ma niespodzianek. Większa skala spowolnienia sprzedaży to kwestia dni roboczych oraz bazy statystycznej wygenerowanej przez zmienne daty Wielkanocy. Dekompozycja sprzedaży wygląda na typowo „Wielkanocną”. Widać tąpnięcie w rocznej sprzedaży żywności i sklepach niewyspecjalizowanych (w obu przypadkach o około 10pp). Efekt ten znormalizuje się w kwietniu. Można zaobserwować odbicie w sprzedaży samochodów (+7,5% r/r nominalnie), choć w tym wypadku przeważa ujemny efekt bazowy sprzed roku. Wątpliwości nie ma w innych kategoriach. Dynamiki roczne są wzorcowe tj. równe przewidywaniom modeli. Pozytywną niespodziankę odnotowujemy w przypadku sprzedaży prasy i książek (+9,5% r/r) i nie tłumaczymy jej w pełni efekt bazowy sprzed roku. Jest to jednak kategoria o marginalnym znaczeniu w całym agregacie sprzedaży. Ceny sprzedaży detalicznej (deflator) przyspieszyły, zgodnie z kierunkiem nadanym przez inflację CPI. W kolejnych dwóch miesiącach, z uwagi na wyższą wagę cen paliw w deflatorze sprzedaży niż CPI, ceny sprzedaży będą prawdopodobnie podnosić się szybciej niż inflacja liczona całego koszyka dóbr i usług konsumpcyjnych. Marcowy odczyt przeszacowuje skalę spowolnienia sprzedaży detalicznej i w kwietniu należy oczekiwać odbicia. Tym niemniej, w szerszym ujęciu trend spadkowy w rocznych dynamikach jest widoczny. Dodatkowe transfery socjalne będą wygładzać przebieg ścieżki sprzedaży (i konsumpcji) i powodować wręcz, że wyglądać będzie ona bardziej horyzontalnie. Tegoroczne maksima w dynamikach będą wypadać w okolicach przełomu 2019 i 2020.

Rynek pracy

Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w marcu o 3,0% r/r, przebijając zarówno konsensus jak i naszą prognozę (2,9% r/r). Miesięczny przyrost nowych etatów o 15,6 tys. czyni go drugim najlepszym marcowym odczytem w historii (o 100 osób więcej niż w marcu 2016 roku, więcej było tylko w 2007 r., przy zupełnie innej sytuacji na rynku pracy). Kolejna pozytywna niespodzianka w danych o zatrudnieniu (zeszłomiesięczny odczyt też zaskoczył in plus) wpisuje się z w zestaw optymistycznych sygnałów z polskiej gospodarki płynących od początku roku. Przypomnijmy jednak, że jest to wciąż niespodzianka idąca w kontrze do coraz chłodniejszych wskaźników koniunktury dot. zatrudnienia (szczególnie w przemyśle i budownictwie). Przeciętne wynagrodzenie brutto wzrosło o 5,7% r/r, istotnie poniżej konsensusu (7,0% r/r) i naszej prognozy (6,7% r/r). Skala zaskoczenia jest tym razem znacząca, dlatego spekulacje na temat jego przyczyn muszą siłą rzeczy być bardziej spekulatywne i być może silniej związane z percepcją dotyczącą „normalności” w danym miesiącu, która w sporej mierze czasem bywa przynajmniej częściowo subiektywna. Można więc przypuszczać, że spowolnienie wynagrodzeń aż o 2 pkt. proc. w stosunku do poprzedniego miesiąca to efekt wysokiej bazy w przetwórstwie, budownictwie i obsłudze nieruchomości oraz odreagowania po bardzo dobrym lutym w takich kategoriach, jak handel detaliczny i górnictwo. Skokowy wzrost inflacji w marcu i niższa dynamika płac nominalnych to cios w realny wzrost funduszu płac – spadł on z 9,5% do 7,2% r/r (nominalnie z 10,7 do 8,9% r/r). Warto jednak zauważyć, omawiając perspektywy konsumpcji prywatnej w kolejnych kwartałach, że takie wzrosty funduszu płac są wciąż solidne, a głównego wkładu do przyspieszenia w dochodach gospodarstw domowych ponownie dostarczą świadczenia społeczne, począwszy od wypłaty „trzynastej emerytury”. Nastroje

konsumentów tymczasem są bliskie rekordowym, a wyprzedzające względem konsumpcji prywatnej oczekiwania sytuacji finansowej gospodarstwa domowego nigdy nie były tak wysokie. Nie należy w oparciu o słabszy wzrost płac realnych w jednym miesiącu budować pesymistycznych narracji dotyczących konsumpcji.

Inflacja

Inflacja w kwietniu pobiła nawet naszą dość wysoką prognozę (2,0%) i wyniosła 2,2% r/r. Częściowa kompozycja ujawniona przez GUS wskazuje, że częściowym winowajcą są ceny żywności (+1,0% m/m), ale przy nisko oszacowanych cenach paliw (ledwie +4,0% m/m – na podstawie cen na stacjach prognozowaliśmy okolice 6%) oznacza to, że inflację po raz kolejny napędziła inflacja bazowa, której wzrost można szacować na 1,7-1,8% r/r. Przyspieszenie z 1,4% jeszcze w marcu jest znaczące. Jak zwykle, trudno zgadnąć, czy wzrost inflacji bazowej to kwestia umiarkowanych, ale równo rozłożonych wzrostów cen, czy raczej skokowego wzrostu jednej z kategorii. Poprzedni miesiąc był egzemplifikacją pierwszej możliwości. Nie zmieniamy zdania, że inflacja bazowa będzie nadal systematycznie przyspieszać. Naszym zdaniem GUS raczej nie doszacował wzrostu cen paliw na stacjach. Oznacza to, że wszelkie szacunki za maj należy podnieść w górę (do 3-4% m/m). W połączeniu z możliwością ujawnienia wyższych cen wieprzowiny głównie w maju oznacza to kolejne przyspieszenie inflacji w maju, być może nawet do poziomu celu inflacyjnego NBP. Rosnąca inflacja oraz solidna sfera realna to mieszanka, która uaktywniać będzie bardziej jastrzębich członków RPP. Można się spodziewać, że w związku z tym znów zaczną się liczenie głosów w Radzie i naiwne szukanie większości. Choć jest to zadanie płonne, ma spory potencjał do intensyfikacji oczekiwań rynkowych na podwyżki stóp. Oczywiście kierownictwo RPP w osobie Glapińskiego pozostanie raczej niewzruszone na najnowsze dane: nie odbiegają one znacząco od projekcji. Co więcej, rdzeń Rady widzi gospodarkę w długim horyzoncie i tam gospodarka zwalnia, a więc nie będzie w stanie generować presji inflacyjnej wiecznie, lecz ewentualnie tylko przejściowo. Tym samym uważamy, że poprzeczka do zmiany stóp położona jest bardzo wysoko, a prawdopodobieństwo ruchu ze strony NBP – bardzo niskie.

Deficyt budżetowy

W marcu budżet państwa zamknął się kwotą -3,7 mld zł, co jest wynikiem gorszym niż w 2018 r. (-1,3 mld zł), ale zbliżonym do 2017 r. (-3,1 mld zł). W istocie rzeczy, podobieństwa z 2017 r. przebijają przez niemal wszystkie szczegóły marcowego wykonania budżetu. Podobnie jak w poprzednim miesiącu, za wzrost deficytu odpowiadały zarówno niższe wpływy podatkowe (-3,7% r/r), jak i większe wydatki (+5,1% r/r). W przypadku tych pierwszych można wskazać dwoje winowajców, VAT (-8,6% r/r) i PIT (-13,8% r/r), pozostałe kategorie wpływów zachowały się bowiem w sposób zbliżony do trendów z poprzednich miesięcy – wpływy z CIT wzrosły o 13,2% r/r, a z akcyzy o 0,4% r/r. Dodajmy, że pod względem wpływów z PIT i VAT słaby marzec następuje po słabym lutym. Słabość tych dwóch kategorii nie ma najprawdopodobniej jednej przyczyny. Spadek wpływów z VAT w ostatnich dwóch miesiącach zapewne częściowo wynika z potężnej bazy wygenerowanej rok wcześniej, być może również w grę wchodzi – tradycyjnie już – przesuwanie zwrotów. Nie sposób też nie zauważyć, że w dynamika nominalnej konsumpcji była najpewniej wyraźnie niższa w I kwartale b.r. niż rok wcześniej. Zachowanie PIT jest dużo bardziej tajemnicze – nie tylko jest to pierwszy od lat spadek wpływów z tego tytułu r/r (ostatni w kwietniu 2016 r.), ale tak głębokiego spadku nie notowano od 2010 r. Stoi to w sprzeczności z tym, co wiemy na temat stanu rynku pracy w

Polsce i jedynym dobrym wyjaśnieniem jest przesunięcie zwrotów podatku za sprawą wdrożenia systemu ePIT. Obserwacja wpływów w kolejnych dwóch miesiącach jest w tym kontekście kluczowa. O wzroście wydatków w marcu wiemy mniej niż byśmy chcieli. Wykonanie budżetu wskazuje, że tego przyrostu nie można wiązać ani z wyższymi kosztami obsługi długu, ani z większą subwencją do FUS i FER, ani z większą dotacją ogólną dla JST. Prawdopodobne jest zatem (ten wniosek dotyczy się całego I kwartału), że wzrost wydatków budżetowych jest w 2019 r. rozlany szeroko i obejmuje wyższą składkę do budżetu UE, wyższe wynagrodzenia w sferze budżetowej, nieznacznie wyższe wydatki majątkowe i na zakup materiałów i usług. Szerzej na temat sfery wydatkowej będzie można wypowiedzieć się po publikacji wykonania operatywnego, czyli na początku przyszłego miesiąca. Niezależnie od przyczyn, trajektoria wydatków w tym roku przypomina wyraźnie rok 2017, a realizacja pakietu fiskalnego implikuje, że nie należy w drugiej połowie roku liczyć na taką dyscyplinę wydatkową, jak w końcówkach 2017 i 2018 r. Dane o wykonaniu budżetu państwa w pierwszym kwartale wspierają naszą prognozę rozszerzenia deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych w tym roku. Aktualna prognoza (-1,4% PKB) wydaje się obciążona delikatnym ryzykiem w dół z uwagi na wzrost deficytu budżetu państwa w stosunku do 2018 r (warto podkreślić, że dane za pierwsze trzy miesiące prawdopodobnie nie obejmują ani złotówki z pakietu fiskalnego) – nie zrównoważy tego prawdopodobna poprawa wyników budżetów JST.

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

micchal.konarski@mbank.pl

Kurs akcji Alior Banku w ostatnich tygodniach pozostawał pod presją wobec bardzo udanego początku roku. Obawy inwestorów skierowane zostały na potencjalnie słaby 1Q roku oraz na ryzyko przejścia Idea Banku w ramach procedury przymusowej restrukturyzacji. Uważamy, że wyniki za 1Q'19 wcale nie okazały się na tyle złe, aby uzasadnić bardzo niską wycenę, a z drugiej strony Premier Morawiecki zapowiedział, że Państwowe banki nie są zainteresowane przejęciem Idea Banku. Zwracamy też uwagę, że powtarzalny wynik Alior Banku bez składki BFG na restrukturyzację był rekordowo wysoki, na poziomie około 225 mln PLN. Oznacza to, że w połączeniu ze wzrostem organicznym konsensus prognoz na cały rok jest nadal w zasięgu banku. Zarząd banku oczekuje, że koszt ryzyka w pozostałych kwartałach roku spadnie (pomimo dalszego wzrostu wskaźnika pokrycia rezerwami) zaś marża odsetkowa ma potencjał do pozytywnych zaskoczeń. Uważamy, że obecna wycena Alior Banku prezentuje się bardzo atrakcyjnie. Na wskaźniku 12M forward P/E 8.15x Alior Bank notowany jest z 31% dyskontem do sektora WIG Banki pomimo znacznie lepszej rentowności kapitałów oraz poprawiającej się sytuacji kapitałowej. Ostatnią przecenę walorów wykorzystalibyśmy do kupowania.

Cena bieżąca

53,60 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

87,00 PLN

+62,3%

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

Podstawowe dane			ALR PW	vs. WIG
Ticker	ALR PW	Zmiana 1M	-10,7%	-5,1%
ISIN	PLALIOR00045	Zmiana YTD	+0,8%	+1,1%
Liczba akcji (mln)	129,3	Średni obrót 1M	10,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	6 928,2	Średni obrót 6M	16,4 mln PLN	
		P/E 12M fwd	8,1	-38,9%
Free float	74,8%	P/E 5Y avg	13,2	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	13,4	9,8	7,0	6,2	5,7
P/BV	1,0	1,1	0,8	0,7	0,6
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 kupuj (podwyższona)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Podwyższamy naszą rekomendację trzymaj do kupuj dla Banku Handlowego. Bank w 1Q'19 co prawda rozczarował wynikami, ale na linii salda rezerw, które okazało się zaledwie 9 mln PLN wyższe od oczekiwań rynku. Bank zaraportował płaski koszt ryzyka w detalu oraz zawiązał rezerwy na ekspozycje korporacyjne wobec rozwiązania salda rezerw w 4Q'18. Należy zaznaczyć, że koszt ryzyka w segmencie korporacji (14 p.b. w 1Q'19) nadal jest znacząco niższy niż średnia w sektorze. Uważamy, że słabe wyniki za 1Q'19 (głównie za sprawą BFG) oraz rozczarowująca strategia stoją za ostatnią przeceną walorów banku. Z drugiej strony Zarząd banku zarekomendował wypłatę DPS w wysokości 3,74 PLN na akcję co przy obecnym kursie przekłada się na wskaźnik DYield na poziomie 6,6%, a więc jednym z najwyższych w sektorze. Dzień prawa do dywidendy został ustalony na 13 czerwca, zaś wypłaty na 24 czerwca 2019 roku. Uważamy, że inwestycja w walory Banku Handlowego przy obecnych zawirowaniach w polskim sektorze bankowym cechuje relatywnie duże bezpieczeństwo, a oferowana dywidenda ponownie wygląda bardzo atrakcyjnie. Finalnie nadal uważamy, że w obliczu przyszłych niższych dywidend, niskiego udziału w rynku oraz spadającej rentowności Bank Handlowy lub jego detaliczna część może zostać wystawiona na sprzedaż przez głównego akcjonariusza.

Cena bieżąca

52,80 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

65,50 PLN

+24,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	65,50 PLN	2019-05-09	
poprzednia	trzymaj	65,50 PLN	2019-03-05	
Podstawowe dane			BHW PW	vs. WIG
Ticker	BHW PW	Zmiana 1M	-20,1%	-14,5%
ISIN	PLBH00000012	Zmiana YTD	-23,6%	-23,3%
Liczba akcji (mln)	130,7	Średni obrót 1M	4,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	6 898,8	Średni obrót 6M	2,9 mln PLN	
		P/E 12M fwd	10,8	-30,0%
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	12,9	10,4	9,8	9,7	9,1
P/BV	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9
ROE	7,8%	9,1%	9,8%	9,7%	10,0%
DPS	4,60	4,10	3,74	4,05	4,09
DYield	8,7%	7,8%	7,1%	7,7%	7,7%
Zmiana prognoz					
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2019-20)	907	10%
Korekta o PV	177	2%
Etap II (2021-35)	6 259	69%
Etap III (2036-55)	1 110	12%
Wartość rezydualna	558	6%
Wartość godziwa	9 011	100%
Liczba akcji (mln)	131	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	68,97	
Cena docelowa za 9M (PLN)	73,36	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	8 332	91%
Etap I (2018-20)	138	1%
Korekta o PV	544	6%
Etap II (2021-35)	156	2%
Etap III (2036-55)	18	0%
Wartość godziwa	9 187	100%
Liczba akcji (mln)	131	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	70,31	
Cena docelowa za 9M (PLN)	74,79	

Bilans

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

Wskaźniki

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

Podsumowanie wyceny

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

ING BSK trzymaj (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację trzymaj dla ING BSK. Uważamy, że wyniki kwartalne ING nie powinny mieć wpływu na nasze prognozy oraz na konsensus prognoz rocznych. Nasze prognozy uwzględniają już przejęcie pakietu NN TFI (45%) oraz 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 po spadku konsensusu na 2019 rok o 10% obecne oczekiwania rynku są realistyczne. Nasza wycena nadal wskazuje na największą premię do sektora ze względu na bezpieczny profil banku (znikoma ekspozycja na kredyty CHF), dynamiczny rozwój połączony z dywidendą oraz jedną z najwyższych rentowności w regionie (2019 ROE na poziomie 12,8%). Podsumowując uważamy, że ING zasługuje na najwyższą premię do sektora, ale obecne jak i nadchodzące wyniki nie będą uzasadniały podwyżek konsensusu, a przez co obecna wycena jest adekwatna. Ponadto dywidenda za 2018 rok została już wypłacona 6 maja.

Cena bieżąca	195,00 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	191,80 PLN	-1,6%

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

Podstawowe dane			ING PW	vs. WIG
Ticker	ING PW	Zmiana 1M	+2,5%	+8,1%
ISIN	PLBSK0000017	Zmiana YTD	+10,5%	+10,8%
Liczba akcji (mln)	130,1	Średni obrót 1M		0,8 mln PLN
MC (mln PLN)	25 369,5	Średni obrót 6M		2,3 mln PLN
		P/E 12M fwd	14,6	-6,5%
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	18,1	17,2	15,3	13,7	12,3
P/BV	2,2	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

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. 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 akcję.

Cena bieżąca	9,14 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	10,00 PLN	+9,4%

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

Podstawowe dane			MIL PW	vs. WIG
Ticker	MIL PW	Zmiana 1M	-3,8%	+1,8%
ISIN	PLBIG0000016	Zmiana YTD	+3,0%	+3,3%
Liczba akcji (mln)	1 213,1	Średni obrót 1M	5,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	11 087,9	Średni obrót 6M	6,9 mln PLN	
		P/E 12M fwd	12,7	-0,6%
Free float	50,0%	P/E 5Y avg	12,7	dyskonto

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	16,3	15,1	15,1	10,8	9,7
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

Uważamy, że po ogłoszeniu wyników za 1Q'19 konsensus prognoz na cały rok powinien ulec obniżeniu. Największym negatywnym zaskoczeniem jest składka BFG na restrukturyzację, która jest wyższa o około 155 mln PLN od naszych pierwotnych prognoz. Ponadto uważamy, że konsensus nie obejmuje także kosztów zwolnień grupowych, które z kolei będą miały pozytywny wpływ na wyniki 2020 roku. Uważamy, że pomimo słabego startu w 2019 roku wycena Pekao nadal prezentuje się atrakcyjnie. Zaznaczamy, że wyniki na liniach przychodowych powinny być zgodne z oczekiwaniami co dobrze zwiastuje na kolejne kwartały. Ponadto Bank Pekao będzie nadal oferować jedną z najwyższych dywidend w sektorze. Co więcej, nominalny DPS w 2021 roku będzie wyższy od 2018 roku (84% wypłaty) dzięki wzrostowi ROE do 11,7% w 2021. Obniżona dywidenda pozwoli utrzymać wzrost kredytów w tempie +9% w kolejnych latach. Przypominamy także o dywidendzie w wysokości 6,60 PLN/akcję, która przekłada się na DYield na poziomie 5,9% (dzień prawa do dywidendy wyznaczony na 10 lipca). Finalnie, Prezes Pekao Michał Krupiński stwierdził, że bank nie jest zainteresowany przejęciem Idea lub GNB.

Cena bieżąca	107,45 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	131,80 PLN	+22,7%

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

Podstawowe dane			PEO PW	vs. WIG
Ticker	PEO PW	Zmiana 1M	-4,7%	+0,9%
ISIN	PLPEKAO000016	Zmiana YTD	-1,4%	-1,1%
Liczba akcji (mln)	262,5	Średni obrót 1M	79,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	28 202,4	Średni obrót 6M	69,1 mln PLN	
		P/E 12M fwd	11,3	-25,4%
Free float	67,2%	P/E 5Y avg	15,1	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	11,4	12,8	11,0	9,9	9,1
P/BV	1,2	1,2	1,2	1,1	1,0
ROE	10,7%	9,9%	10,9%	11,4%	11,7%
DPS	8,68	7,90	6,60	7,35	8,14
DYield	8,1%	7,4%	6,1%	6,8%	7,6%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	40 317
Zyski ekonomiczne	50%	40 706
Średnia wartość godziwa 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 akumuluj (podwyższona)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Po ostatnim spadku kursu podwyższamy naszą rekomendację trzymaj do akumuluj 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. Intensywna akcja kredytowa będzie widoczna także w wynikach za 1Q'19. Same wyniki mogą przełożyć się na pozytywną rewizję prognoz na cały 2019 rok. Ostatnia presja na kurs akcji wywołana została przez spekulacje rynku odnośnie przejęcia przez bank Idea Banku, co jednak zostało zdementowane przez Premiera RP. Podsumowując uważamy, że istnieje lekki potencjał wzrostu dla kursu akcji PKO BP dodatkowo napędzany przez możliwe podwyżki konsensusu oraz dywidendę. Przypominamy, że przy wsparciu regulatora PKO BP będzie mogło w 2020 roku wypłacić dodatkowe około 1,33 PLN na akcję z zysku niepodzielonego z 2018 roku.

Cena bieżąca

37,78 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

40,92 PLN

+8,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	40,92 PLN	2019-05-09	
poprzednia	trzymaj	40,92 PLN	2019-02-01	
Podstawowe dane			PKO PW	vs. WIG
Ticker	PKO PW	Zmiana 1M	-5,0%	+0,6%
ISIN	PLPKO0000016	Zmiana YTD	-4,3%	-4,0%
Liczba akcji (mln)	1 250,0	Średni obrót 1M	72,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	47 225,0	Średni obrót 6M	93,4 mln PLN	
		P/E 12M fwd	11,3	-13,5%
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	15,2	12,7	11,4	10,9	10,4
P/BV	1,3	1,2	1,1	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%	1,5%	3,5%	4,4%	4,6%
Zmiana prognoz					
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. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami wyniki za 1Q'19 nie powinny napawać optymizmem w kontekście całego roku. Wstępne szacunki wskazują, że konsensus na cały rok jest obecnie za wysoki o około 8%. Niemniej jednak bank nadal może pozytywnie zaskoczyć marżą odsetkową oraz ewentualnymi oszczędnościami kosztowymi wynikającymi z programu grupowych zwolnień co w efekcie pozwoli „dostarczyć” całoroczną prognozę. Jednocześnie należy podkreślić, że wyniki Santander Bank Polska są zgodne z naszymi oczekiwaniami odnośnie przychodów, a obecna różnica wynika głównie z kosztów jednorazowych (rezerwa na zwolnienia oraz składka przymusowej restrukturyzacji). Nie bez wpływu na sentyment w maju będzie miała dywidenda, która wynosi 19,72 PLN na akcję. Dzień ustalenia prawa do dywidendy został wyznaczony na 30 maja, zaś wypłaty na 14 czerwca 2019 roku. Podsumowując uważamy, że Santander Bank Polska jest obecnie adekwatnie wyceniony a wyniki za 1Q'19 nie spowodują pozytywnej rewizji prognoz rynku.

Cena bieżąca	374,80 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	388,00 PLN	+3,5%

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

Podstawowe dane			SPL PW	vs. WIG
Ticker	SPL PW	Zmiana 1M	-2,3%	+3,3%
ISIN	PLBZ000000044	Zmiana YTD	+4,6%	+4,9%
Liczba akcji (mln)	102,0	Średni obrót 1M	16,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	38 223,8	Średni obrót 6M	20,1 mln PLN	
		P/E 12M fwd	14,0	-3,1%
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	16,8	15,9	14,4	12,1	10,7
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%	5,3%	3,5%	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 kupuj (podwyższona)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Po spadku kursu akcji podwyższamy naszą rekomendację akumuluj do kupuj. Presja na kurs akcji wywołany został przez spekulacje dotyczące wprowadzenia podatku bankowego w Czechach oraz opodatkowaniem dywidend 20% stawką. O ile podatek bankowy jest mało realny, opodatkowanie dywidend wydaje się być bardziej prawdopodobne. Z drugiej strony KB zaraportował o 5% wyższe kwartalne wyniki (1Q) niż tego oczekiwaliśmy oraz o 2% niższe od konsensusu. Uwagę w wynikach za 1Q zwraca saldo rezerw, które po raz kolejny uległo rozwiązaniu co może wskazywać na nadal duży potencjał linii do kontrybucji całorocznej. Zarząd banku oczekuje w 2019 roku wzrostu dochodów napędzanych przez wynik odsetkowy oraz 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) pozwala podtrzymać wskaźnik DYield na poziomie około 6% w kolejnych dwóch latach. Oczekujemy, że w 2019 roku KB znowu zaprezentuje się atrakcyjniej od polskiego sektora bankowego z wyższym poziomem ROE (14% wobec 10%), DYield (6% wobec 3%) oraz brakiem ryzyka systemowego. Dlatego uważamy, że Komercni Banka powinno być notowane z 15% premią na wskaźniku P/BV oraz zgodnie na wskaźniku P/E.

Cena bieżąca

873,00 CZK

potencjał zmiany

Cena docelowa

1 000,00 CZK

+14,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	1 000,00 CZK	2019-05-09	
poprzednia	akumuluj	1 000,00 CZK	2018-12-05	
Podstawowe dane		KOMB CP	vs. WIG	
Ticker	KOMB CP	Zmiana 1M	-1,8%	+3,8%
ISIN	CZ0008019106	Zmiana YTD	+9,7%	+10,0%
Liczba akcji (mln)	188,9	Średni obrót 1M	141,4 mln CZK	
MC (mld CZK)	164,9	Średni obrót 6M	125,0 mln CZK	
		P/E 12M fwd	11,2	-18,5%
Free float	39,6%	P/E 5Y avg	13,7	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	11,0	11,1	10,9	10,5
P/BV	1,7	1,6	1,5	1,4
ROE	15,0%	14,9%	14,2%	13,9%
DPS	40,00	47,00	52,00	52,00
DYield	4,6%	5,4%	6,0%	6,0%
Zmiana prognoz			2019P	2020P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%

RZiS

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

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		179 435
na akcję (CZK)		950
Koszt kapitału 9M		5,3%
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 za 1Q'19 zaskoczyły pozytywnie, stanowią 25% naszej prognozy rocznej i powinny doprowadzić do pozytywnej rewizji konsensusu. Co interesujące Zarząd podtrzymał prognozę ROTE na poziomie >11% pomimo znacznie niższego obciążenia podatkiem bankowym w Rumunii (szacowany przez Zarząd na EUR 20m). W 2019 roku Zarząd oczekuje, że przychody będą rosnać szybciej niż koszty, efektywną stawką podatkową poniżej 20%, a koszt ryzyko pozostanie na bardzo niskim poziomie (10-20 p.b.). Kurs Erste Banku znalazł się także ostatnio pod presją wiadomości o domniemanym podatku bankowym w Czechach. Pomimo dementi Premiera Czech, kurs akcji Erste Banku nie powrócił do pierwotnego stanu. Uważamy, że wycena Erste Banku prezentuje się obecnie najatrakcyjniej, a giełdowy kurs powinien zacząć odbierać część strat poniesionych w wyniku negatywnych doniesień z Rumunii i Czech.

Cena bieżąca	34,07 EUR	potencjał zmiany
Cena docelowa	43,72 EUR	+28,3%

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

Podstawowe dane		EBS AV	vs. WIG
Ticker	EBS AV	Zmiana 1M	+0,3% +5,9%
ISIN	AT0000652011	Zmiana YTD	+17,3% +17,6%
Liczba akcji (mln)	429,8	Średni obrót 1M	25,4 mln EUR
MC (mln EUR)	14 643,3	Średni obrót 6M	28,0 mln EUR
		P/E 12M fwd	9,4 -16,6%
Free float	69,5%	P/E 5Y avg	11,3 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	11,1	8,3	9,8	9,1
P/BV	1,1	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	2,9%	3,5%	4,1%	4,3%
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

(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 (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację 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 sfinalizował 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 rosnący wolumen 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

12 480,00 HUF

potencjał zmiany

Cena docelowa

13 046,00 HUF

+4,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	13 046,00 HUF	2019-04-02

Podstawowe dane			OTP HB	vs. WIG
Ticker	OTP HB	Zmiana 1M	-1,3%	+4,3%
ISIN	HU00000061726	Zmiana YTD	+10,5%	+10,8%
Liczba akcji (mln)	267,0	Średni obrót 1M	3,9 mld HUF	
MC (mld HUF)	3 332,6	Średni obrót 6M	5,7 mld HUF	
		P/E 12M fwd	9,6	-7,5%
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	11,9	10,3	10,3	9,8
P/BV	2,0	1,8	1,5	1,3
ROE	18,4%	18,3%	15,9%	14,4%
DPS	199,22	229,63	229,63	296,56
DYield	1,6%	1,8%	1,8%	2,4%
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

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

Podsumowanie wyceny

(mld HUF)	waga	wycena
Koszt kapitału 12M		10,2%
DDM	50%	3 229
Zyski ekonomiczne	50%	3 617
Średnia wartość godziwa 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 (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Rekomendujemy akumulowanie waleń PZU z ceną docelową na poziomie 43,38 PLN/akcję. Prognozujemy, 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 >6% 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) co zostało na razie zanegowane przez ten ostatni. Oczekujemy, że PZU pokaże solidne wyniki za 1Q'19, w których główną rolę grać będzie silny wynik inwestycyjny.

Cena bieżąca

41,04 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

43,38 PLN

+5,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	43,38 PLN	2019-04-02

Podstawowe dane		PZU PW	vs. WIG
Ticker	PZU PW	Zmiana 1M	+0,1% +5,7%
ISIN	PLPZU0000011	Zmiana YTD	-6,5% -6,2%
Liczba akcji (mln)	863,5	Średni obrót 1M	45,8 mln PLN
MC (mln PLN)	35 439,0	Średni obrót 6M	71,6 mln PLN
		P/E 12M fwd	10,9 -11,2%
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	12,2	11,0	10,9	10,3	10,1
P/BV	2,4	2,4	2,4	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%	7,3%	7,7%
Zmiana prognoz		2019P	2020P		
Składka przypisana brutto		0,0%	0,0%		
Odszkodowania		0,0%	0,0%		
Wynik inwestycyjny		0,0%	0,0%		
Koszty razem		0,0%	0,0%		
Zysk netto		0,0%	0,0%		

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 działalność 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

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa finansowe	281 854	286 206	320 031	339 207	358 709
Pozostałe aktywa	35 604	42 348	43 599	44 905	46 266
Aktywa razem	317 458	328 554	363 630	384 112	404 976
Rezerwy techniczne	44 558	45 839	50 840	51 852	52 913
Pozostałe zobowiązania	235 340	245 308	275 129	294 186	313 646
Udziały mniejszościowe	22 961	22 482	22 582	22 682	22 782
Kapitały własne	14 599	14 925	15 078	15 392	15 634

Wskaźniki

(%)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Odszkodowań	70,0	65,2	66,3	66,2	66,2
Kosztów ogółem	21,1	21,3	21,7	21,8	21,9
Zwrot na portfelu	-5,9	-12,0	1,8	1,9	1,8
COR majątku	90,5	87,8	89,2	89,0	89,0
Marża op w Życiu	16,11	24,06	22,66	21,12	20,45

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 (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj dla Kruka. Wyniki za 1Q'19, włączając w to nakłady czy rewaluacje są zgodne z naszymi oczekiwaniami. 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 w latach 2019-20 związane są ze wstrzemięźliwością zakupową na rynku włoskim i hiszpańskim do czasu wygenerowania miarodajnej krzywej, dzięki której Spółka będzie lepiej wyceniać portfele. Zakładamy, że w najbliższych dwóch latach około 70% nakładów pochodzić będzie z Polski, 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 (-4 mln w 1Q'19). 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 4%-5% poniżej konsensusu oraz 6% poniżej prognozy Zarządu na 2019 rok. Ze względu na gorszą prognozowaną dynamikę wyników wyceniamy Spółkę z 10% dyskontem do fair 2020 P/E (10x) spółek porównywalnych. Jednocześnie podkreślamy, że Spółka nadal prezentuje się bardzo atrakcyjnie z ROE powyżej 17%, bardzo niskim wskaźniku dług netto / KW (1,3x-1,1x) oraz wskaźniku DYield w przedziale 3%-6%. Uważamy, że obecna wycena rynkowa stwarza ponad 20% potencjał wzrostu.

Cena bieżąca

168,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

213,65 PLN

+27,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	213,65 PLN	2019-04-02

Podstawowe dane		KRU PW	vs. WIG
Ticker	KRU PW	Zmiana 1M	+5,9% +11,5%
ISIN	PLKRK0000010	Zmiana YTD	+7,2% +7,5%
Liczba akcji (mln)	18,9	Średni obrót 1M	10,2 mln PLN
MC (mln PLN)	3 173,0	Średni obrót 6M	9,8 mln PLN
		P/E 12M fwd	9,2 -31,1%
Free float	87,0%	P/E 5Y avg	13,4 dyskonto

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	10,7	9,6	9,3	9,2	9,2
P/BV	2,2	1,8	1,7	1,5	1,4
ROE	21,9%	20,7%	18,7%	17,4%	16,0%
DPS	5,76	5,00	5,00	9,02	9,16
DYield	3,4%	3,0%	3,0%	5,4%	5,5%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
Nabyte pakiety wierzytelności		0,0%	0,0%	0,0%	
Usługi windykacyjne		0,0%	0,0%	0,0%	
Pozostałe produkty		0,0%	0,0%	0,0%	
Koszty ogólne		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

RZiS

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Nabyte pakiety wierzytelności	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

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Środki pieniężne	173	147	152	153	168
Zakupione wierzytelności	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

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%
Zdyskontowana 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

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 propozycję Ministerstwa Finansów stopniowego obniżenia opłaty stałej do 2,0% w 2022 roku oraz wolniejszy wzrost rynku w średnim terminie. Pozytywną informacją jest dalsza możliwość pobierania opłaty zmiennej przez fundusze inwestycyjne, co nie zawsze było uwzględniane w wycenie rynkowej Skarbca w przeszłości. Jesteśmy zaniepokojeni zmianami w Zarządzie Spółki i nadal niewyjaśnioną kwestią finalnego właściciela kontrolnego pakietu Aoram. Prasa spekuluje, że zamieszczenie wokół właścicieli skutkowało rozwiązaniem umowy z dystrybutorem (Santander) oraz trwającą rewizją innych dystrybutorów. 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. Zagrożeniem dla dywidendy w 2019 roku mogą być wymogi kapitałowe dla uczestników PPK. Ponadto uważamy, że obecna strategia Zarządu odnośnie wzrostu aktywów pod Zarządzaniem wydaje się mało realna i zostanie zweryfikowana przy najbliższej okazji.

Cena bieżąca	16,05 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	31,36 PLN	+95,4%

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

Podstawowe dane			SKH PW	vs. WIG
Ticker	SKH PW	Zmiana 1M	-9,8%	-4,3%
ISIN	PLSKRBH00014	Zmiana YTD	-23,9%	-23,6%
Liczba akcji (mln)	6,8	Średni obrót 1M	0,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	109,5	Średni obrót 6M	0,1 mln PLN	
		P/E 12M fwd	4,7	-35,4%
Free float	25,4%	P/E 5Y avg	7,3	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	5,6	5,0	4,7	4,8	4,4
P/BV	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
ROE	20,6%	24,4%	25,3%	25,0%	27,3%
DPS	4,57	3,00	3,30	3,36	3,51
DYield	28,5%	18,7%	20,6%	21,0%	21,9%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
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)	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Wynagrodzenie stałe	80,9	81,8	87,3	91,8	93,5
Wynagrodzenie zmienne	15,2	16,2	14,3	14,3	14,5
Pozostałe	5,4	5,6	6,1	6,6	7,3
Przychody	101,5	103,7	107,7	112,7	115,3
Koszty dystrybucji	-41,5	-42,6	-44,5	-48,6	-46,6
Koszty świadczeń pracown	-19,8	-17,5	-17,5	-17,9	-18,2
Pozostałe koszty działalno:	-16,8	-17,5	-18,3	-19,2	-20,7
Koszty operacyjne	-78,1	-77,6	-80,3	-85,6	-85,5
Pozostałe	0,9	1,0	1,1	1,1	1,2
Zysk brutto	24,3	27,1	28,5	28,2	31,0
Podatek dochodowy	-4,7	-5,1	-5,4	-5,4	-5,9
Zysk netto	19,6	21,9	23,1	22,8	25,1
Aktywa detaliczne	4 414	4 845	5 383	6 058	6 831
Aktywa dedykowane	2 375	2 494	2 618	2 749	2 777
AUM ogółem	6 789	7 339	8 002	8 807	9 608

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

Podwyżki cen sody (+7% r/r) oraz rosnący popyt w środkowo-wschodniej Europie (nowe huty Guardian i Euroglas) pozwalają pozytywnie patrzeć na wyniki kolejnych kwartałów. Niestety w 1Q'19 Spółka nie zanotuje jeszcze oczekiwanej poprawy wyników finansowych, ale prawdopodobnie poziom wydatków inwestycyjnych oraz ostrożniejsze podejście do Capex Zarządu może zmniejszyć obawy rynku o wolne przepływy pieniężne. Spółka w 2Q'19 rozpocznie produkcję z nowej inwestycji sody oczyszczonej w Niemczech, dodatkowo w ciągu nadchodzących kwartałów w wynikach widoczna będzie konsolidacja przejętego Proplan (środki ochrony roślin). Aktualizujemy nasze prognozy o oczekiwane płaskie wyniki 1Q'19. Obniżamy naszą cenę docelową do 68,11 PLN/akcja (wcześniej 68,66 PLN/akcja) oraz podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Cena bieżąca

44,85 PLN

potencjał zmiany**Cena docelowa**

68,11 PLN

+51,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	68,11 PLN	2019-05-09	
poprzednia	kupuj	68,66 PLN	2019-04-02	
Podstawowe dane		CIE PW	vs. WIG	
Ticker	CIE PW	Zmiana 1M	-12,1%	-6,5%
ISIN	PLCIECH000018	Zmiana YTD	+1,2%	+1,5%
Liczba akcji (mln)	52,7	Średni obrót 1M	2,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 363,6	Średni obrót 6M	4,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 831,1	EV/EBITDA 12M fwd	5,1	-17,2%
Free float	33,0%	EV/EBITDA 5Y avg	6,1	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	728	770	795
marża EBITDA	22,6%	17,2%	18,8%	19,1%	19,0%
EBIT skor.	564	358	447	462	483
Zysk netto skor.	373	166	303	318	338
P/E skor.	6,3	14,2	7,8	7,4	7,0
P/BV	1,1	1,2	1,1	1,0	1,0
EV/EBITDA skor.	4,0	6,0	5,3	4,9	4,5
DPS	0,00	7,50	2,00	2,88	3,62
DYield	0,0%	16,7%	4,5%	6,4%	8,1%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
EBITDA		-3,5%	-3,4%	-3,4%	
Zysk netto		-6,4%	-6,4%	-6,3%	
Soda (USD/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Soda Ciech (PLN/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Soda vol (tys. ton)		0,0%	0,0%	0,0%	
Węgiel do celów energetycznych (PLN/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Węgiel kokсовy (USD/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Gaz ziemny (PLN/m3)		0,0%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA soda	704	540	588	620	637
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	258	266	271
Przepływy oper.	629	454	583	673	693
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	-308	-343
Dywidenda/buyback	0	-395	-105	-152	-191
FCF	234	-170	163	299	371
FCF/EBITDA	28%	-26%	22%	39%	47%
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	728	770	795	829	828	822	809	797	784	770	763
marża EBITDA	18,8%	19,1%	19,0%	19,6%	19,4%	19,2%	18,8%	18,4%	18,1%	17,7%	17,4%
EBIT	447	462	483	529	535	523	506	488	472	455	444
Podatek	83	87	92	103	105	103	100	97	94	91	89
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	163	299	371	438	433	421	407	392	377	363	353
PV FCF	156	266	308	338	311	280	251	225	200	178	
WACC	7,1%	7,1%	7,2%	7,3%	7,4%	7,4%	7,5%	7,5%	7,6%	7,6%	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

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2020P
Aktywa	4 644	4 831	4 979	5 083	5 163
Aktywa trwałe	3 205	3 559	3 699	3 766	3 779
Kapitał własny	2 188	1 970	2 168	2 334	2 481
Udział mniejszości	-3	0	0	0	0
Dług netto	865	1 464	1 467	1 378	1 252
Dług netto/EBITDA (x)	1,0	2,2	2,0	1,8	1,6
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	4,4	4,8	4,7	4,6	3,2	4,3
Maksimum	107,7	18,4	16,3	14,1	12,4	11,2
Mediana	11,8	10,6	9,2	6,9	6,0	6,1
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana wartość FCF	2 514
Dług netto	1 464
Inne korekty	-67
Wycena DCF na akcję (PLN)	76,41

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	51,72
DCF	50%	76,41
Cena wynikowa		64,07
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		68,11

Grupa Azoty kupuj (podwyższona)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Poprawa marży na produkcji nawozów oraz przejęcie Compo Expert pozwoliło na wyraźną poprawę wyników finansowych w 4Q'18 oraz 1Q'19. Mimo spadku obserwowanego cen nawozów w 2Q'19 naszym zdaniem przy bardzo niskiej bazie w 2Q'19 prawdopodobnie uda się utrzymać wzrost wyników finansowych w 2019 roku rynek z uwagą obserwuje zamierzenia Zarządu odnośnie inwestycji w projekt PDH. Tu jednak płynące informacje zaczęły się poprawiać, gdyż grupa uzyskała dwóch nowych inwestorów (Lotos i Hyundai) na realizację około 15% wartości inwestycji. Naszym zdaniem Grupa Azoty ma szanse w najbliższych miesiącach zachowywać się lepiej od rynku. Obecnie Spółka notowana jest z około 30% dyskontem na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA na 2019 rok. Na nadchodzące dwa miesiące dobrym pomysłem byłby naszym zdaniem zakup akcji ZA Puławy (pod dywidendę do spółki matki, mało prawdopodobne by Puławy objęły emisję w Policach) oraz sprzedaż akcji Polic (emisja akcji + ujemne FCF w kolejnych latach). Podwyższamy nasze prognozy Grupy Azoty na 2019 rok, cenę docelową do 45,39 PLN/akcja (wcześniej 43,20 PLN/akcja) oraz rekomendację z trzymaj do kupuj.

Cena bieżąca

35,92 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

45,39 PLN

+26,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	45,39 PLN	2019-05-09	
poprzednia	trzymaj	43,20 PLN	2019-03-05	
Podstawowe dane			ATT PW	vs. WIG
Ticker	ATT PW	Zmiana 1M	-14,5%	-8,9%
ISIN	PLZATRM00012	Zmiana YTD	+15,2%	+15,5%
Liczba akcji (mln)	99,2	Średni obrót 1M	2,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 563,1	Średni obrót 6M	5,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	6 904,7	EV/EBITDA 12M fwd	5,1	-22,7%
Free float	29,0%	EV/EBITDA 5Y avg	6,5	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody	9 617	9 999	12 034	12 108	12 422
EBITDA skor.	1 262	805	1 314	1 169	1 178
marża EBITDA	13,1%	8,1%	10,9%	9,7%	9,5%
EBIT skor.	672	122	563	429	451
Zysk netto skor.	550	43	372	263	260
P/E skor.	6,5	83,6	9,6	13,6	13,7
P/BV	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA skor.	3,6	8,0	5,3	6,7	7,8
DPS	0,79	1,20	0,00	0,00	0,80
DYield	2,2%	3,3%	0,0%	0,0%	2,2%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			+18,1%	+9,7%	+9,0%
Zysk netto			+63,7%	+83,6%	+63,7%
Mocznik (PLN/t)			-1,9%	-1,8%	-0,5%
Saletra (PLN/t)			+0,1%	+0,1%	+1,7%
Gaz ziemny (PLN/m3)			-9,4%	-4,7%	0,0%
Melamina (PLN/t)			-9,4%	-4,7%	0,0%
Poliamid 6 (PLN/t)			+5,2%	+5,5%	+6,6%
Propylen (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA nawozy	484	82	676	559	582
EBITDA tworzywa	221	192	174	162	138
EBITDA chemia	348	282	262	213	222
EBITDA Compo	0	0	127	125	128
EBITDA pozostałe	134	208	75	110	107
Przepływy oper.	1 087	1 043	1 060	1 121	1 121
Amortyzacja	590	683	751	740	727
Kapitał obrotowy	13	155	-192	-3	-13
Przepływy inv.	-709	-1 761	-1 372	-1 940	-2 199
CAPEX	1 063	2 042	1 387	1 940	2 199
Przepływy fin.	39	440	-119	481	1 075
Dywidenda/buyback	-78	-119	0	0	-79
FCF	49	-1 158	-350	-831	-1 087
FCF/EBITDA	4%	-151%	-27%	-71%	-92%
CFO/EBITDA	92%	136%	81%	96%	95%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Mocznik (PLN/t)	1 572	1 547	1 586	1 585	1 583	1 582	1 580	1 579	1 578	1 576	1 585
Saletra (PLN/t)	1 323	1 312	1 350	1 348	1 347	1 346	1 344	1 343	1 342	1 340	1 347
Gaz ziem. (PLN/m3)	1 000	1 075	1 184	1 184	1 184	1 184	1 184	1 184	1 184	1 184	1 184
Przychody	12 034	12 108	12 422	13 314	14 291	14 557	14 775	14 925	15 078	15 164	15 305
EBITDA	1 314	1 169	1 178	1 476	1 637	1 691	1 667	1 655	1 642	1 626	1 640
marża EBITDA	10,9%	9,7%	9,5%	11,1%	11,5%	11,6%	11,3%	11,1%	10,9%	10,7%	10,7%
EBIT	563	429	451	523	684	748	763	780	765	734	748
Podatek	86	57	53	48	67	83	89	95	94	90	94
CAPEX	-1 387	-1 940	-2 199	-943	-572	-619	-660	-814	-832	-878	-892
Kapitał obrotowy	-192	-3	-13	-38	-42	-11	-9	-6	-6	-4	-6
FCF	-350	-831	-1 087	447	957	977	908	740	710	655	650
PV FCF	-335	-748	-926	357	712	679	587	446	398	342	
WACC	6,8%	6,5%	6,2%	6,3%	6,5%	6,6%	6,8%	6,8%	6,9%	7,0%	7,0%
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

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	11 738	14 160	14 469	15 355	16 916
Aktywa trwałe	8 070	9 886	10 553	11 758	13 236
Kapitał własny	6 856	6 703	7 072	7 335	7 516
Udział mniejszości	588	625	630	637	644
Dług netto	367	2 226	2 712	3 650	4 952
Dług netto/EBITDA (x)	0,3	2,9	2,1	3,1	4,2
Dług netto/kap. wł. (x)	0,1	0,3	0,4	0,5	0,7

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	9,0	8,5	7,5	5,7	5,3	4,7
Maksimum	21,8	15,7	14,3	9,8	8,4	7,8
Mediana	13,9	11,0	9,2	7,9	6,8	6,3
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	8 270
Dług netto	2 226
Inne korekty	-625
Wycena DCF na akcję (PLN)	54,62

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	30,77
DCF	50%	54,62
Cena wynikowa		42,69
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		45,39

Paliwa Lotos sprzedaj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.klischcz@mbank.pl

Wyniki za 1Q nie przyniosły jakichś istotnych zaskoczeń i nadal uważamy, że pogorszenie otoczenia makro w rafinerii uniemożliwi realizację konsensusowych założeń EBITDA ~3 mld PLN. Obecnie obserwujemy niekorzystne dla Spółki osłabienie marż na dieslu (wysokie zapasy, rosnący import z USA i Azji) i ciężkim oleju opałowym, a dodatkowym problemem jest ujemny dyferencjał Ural/Brent. Nie do końca też wiadomo jaki wpływ będzie miało wstrzymanie dostaw rurociągiem Przyjaźń. Teoretycznie spółki zapewniają, że mogą skorzystać z rezerw obowiązkowych i alternatywnych kanałów, ale ta opcja nie była jeszcze na taką skalę testowana i nie można wykluczyć perturbacji, zarówno na poziomie ciągłości dostaw jak i rentowności przerobu. Podtrzymujemy nasze sceptyczne nastawienie do budowanych na rynku pozytywnych scenariuszy uzasadnianych wejściem dyrektywy IMO, które w przypadku Lotosu multiplikują efekt uruchomienia instalacji DCU. Negatywnym zaskoczeniem jest dla nas deklaracja Spółki w zakresie zainteresowania udziałem w projekcie PDH, realizowanym przez Grupę Azoty. Nie dostrzegamy w tym racjonalnych przesłanek (brak synergii po stronie dostaw i technologii), szczególnie że mowa o udziale mniejszościowym (wygląda to na dostarczenie brakującego finansowania). Jeśli chodzi o potencjalną fuzję z PKN to nie pojawiły się żadne nowe informacje i nadal nie można przesądzać finalnego efektu prowadzonych negocjacji z KE, 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 od Skarbu Państwa. Rekomendacja sprzedaż pozostaje bez zmian.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
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

76,96 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

65,41 PLN

-15,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	sprzedaj	65,41 PLN	2019-04-02

Podstawowe dane			LTS PW	vs. WIG
Ticker	LTS PW	Zmiana 1M	-6,3%	-0,7%
ISIN	PLLOTOS000025	Zmiana YTD	-13,0%	-12,7%
Liczba akcji (mln)	184,9	Średni obrót 1M	19,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	14 227,9	Średni obrót 6M	28,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	16 825,7	EV/EBITDA 12M fwd	4,7	-18,4%
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	8,5	9,0	13,1	11,8	11,0
P/BV	1,3	1,2	1,1	1,0	1,0
EV/EBITDA	5,4	4,4	6,5	5,4	4,6
DPS	1,00	1,00	2,58	1,77	1,96
DYield	1,3%	1,3%	3,3%	2,3%	2,5%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA LIFO			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Brent (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
USD/PLN			0,0%	0,0%	0,0%

Bilans i CF

(mln PLN)	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%
Zdyskontowana 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 (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

MOL jako jedyny w regionie zaskoczył negatywnie wynikami segmentu rafineryjnego w 1Q'19, nawet z nawiązką odwzorowując osłabienie modelowych marż. W efekcie wykonanie naszych rocznych prognoz po 3 miesiącach jest relatywnie niskie na tle regionalnych konkurentów (23,7%), ale nie odbiega istotnie od wzorca sezonowego z lat poprzednich, a dodatkowo zwracamy uwagę że w Lotosie i Orlenie baza odniesienia dla segmentu downstream jest znacznie bardziej wymagająca w 2H, szczególnie że oczekujemy w tym obszarze dalszej presji na marże. Nadal Spółka jest wyceniana ze znacznym dyskontem do polskich rafinerii, a jej zbalansowany profil biznesowy powinien być szczególnie doceniany w trudniejszej fazie cyklu. Skala wzrostu capex deklarowana przez Zarząd jest znacznie mniejsza niż w Orlenie, a bilans wyraźnie silniejszy (0,6x DN/EBITDA), co zapewnia stabilny wzrost dywidend i buduje poduszkę płynności na ciekawą akwizycję. Jednocześnie MOL kolejny kwartał z rzędu dostarcza mocnych wzrostów w segmencie detalicznym (stanowi już 15-16% w skonsolidowanym strumieniu EBITDA), co było tak mocno premiowane przez rynek w przypadku płockiego koncernu. Przypominamy też, 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

3 094 HUF

potencjał zmiany
Cena docelowa

3 223 HUF

+4,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	3 223 HUF	2019-04-02

Podstawowe dane			MOL HB	vs. WIG
Ticker	MOL HB	Zmiana 1M	-5,0%	+0,5%
ISIN	HU0000153937	Zmiana YTD	+0,5%	+0,8%
Skor. l. akcji (mln)	738,1	Średni obrót 1M	1 961,4 mln HUF	
MC (mln HUF)	2 283 769,5	Średni obrót 6M	2 034,3 mln HUF	
EV (mln HUF)	2 995 942,5	EV/EBITDA 12M fwd	4,3	-0,3%
Free float	53,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,3	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mld HUF)	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	7,4	7,6	14,0	9,8	8,9
P/BV	1,3	1,1	1,1	1,1	1,0
EV/EBITDA	4,5	3,8	4,9	4,2	3,9
DPS	78,13	127,50	142,50	152,64	160,27
DYield	2,5%	4,1%	4,6%	4,9%	5,2%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
CCS EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Marża petchem (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Brent (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mld HUF)	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
Efekt 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

(mld 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%
Zdyskontowana 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 (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Po obiecującym dynamicznym odbiciu w pierwszej połowie kwietnia, ceny gazu w Europie znów wróciły do niższych poziomów, ale nadal podtrzymujemy pozytywny scenariusz dla notowań surowca w kolejnych kwartałach. Dane o imporcie surowca do Chin za marzec (+16%) potwierdzają tezę, iż niski odczyt z lutego (+9%) był w dużej mierze pochodną pogody i dynamika za kwiecień powinna wrócić do 25-30%. W takim scenariuszu obawy o nierównowagę na rynku LNG powinny zelżeć, co wesprze bieżące notowania w europejskich hubach (zwracamy uwagę, że kontrakt roczny jest „mniej pesymistyczny” i notuje się z premią do spot rzędu 5 EUR/MWh). Cieniem na naszej pozytywnej rekomendacji dla PGNiG kładą się jednak słabe wyniki segmentu obrotu zaraportowane za 1Q'19, gdyż to właśnie tam oczekiwaliśmy największego pozytywnego zaskoczenia względem rynkowych oczekiwań (odwrócenie efektu hedgingu naturalnego, widoczne podwyżki cennika dla odbiorców komercyjnych i wyższa taryfa G). Z ostatecznymi wnioskami poczekamy do publikacji pełnego raportu kwartalnego, ale wszystko wskazuje na konieczność rewizji naszych tegorocznych prognoz EBITDA dla Grupy (prawdopodobnie nie doszacowaliśmy strony kosztowej w zakupach gazu). Częściowo będzie to kompensowane przez lepsze rezultaty w elektrociepłowniach i wydobywaniu (opóźnienie wprowadzenia podatku, mniejsza presja kosztowa). Uwzględniając powyższe i ostatni mocny spadek kursu, nie zmieniamy naszego zalecenia akumuluj (nawet przy korekcie prognoz o 5-10% implikowany wskaźnik EV/EBITDA wynosiłby 4,3-4,6), szczególnie że w odwodzie wciąż dostrzegamy pozytywne katalizatory (wyczekiwany wyrok arbitrażu z Gazpromem, akwizycje w Norwegii).

Cena bieżąca

5,62 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

6,92 PLN

+23,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	6,92 PLN	2019-04-02

Podstawowe dane			PGN PW	vs. WIG
Ticker	PGN PW	Zmiana 1M	-11,6%	-6,0%
ISIN	PLPGNIG000014	Zmiana YTD	-18,7%	-18,4%
Liczba akcji (mln)	5 778,3	Średni obrót 1M	23,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	32 474,1	Średni obrót 6M	32,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	30 128,5	EV/EBITDA 12M fwd	4,4	-12,7%
Free float	28,1%	EV/EBITDA 5Y avg	5,0	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	11,1	10,1	9,2	8,3	7,6
P/BV	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	5,0	4,5	4,0	3,5	3,2
DPS	0,20	0,07	0,10	0,18	0,27
DYield	3,6%	1,2%	1,7%	3,2%	4,8%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Brent (USD/Bbl)		0,0%	0,0%	0,0%	
Gaz EU (EUR/MWh)		0,0%	0,0%	0,0%	
USD/PLN		0,0%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA skor.	7 356	7 669	7 840	8 465	9 011
EBITDA	6 579	7 115	7 463	8 091	8 637
wydobywanie	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 (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Wyniki Orlenu za 1Q okazały się być bliskie oczekiwaniom rynku, ale warto zwrócić uwagę na fakt, iż zostały dodatkowo wsparte zmianą zasad rachunkowości na około 0,13 mld PLN (MSSF16). Po sprowadzeniu do pełnej porównywalności EBITDA LIFO byłaby więc niższa r/r o 0,2 mld PLN, a tymczasem konsensus roczny wciąż jest ambitny i zakłada utrzymanie rezultatów z 2018 (w ostatnich tygodniach obniżył się już jednak o około 0,3 mld PLN). Będzie to szczególnie trudne w kontekście dość wymagającej bazy odniesienia w kolejnych okresach (rekordowy wynik detalu w 4Q, wysokie marże na dieslu spowodowane niskim stanem Renu w 2H'18), tym bardziej że spodziewamy się dalszej presji na modelowe marże w petrochemii i rafinerii. Ponadto zwracamy uwagę, że wspomniany efekt MSSF16 na EBITDA (0,5-0,6 mld PLN w skali roku) idzie w parze ze wzrostem zadłużenia finansowego o 3,6 mld PLN, co pogarsza atrakcyjność wskaźnika EV/EBITDA. Ostatnie tygodnie przyniosły co prawda poprawę odczytów na marżach rafineryjnych i zanegowane zostało odbicie na cenach gazu ziemnego, ale traktujemy to jako zjawisko krótkoterminowe. Presja na rentowności powróci wraz z uruchamianymi nowymi instalacjami, a dodatkowo ciężać będzie ujemny dyferencjał Ural/Brent. Negatywnie na wynikach 2Q może też odcisnąć się zamieszanie z dostawami ropy rurociągiem, mimo że Spółka deklaruje, iż będzie to neutralne dla rentowności. Rekomendacja sprzedaj pozostaje bez zmian.

Cena bieżąca

91,32 PLN

potencjał zmiany
Cena docelowa

79,39 PLN

-13,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	sprzedaj	79,39 PLN	2019-04-02

Podstawowe dane			PKN PW	vs. WIG
Ticker	PKN PW	Zmiana 1M	-8,0%	-2,4%
ISIN	PLPKN0000018	Zmiana YTD	-15,6%	-15,3%
Liczba akcji (mln)	427,7	Średni obrót 1M	60,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	39 058,4	Średni obrót 6M	80,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	43 749,6	EV/EBITDA 12M fwd	4,9	-13,3%
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	5,9	7,1	11,8	12,2	11,4
P/BV	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA	3,9	4,6	6,2	6,0	5,4
DPS	3,00	3,00	3,50	3,00	3,00
DYield	3,3%	3,3%	3,8%	3,3%	3,3%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA LIFO			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Marża petchem (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
USD/PLN			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	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
Efekt 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 (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.klischcz@mbank.pl

Od początku roku akcje CEZ odchylają się in minus od europejskiego benchmarku dla spółek utilities o ponad 10 punktów procentowych i kwiecień nie przyniósł w tym zakresie większych zmian, mimo zbliżającej się publikacji raczej mocnych wyników za 1Q. 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 (DYield średnio 4,7% i powrót do w okolice 6% dopiero w 2021 roku).

Cena bieżąca

529,00 CZK

potencjał zmiany

Cena docelowa

565,50 CZK

+6,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	565,50 CZK	2019-04-02

Podstawowe dane		CEZ CP	vs. WIG
Ticker	CEZ CP	Zmiana 1M	-2,5% +3,1%
ISIN	CZ0005112300	Zmiana YTD	-1,1% -0,8%
Liczba akcji (mln)	538,0	Średni obrót 1M	157,7 mln CZK
MC (mld CZK)	284,6	Średni obrót 6M	127,5 mln CZK
EV (mld CZK)	435,0	EV/EBITDA 12M fwd	7,3 +1,5%
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	15,2	27,6	16,0	15,3	14,7
P/BV	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2
EV/EBITDA	7,8	8,9	7,5	7,2	6,9
DPS	33,00	32,71	21,91	29,72	31,05
DYield	6,2%	6,2%	4,1%	5,6%	5,9%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Energia (EUR/MWh)		0,0%	0,0%	0,0%	
EUR/CZK		0,0%	0,0%	0,0%	
CO2 (EUR/t)		0,0%	0,0%	0,0%	

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
dystribucja	19 067	19 771	19 899	20 390	20 886
obróć	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%
Zdykontowana 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 (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Enea w kwietniu zachowywała się najgorzej w sektorze i to pomimo prezentacji bardzo dobrych wyników przez LWB, które nie tylko uwiarygodniły nasze prognozy znacznej poprawy EBITDA kopalni r/r (poprawa uzysków z wyjątkowo słabego poziomu 60% w 2018 do 63%, przy średniej 64% w latach 2015-17), ale dają też szansę na jej podniesienie. Przypominamy, że w ubiegłym roku to właśnie ten segment obok wytwarzania był największym rozczarowaniem i doprowadził do znacznego obniżenia konsensusu na 2019-20. Nadal utrzymujemy scenariusz znacznego zwiększenia EBITDA 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/optimalizacji 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). 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 50% konsolidację projektu Ostrołęka C, a ostatnie komunikaty potwierdzałyby maksymalne ograniczenie udziału Enei do 1 mld PLN). Tymczasem na wskaźniku EV/EBITDA Enea schodzi w latach 2019-21 poniżej 3,0x.

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
wydobycie	709	470	660	648	653
distribucja	1 073	1 111	1 143	1 200	1 238
obrót	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%

Cena bieżąca

7,45 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

12,51 PLN

+67,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	12,51 PLN	2019-04-02

Podstawowe dane	ENA PW	Zmiana IM	ENA PW	vs. WIG
Ticker	PLENEA000013	Zmiana YTD	-13,8%	-8,2%
ISIN	PLENEA000013	Średni obrót 1M	-24,7%	-24,5%
Liczba akcji (mln)	441,4	Średni obrót 6M		5,1 mln PLN
MC (mln PLN)	3 288,7	EV/EBITDA 12M fwd		7,6 mln PLN
EV (mln PLN)	9 885,9	EV/EBITDA 5Y avg	3,3	-33,2%
Free float	48,5%		4,9	dyskonto

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	3,1	4,8	2,7	2,5	2,0
P/BV	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	3,6	4,2	3,0	2,8	2,6
DPS	0,28	0,00	0,00	0,00	0,60
DYield	3,7%	0,0%	0,0%	0,0%	8,0%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Energia (PLN/MWh)		0,0%	0,0%	0,0%	
Węgiel (PLN/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
CO2 (EUR/t)		0,0%	0,0%	0,0%	

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

	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 (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Energa obok Enei była najgorszą spółką z sektorowego indeksu w kwietniu, mimo braku jednoznacznych katalizatorów (wzrost cen CO₂ sprzyja koncernowi ze względu na niską emisyjność, koncern jest też beneficjentem wyższych cen zielonych certyfikatów). Prawdopodobnie główną przesłanką była relatywnie wyższa wycena na bazie wskaźnika EV/EBITDA (~4,0x na lata 2019-21 vs. średnia dla najbliższych konkurentów ~3,1x). Teoretycznie jest ona uzasadniona profilem biznesowym (OZE+ dystrybucja+ generacja regulowana), ale przy obecnym sentymencie do sektora nie jest to zapewne żaden argument. Nie pomaga też brak jasności w temacie projektu Ostrołęka C, który zamiast konkretów w sprawie finansowania dostarcza wciąż jakieś pomostowe rozwiązania. Potencjalnym źródłem ryzyka była też prowadzona przez Energeę polityka cenowa w obrocie, gdyż zgodnie z sygnałami rynkowymi Spółka zaczęła nadgorliwie obniżać ceny dla klientów komercyjnych mimo braku rozporządzenia w sprawie rekompensat (pozostali gracze fakturowali klientów wciąż po wyższych cenach), ale wszystko wskazuje na to, że wycofała się z tej praktyki. W efekcie nasze prognozy wzrostu wyników w obrocie pozostają aktualne i generalnie uważamy, że ten rok Spółka zamknie 5% wzrostem skorygowanego strumienia EBITDA (+15% na wynikach raportowanych). Potencjalnym źródłem pozytywnego zaskoczenia może być poziom utylizacji bloków w Ostrołęce w kolejnych kwartałach i wyższa od zakładanej w modelu cena zielonych certyfikatów (86 PLN vs. aktualne notowania powyżej 130 PLN/MWh). Rekomendacja kupuj pozostaje bez zmian.

Cena bieżąca

7,22 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

12,21 PLN

+69,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	12,21 PLN	2019-04-02

Podstawowe dane			ENG PW	vs. WIG
Ticker	ENG PW	Zmiana 1M	-11,9%	-6,3%
ISIN	PLENERG00022	Zmiana YTD	-19,0%	-18,7%
Liczba akcji (mln)	414,1	Średni obrót 1M	3,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 987,5	Średni obrót 6M	6,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	8 090,9	EV/EBITDA 12M fwd	3,7	-22,3%
Free float	48.5%	EV/EBITDA 5Y ava	4.7	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	3,9	4,0	4,1	4,4	4,4
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2
EV/EBITDA	3,3	4,0	3,8	4,0	4,2
DPS	0,19	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	2,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Energia (PLN/MWh)		0,0%	0,0%	0,0%	
Węgiel (PLN/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
CO2 (EUR/t)		0,0%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	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
dystrybucja	1 723	1 704	1 678	1 758	1 760
obróć	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
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	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%
Zdyskontowana 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

Kurs PGE wrócił w okolice swoich minimów, a ostatecznym katalizatorem były rozczarowujące wstępne wyniki za 1Q. Teoretycznie po ich oczyszczeniu o zawiązane rezerwy na rekompensaty za zamrożenie cen energii (prawdopodobnie odwrócenie księgowych decyzji z 4Q), EBITDA byłaby zgodna z konsensem, ale rynek i tak zareagował dość nerwowo. My oczekiwaliśmy nieco więcej po 1Q i dlatego musimy obniżyć roczne szacunki o około 0,2 mld PLN, gdyż trudno będzie odrobić ubytek wolumenów na wytwarzaniu w kolejnych okresach. Zakładamy jednocześnie, że wspomniane rezerwy zostaną odwrócone. W kolejnych kwartałach Spółka powinna wrócić do dodatnich dynamik EBITDA r/r, szczególnie że baza odniesienia będzie znacznie mniej wymagająca (efekt zmiany księgowania kosztów CO₂-z FIFO na średnią, straty na tradingu w generacji, wyższe koszty zielonych certyfikatów, mniejszy sezonowy wpływ ubytku żółtych certyfikatów). Dodatkowo zwracamy uwagę na pozytywne zaskoczenie na dystrybucji w 1Q'19 w stosunku do pesymistycznych oczekiwań Zarządu z początku roku (w 2Q'19 będzie obowiązywała już nowa taryfa). Oczekujemy, że słabszy CF z operacji w 1Q jest zjawiskiem tymczasowym (efekt finansowania zamrożenia cen dla gospodarstw domowych i standardowa sezonowość). W naszym modelu uwzględniamy też 10,9 mln ton darmowych uprawnień przyznanych PGE w kwietniu oraz zmianę MSSF16 zwiększającą dług netto o 0,9 mld PLN. W efekcie obniżamy nieznacznie cenę docelową do 13,38 PLN z 13,66 PLN, utrzymując rekomendację kupuj. Pozytywnym katalizatorem dla kursu, choć na razie ignorowanym, może być też widoczna odbudowa terminowych spreadów CDS na TGE.

Cena bieżąca

8,61 PLN

potencjał zmiany
Cena docelowa

13,38 PLN

+55,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	13,38 PLN	2019-05-09	
poprzednia	kupuj	13,66 PLN	2019-04-02	
Podstawowe dane			PGE PW	vs. WIG
Ticker	PGE PW	Zmiana 1M	-10,7%	-5,1%
ISIN	PLPGER000010	Zmiana YTD	-13,9%	-13,6%
Liczba akcji (mln)	1 869,8	Średni obrót 1M	22,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	16 098,8	Średni obrót 6M	26,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	27 594,0	EV/EBITDA 12M fwd	3,6	-24,1%
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	39 006,0	42 882,2	41 715,9
EBITDA	7 650,0	6 364,0	7 308,6	9 026,2	9 624,1
marża EBITDA	33,1%	24,5%	18,7%	21,0%	23,1%
EBIT	3 552,0	2 471,0	3 226,4	4 805,8	5 330,1
Zysk netto	2 600,0	1 498,0	2 348,3	3 611,8	4 064,6
P/E	6,2	10,7	6,9	4,5	4,0
P/BV	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	3,2	4,2	3,8	2,9	2,5
DPS	0,00	0,00	0,00	0,31	0,48
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	3,6%	5,6%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2020P
EBITDA			-2,1%	+11,6%	0,0%
Zysk netto			-5,4%	+26,4%	+0,1%
Energia (PLN/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA skor.	6 481	6 701	7 309	9 026	9 624
EBITDA	7 650	6 364	7 309	9 026	9 624
wytwarzanie	4 099	2 938	3 875	5 400	5 890
OZE	364	463	492	510	538
dystrybucja	2 333	2 463	2 443	2 524	2 602
obróć	811	263	505	598	599
pozostałe	43	237	-6	-6	-6
Saldo finansowe	-330	-279	-311	-331	-296
Produkcja energii TWh	56,8	65,9	65,2	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
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	39 006	42 882	41 716	41 942	40 219	40 406	40 609	40 811	41 026	41 440	41 440
EBITDA	7 309	9 026	9 624	9 276	7 952	7 792	7 775	7 721	7 842	7 973	7 973
marża EBITDA	18,7%	21,0%	23,1%	22,1%	19,8%	19,3%	19,1%	18,9%	19,1%	19,2%	19,2%
EBIT	3 226	4 806	5 330	4 789	3 457	3 104	2 880	2 603	2 487	2 368	3 132
Podatek	613	913	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	219	-504	152	-29	224	-24	-26	-26	-28	-54	-54
FCF	211	1 930	4 212	3 831	3 077	2 643	2 568	2 465	2 500	2 519	2 483
PV FCF	200	1 696	3 413	2 862	2 120	1 678	1 504	1 330	1 244	1 156	
WACC	8,0%	8,1%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	7 934	5 102	6 974	7 672	8 819
CFO/EBITDA	104%	80%	95%	85%	92%
Capex	6 071	6 393	6 704	5 679	4 551
Kapitał obrotowy	3 762	5 290	5 071	5 575	5 423
Kapitał własny	45 128	46 727	49 004	51 958	55 049
Dług netto	7 487	9 421	10 408	9 404	6 406
Dług netto/EBITDA (x)	1,0	1,5	1,4	1,0	0,7

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	2,7	2,3	2,0	3,0	2,8	2,6
Maksimum	25,5	23,4	20,6	11,9	10,3	10,0
Mediana	14,7	12,7	11,8	7,5	6,7	6,3
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	34 824
Dług netto	10 296
Inne korekty	-1 074
Wycena DCF na akcję (PLN)	12,54

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	24,71
DYield-porównawcza	0%	6,24
DCF	100%	12,54
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		13,38

Tauron kupuj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Akcje Tauronu od początku roku straciły już ponad 20%, a tymczasem Spółka zaskoczyła wynikami 1Q i uwiarygodniła nasze roczne szacunki na poziomie 3,5 mld PLN EBITDA (wykonanie 34% po pierwszych 3 miesiącach i po korekcie o zdarzenia o charakterze jednorazowym na 85 mln PLN), które wyraźnie odchylają się od rynkowego konsensusu. Udało się to mimo nadal słabych rezultatów w kopalniach, które powinny z kwartału na kwartał podnosić wolumeny wydobycia. Warto zwrócić uwagę na mocny wynik w dystrybucji (szczególnie po obawach wywołanych prognozami PGE) oraz zrealizowaną poprawę marż w wytwarzaniu (EBITDA 327 mln PLN vs 230 mln PLN rok wcześniej). Oczywiście dla Spółki bardzo istotne będzie finalne rozstrzygnięcie w temacie rekompensat, zarówno z uwagi na duży udział obrotu w EBITDA jak i wysoki poziom zadłużenia. Przy neutralnym wpływie zamrożenia cen energii Tauron nie powinien mieć problemu z utrzymaniem kowenantów na poziomie 3,5 DN/EBITDA (na koniec marca 2,7x), 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

1,68 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

2,89 PLN

+72,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	2,89 PLN	2019-04-02

Podstawowe dane			TPE PW	vs. WIG
Ticker	TPE PW	Zmiana 1M	-10,5%	-4,9%
ISIN	PLTAURN00011	Zmiana YTD	-23,5%	-23,2%
Liczba akcji (mln)	1 752,5	Średni obrót 1M		9,1 mln PLN
MC (mln PLN)	2 935,5	Średni obrót 6M		11,1 mln PLN
EV (mln PLN)	13 706,9	EV/EBITDA 12M fwd	4,0	-16,1%
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	2,1	15,1	2,6	2,2	1,9
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
EV/EBITDA	3,4	3,9	3,9	3,4	2,9
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			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Energia (PLN/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	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
dystrybucja	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	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	3 559	2 057	3 436	3 582	3 897
CFO/EBITDA	100%	62%	97%	90%	91%
Capex	3 562	3 576	3 677	3 116	2 542
Kapitał obrotowy	489	816	639	696	681
Kapitał własny	18 036	18 296	19 359	20 689	22 197
Dług netto	8 944	10 140	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 4,85 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 4,70 PLN **-3,1%**

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

Podstawowe dane			NET PW	vs. WIG
Ticker	NET PW	Zmiana 1M	-3,8%	+1,8%
ISIN	PLNETIA00014	Zmiana YTD	-3,0%	-2,7%
Liczba akcji (mln)	337,0	Średni obrót 1M		0,1 mln PLN
MC (mln PLN)	1 634,7	Średni obrót 6M		0,2 mln PLN
EV (mln PLN)	1 912,2	EV/EBITDA 12M fwd	5,4	+9,2%
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	46,0	25,2	32,6	27,0	23,0
P/BV	0,9	0,9	0,9	0,8	0,9
EV/EBITDA	5,0	5,1	5,5	5,6	5,4
DPS	0,20	0,00	0,00	0,00	0,40
DYield	4,1%	0,0%	0,0%	0,0%	8,2%
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	
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

	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 Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Orange Polska zaraportowało zestaw dobrych wyników za 1Q'19 zgodny z konsensusem rynkowym i naszymi oczekiwaniami. Wynik EBITDAaL oczyszczony o zyski na sprzedaży nieruchomości jest stabilny R/R. Mogło to zawieść oczekiwania inwestorów liczących na wzrosty wyników. Z drugiej strony Zarząd podtrzymał cele na 2019 r. (wzrost EBITDA) oraz podkreślił duży potencjał do dalszych cięć kosztów w Spółce. Warto w tym miejscu podkreślić, że 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.). Dodatkowo, zwracamy uwagę, że rośnie baza klientów konwergentnych B2C (+186 tys. w ciągu 2018 r.), Spółka ustabilizowała poziom cen za usługi konwergentne, rośnie sprzedaż usług na FTTx (151 tys. w ciągu 2Q'18-1Q'19. Zestaw takich danych przekonuje nas do powodzenia przyjętego planu naprawczego i do powrotu do wzrostu EBITDA od 2019 r. 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. 4,3x na EV/EBITDA'19 jest naszym zdaniem niski i tworzy okazję inwestycyjną. Podtrzymujemy pozytywne podejście.

Cena bieżąca

4,70 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

6,40 PLN

+36,2%

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

Podstawowe dane			OPL PW	vs. WIG
Ticker	OPL PW	Zmiana 1M	-9,4%	-3,8%
ISIN	PLTLKPL00017	Zmiana YTD	-1,9%	-1,6%
Liczba akcji (mln)	1 312,0	Średni obrót 1M	5,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	6 166,4	Średni obrót 6M	8,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	12 439,6	EV/EBITDA 12M fwd	4,3	-6,9%
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	-	616,6	59,0	21,6	16,1
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	4,5	4,5	4,3	4,0	3,7
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,3%
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
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	
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

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%
Zdyskontowana wartość FCF	14 987
Dług netto	6 436
Inne korekty	2
Wycena DCF na akcję (PLN)	6,52

Wycena

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

Play akumuluj (podtrzymana)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Od wydania naszego raportu analitycznego z października'18 notowania Play wzrosły o >50%. W międzyczasie Play zaraportował spadek skorygowanej EBITDA za 2H'18, co wywołało pytania inwestorów o wyniki Spółki w 2019 r. Jednak sądzimy, że Play od 1Q'19 powróci do wzrostu wyników — zakładamy +6,1% R/R na linii skorygowana EBITDA. Widoczny będzie naszym zdaniem zwłaszcza spadek kosztów roamingu krajowego oraz poprawa sprzedaży smartfonów. Play jest notowany obecnie na EV/EBITDA'19/'20=5,6x/5,6x i P/E'19/'20= 7,7x/7,4x. Poziom wyceny giełdowej jest naszym zdaniem atrakcyjny patrząc na wysoki generowany strumień gotówki (716 mln PLN w 2019 r. implikuje ponadprzeciętny FCFE Yield=12%). Play pozostaje Spółką z najwyższym poziomem dywidendy w polskim sektorze telekomunikacyjnym: DivYield'19 wynosi 5,9% vs. 0,0% OPL i CPS=3,6%. Sentyment do Spółki w krótkim terminie mogą poprawić zakupy insiderów z ostatnich tygodni. Korygujemy naszą cenę docelową o ustaloną w maju dywidendę w wysokości 1,45 PLN, tj. do poziomu 25,25 PLN. Podtrzymujemy pozytywne podejście do Spółki.

Cena bieżąca

24,42 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

25,25 PLN

+3,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	25,25 PLN	2019-05-09	
poprzednia	akumuluj	26,70 PLN	2019-04-12	
Podstawowe dane			PLY PW	vs. WIG
Ticker	PLY PW	Zmiana 1M	+10,9%	+16,5%
ISIN	LU1642887738	Zmiana YTD	+26,2%	+26,5%
Liczba akcji (mln)	253,7	Średni obrót 1M	11,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	6 195,4	Średni obrót 6M	15,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	12 445,1	EV/EBITDA 12M fwd	5,6	-4,3%
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	6 992	7 113	7 260
EBITDA	1 904	2 160	2 232	2 282	2 341
marża EBITDA	28,5%	31,6%	31,9%	32,1%	32,2%
EBIT	1 107	1 371	1 421	1 453	1 448
Zysk netto	387	744	801	840	850
P/E	16,0	8,3	7,7	7,4	7,3
P/BV	-	-	26,6	8,3	4,8
EV/EBITDA	6,8	5,9	5,6	5,6	5,3
DPS	0,00	2,57	1,45	1,27	1,27
DYield	0,0%	10,5%	5,9%	5,2%	5,2%
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	12 775	13 034	13 209
ARPU (PLN)	32,0	32,3	32,3	32,9	33,0
Przychody	6 670	6 839	6 992	7 113	7 260
przychody z usług	4 878	5 083	5 187	5 272	5 373
obróć sprzętem	1 792	1 756	1 805	1 840	1 888
Koszty	4 766	4 679	4 760	4 831	4 920
interkonekt	1 729	1 922	1 830	1 811	1 804
koszty kontraktów	429	421	453	465	473
sprzęt	1 410	1 442	1 534	1 566	1 609
koszty osobowe	526	255	283	292	301
usługi obce	606	515	575	613	649
pozostałe	65	124	85	83	83
EBITDA skoryg.	2 298	2 159	2 262	2 312	2 371
marża	34,4%	31,6%	32,4%	32,5%	32,7%
Zysk netto	387	744	801	840	850

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Przychody	6 992	7 113	7 260	7 369	7 452	7 520	7 579	7 640	7 694	7 743	7 743
EBITDA	2 232	2 282	2 341	2 377	2 427	2 438	2 444	2 455	2 466	2 472	2 472
marża EBITDA	32,6%	32,6%	32,9%	32,7%	32,9%	32,7%	32,5%	32,4%	32,3%	32,1%	32,1%
Amortyzacja	810	829	892	916	979	1 004	1 014	1 007	998	987	987
EBIT	1 421	1 453	1 448	1 461	1 448	1 434	1 430	1 449	1 468	1 484	1 484
Podatek	270	276	275	278	275	272	272	275	279	282	282
NOPLAT	1 151	1 177	1 173	1 183	1 173	1 162	1 158	1 173	1 189	1 202	1 202
CAPEX	-838	-1 416	-815	-1 700	-1 174	-1 007	-720	-726	-731	-736	-736
Kapitał obr. + inne	-223	-238	-253	-262	-256	-253	-252	-254	-252	-251	-251
FCF	901	352	997	137	722	905	1 200	1 200	1 204	1 203	1 203
PV FCF	860	314	829	106	523	612	757	704	656	609	
WACC	7,2%	7,1%	7,2%	7,1%	7,1%	7,2%	7,3%	7,4%	7,6%	7,8%	
Dług netto / EV	50,6%	51,6%	49,9%	52,3%	52,0%	50,9%	48,5%	45,9%	42,8%	39,5%	
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	

*cena docelowa skorygowana o dywidendę 1,45 PLN

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	1 389	2 037	2 004	2 017	2 069
CFO/EBITDA skor.	60%	94%	89%	87%	87%
Capex	-650	-781	-838	-1 416	-815
Aktywa ogółem	8 831	8 521	8 647	9 386	9 543
Kapitał własny	-213	-201	233	751	1 279
Dług netto	6 710	6 653	6 250	6 502	6 093
Dług netto/EBITDA (x)	2,9	3,1	2,8	2,8	2,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18	19P	20P	18	19P	20P
Minimum	28,9	21,4	17,9	5,1	4,8	4,6
Maksimum	113,0	27,7	23,7	12,2	11,6	11,0
Mediana	14,0	12,8	11,6	5,3	5,1	4,9
waga	33%	33%	33%	0%	0%	0%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,3
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	13 978
Dług netto	6 653
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	28,88

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	20,74
DCF	50%	28,88
Cena wynikowa		24,85
Koszt kapitału 9M		7,5%
Cena docelowa za 9M*		25,25

Agora kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Notowania Agory umocniły się w ostatnim miesiącu o 4,2%, były lepsze od szerokiego indeksu o 9,7%. Zbliża się publikacja wyników za 1Q'19. Spodziewamy się bardzo dobrych odczytów w segmencie Film i Książka, jednak słabego kwartału w biznesach reklamowych. Oczyszczona EBITDA wyniesie ok. 21,6 mln PLN, co oznacza spadek o 10% vs. 23,9 mln PLN skorygowany wynik w 1Q'18. Pomimo tego podtrzymujemy pozytywne podejście do Agory, a ewentualną korektę pod spadek wyników R/R wykorzystalibyśmy na akumulowanie walorów Spółki. Biznes kinowy jest dla nas kluczowy w ocenie Agory i jego dobra kondycja, którą można zaobserwować od kilku miesięcy, powinna być kluczowym argumentem za inwestycją w walory spółki. De facto, biznes kinowy w Agorze wyceniamy na na >470 mln PLN, niewiele mniej niż całej Agory. 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 ostatnie decyzje o cięciach kosztów w segmencie Druk.

Cena bieżąca

12,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

16,00 PLN

+28,0%

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

Podstawowe dane		AGO PW	vs. WIG
Ticker	AGO PW	Zmiana 1M	+4,2% +9,7%
ISIN	PLAGORA00067	Zmiana YTD	+25,0% +25,3%
Liczba akcji (mln)	46,6	Średni obrót 1M	0,3 mln PLN
MC (mln PLN)	582,3	Średni obrót 6M	0,3 mln PLN
EV (mln PLN)	590,5	EV/EBITDA 12M fwd	6,1 +13,0%
Free float	76,9%	EV/EBITDA 5Y avg	5,4 premia

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	-	114,4	41,5	22,1	13,7
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	20,2	6,5	5,7	5,2	4,6
DPS		0,50	0,50	0,50	0,50
DYield		4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
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
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
wylączenia	-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

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%

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%

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 = 6,9x, 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 wysoką 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 контент 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, zwłaszcza że niektórzy inwestorzy mogą być rozczarowani publikacją wyników za 1Q'19 (spodziewamy się, że wynik EBITDA pod IFRS15 bez Netii wyniesie 846 mln PLN, co oznacza spadek o 5,0% R/R).

Cena bieżąca

26,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

23,20 PLN

-10,8%

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

Podstawowe dane			CPS PW	vs. WIG
Ticker	CPS PW	Zmiana 1M	+2,0%	+7,5%
ISIN	PLCFRPT00013	Zmiana YTD	+15,2%	+15,5%
Liczba akcji (mln)	639,5	Średni obrót 1M		6,6 mln PLN
MC (mln PLN)	16 628,1	Średni obrót 6M		11,3 mln PLN
EV (mln PLN)	26 282,0	EV/EBITDA 12M fwd	6,8	-2,1%
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	17,0	16,9	15,0	12,4	11,2
P/BV	1,4	1,2	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA	7,5	7,5	6,9	6,4	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
kонтent	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

Podtrzymujemy pozytywne podejście do Wirtualnej Polski. Spodziewamy się, że Spółka zaraportuje w 1Q'19 wzrost przychodów bez barteru o 28% R/R. Częściowo będzie to efekt konsolidacji MyTravel i Extradom, jednak w dużej mierze będzie to wynik dobrej koniunktury na rynku reklamy internetowej oraz dalszych istotnych wzrostów w obszarze e-commerce. Spółka generuje wysoki CFO (konwersja CFO/EBITDA w 2018 r. wyniosła 89%). 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.

Cena bieżąca

57,60 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

61,50 PLN

+6,8%

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

Podstawowe dane			WPL PW	vs. WIG
Ticker	WPL PW	Zmiana 1M	-2,7%	+2,9%
ISIN	PLWRTPL00027	Zmiana YTD	+9,1%	+9,4%
Liczba akcji (mln)	29,8	Średni obrót 1M	0,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 715,1	Średni obrót 6M	0,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 894,2	EV/EBITDA 12M fwd	9,2	-10,5%
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	37,9	22,6	18,1	15,4	14,1
P/BV	4,1	3,7	3,3	2,9	2,6
EV/EBITDA	14,7	12,5	9,6	8,5	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

Po publikacjach dobrych wyników w kolejnych kwartałach 2018, sądzimy że wyniki za 1Q'19 mogą przynieść pewne osłabienie sentymentu. Spodziewamy się spadku obrotów w jednostce dominującej o - 5% R/R ze względu na niższe obroty w bankowości (brak Deutsche Bank) oraz przestój w administracji publicznej. EBIT spółki matki szacujemy w 1Q'19 na 31,9 mln PLN, tj. -31% R/R. Znaczna poprawa wyników w Formula Systems (EBIT 80,7 mln PLN, +42% R/R), poprawa także na rynkach międzynarodowych (EBIT 60,9 mln PLN, + 12% R/R) przełożą się jednak na wzrost wyników całej grupy (oczekujemy 72,0 mln PLN zysku netto, tj. +4% R/R), co może przynieść rozczarowanie inwestorów. Z drugiej strony kluczowym argumentem wspierającym Asseco Poland jest niewątpliwie wysoka dywidenda (3,07 PLN za 2018 r.). Dzień ustalenia dywidendy wyznaczono na 20 maja. Oczekujemy zainteresowania inwestorów w najbliższym czasie. Niemniej jednak nie widzimy dużego potencjału wzrostowego w Asseco Poland obecnie i neutralne podejście do Spółki.

Cena bieżąca

52,25 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

53,00 PLN

+1,4%

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

Podstawowe dane			ACP PW	vs. WIG
Ticker	ACP PW	Zmiana 1M	-5,3%	+0,2%
ISIN	PLSOFTB000016	Zmiana YTD	+13,3%	+13,6%
Liczba akcji (mln)	83,0	Średni obrót 1M		3,3 mln PLN
MC (mln PLN)	4 336,8	Średni obrót 6M		4,4 mln PLN
		P/E 12M fwd	12,9	+3,9%
Free float	68,0%	P/E 5Y avg	12,5	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	13,0	14,7	14,3	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	5,8%	5,8%	5,8%	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%	0,0%	0,0%	
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

Oczekujemy utrzymania spadkowej tendencji w wynikach Spółki w 1Q'19, na co wpływ będą miały coraz niższe przychody z tytułu sprzedaży gry Wiedźmin 3: Dzikie Gon oraz utrzymujące się wysokie nakłady na marketing. Naszym zdaniem w maju kurs Spółki będzie dyskontował oczekiwania inwestorów dotyczące dodatkowych informacji na temat gry Cyberpunk 2077, które powinny się pojawić podczas targów E3 w Los Angeles (potencjalna publikacja daty premiery). Zarząd na konferencji poświęconej publikacji wyników Spółki za 2018 rok zapowiedział intensywną kampanię promocyjną na targach E3. Naszym zdaniem kolejne materiały dotyczące Cyberpunk 2077 będą podwyższały oczekiwania graczy oraz inwestorów dotyczących kolejnej produkcji. Biorąc pod uwagę stopniowy wzrost cen gier na rynku, nieznacznie podwyższamy nasze szacunki (EBITDA +4,5%/+2,3% odpowiednio w latach 2019/2020). W efekcie wprowadzonych zmian podwyższamy naszą cenę docelową do 237,50 PLN na akcję oraz podtrzymujemy zalecenie akumuluj.

Cena bieżąca

215,00 PLN

potencjał zmiany**Cena docelowa**

237,50 PLN

+10,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	akumuluj	237,50 PLN	2019-05-09
poprzednia	akumuluj	221,00 PLN	2019-04-02
Podstawowe dane			
Ticker	CDR PW	Zmiana 1M	+5,3% +10,9%
ISIN	PLOP TTC00011	Zmiana YTD	+47,7% +48,0%
Liczba akcji (mln)	96,1	Średni obrót 1M	42,9 mln PLN
MC (mln PLN)	20 665,8	Średni obrót 6M	53,1 mln PLN
EV (mln PLN)	20 129,4	EV/EBITDA 12M fwd	22,2 -4,2%
Free float	65,3%	EV/EBITDA 5Y avg	23,2 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	463	363	308	3 092	2 641
EBITDA	246	117	44	2 348	2 174
marża EBITDA	53,1%	32,3%	14,3%	75,9%	82,3%
EBIT	241	112	39	2 342	2 168
Zysk netto	200	109	39	1 964	1 909
P/E	-	-	-	10,5	10,8
P/BV	23,2	20,6	19,9	7,0	4,4
EV/EBITDA	80,6	170,8	456,2	7,7	7,6
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
EBITDA				+39,0%	+6,6%
Zysk netto				+37,2%	+6,6%
W3 (S)				-	-
Gwint (S)				0,0%	0,0%
C2077 (S)				-	+1,4%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Produkcja gier (S)	330	228	174	2 985	2 479
Produkcja gier (EBIT)	223	114	54	2 384	2 154
Produkcja gier (marża)	67,4%	49,8%	31,1%	79,9%	86,9%
GOG.com (S)	169,6	144,3	138,1	145,0	140,2
GOG.com (EBIT)	18,4	-1,1	2,0	4,2	2,7
GOG.com (marża)	10,8%	-0,8%	1,4%	2,9%	1,9%
Przepływy oper.	232	133	31	2 094	1 782
Amortyzacja	5	5	5	6	6
Kapitał obrotowy	34	46	-26	-118	21
Przepływy inv.	-291	-106	-46	-160	-173
CAPEX	-13	-15	-9	-10	-11
Nakłady na produkcję	77	98	137	150	162
FCF	144	40	-112	1 981	1 674
FCF/EBITDA	-183%	83%	77%	73%	77%
CFO/EBITDA	51%	87%	82%	81%	80%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
W3 (tys. szt.)	1 860	1 624	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	312	3 130	2 620	1 600	3 472	2 143	3 397	2 121	1 259	1 327	-
EBITDA	61	2 394	2 163	1 219	2 856	1 634	2 714	1 546	825	855	-
marża EBITDA	19,6%	76,5%	82,6%	76,2%	82,3%	76,3%	79,9%	72,9%	65,5%	64,5%	-
EBIT	56	2 388	2 157	1 213	2 850	1 628	2 708	1 540	818	849	-
Podatek	11	454	410	230	542	309	514	293	155	161	-
CAPEX	-146	-160	-173	-186	-199	-209	-207	-214	-221	-228	-
Kapitał obrotowy	-26	-118	21	43	-78	56	-53	53	36	-3	-
FCF	-112	1 981	1 674	886	2 188	1 272	2 121	1 214	485	464	464
PV FCF	-106	1 732	1 349	658	1 497	802	1 233	650	240	211	-
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	124	108	95
Gwint (S)	43	45	45	31	16
Cyberpunk 2077 (S)	0	0	0	2 759	979
Produkcja w toku	142	243	370	201	290
Środki pieniężne	67	104	95	2 080	3 757
Dług netto	-647	-659	-550	-2 535	-4 212
Dług netto/EBITDA (x)	-2,6	-5,6	-9,0	-1,1	-1,9

Analiza porównawcza

	P/E 12M fwd 4Y avg	EV/EBIT 12M fwd 4Y avg
Minimum	15,1	5,1
Maksimum	19,4	11,6
Mediana	19,2	8,8
waga	50%	50%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	4,0%
Zdyskontowana wartość FCF	13 358
Dług netto	-659
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	231,80

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	214,80
DCF	50%	231,80
cena wynikowa		223,30
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		237,50

Comarch kupuj (bez zmian)

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

Notowania Comarchu od wydania naszego raportu analitycznego w marcu'19 wrosły o > 15%, pomimo tego widzimy jej potencjał do wzrostu w najbliższych miesiącach. Kluczowym argumentem są prognozy wyników na 1Q'19. Sądzymy, że Comarch zaraportuje 31,2 mln PLN na linii EBITDA w standardzie IFRS15 (+86% R/R) co powinno wzmocnić sentyment do Spółki. W związku z tym podwyższyliśmy w ostatnich dniach nasze prognozy zysku EBITDA na 2019 r. z 201 mln PLN na 226 mln PLN (tj. o 13% w górę). Nasza obecna prognoza jest 12% wyższa od konsensusu Bloomberg. Comarch jest notowany obecnie na EV/EBITDA'19= 6,8x, tj. z >25% dyskontem do spółek porównywalnych. Poziom dyskonta jest nieuzasadniony patrząc na tempo wzrostu Comarchu, tj. +27,4% na linii EBITDA vs. mediana +7,5% dla spółek porównywalnych. Nawet jeśli poziom wypłaty dywidendy w Comarchu (DivYield'19=0,7%) mógłby być wyższy, to jednak nie odbiega on znacząco od standardów dla branży (mediana DivYield'19 dla peer grupy=1,8%). Podtrzymujemy pozytywne podejście do Spółki.

Cena bieżąca	187,00 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	230,00 PLN	+23,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	230,00 PLN	2019-04-17

Podstawowe dane			CMR PW	vs. WIG
Ticker	CMR PW	Zmiana 1M	-1,1%	+4,5%
ISIN	PLCOMAR00012	Zmiana YTD	+23,0%	+23,3%
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)	1 539,0	EV/EBITDA 12M fwd	6,8	-8,8%
Free float	59,2%	EV/EBITDA 5Y avg	7,4	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	1 102	1 365	1 523	1 609	1 692
EBITDA	99	177	226	238	250
marża EBITDA	9,0%	13,0%	14,8%	14,8%	14,8%
EBIT	34	112	157	167	175
Zysk netto	43	52	99	110	117
P/E	35,3	29,4	15,4	13,9	13,0
P/BV	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	15,6	8,7	6,8	6,5	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	1 523	1 609	1 692
TMT	258	313	379	398	417
finanse i bankowość	186	204	235	244	254
handel i usługi	174	201	241	265	286
przemysł i utilities	142	138	152	160	168
sektor publiczny	63	194	153	162	168
SME	236	260	297	312	327
inne	43	54	67	69	71
Zysk brutto na sprzedaży	268	387	440	451	472
marża	24,3%	28,3%	28,9%	28,0%	27,9%
koszty sprzedaży	134	138	154	159	166
koszty ogólnego zarządu	98	109	120	125	130
EBIT	34	112	157	167	175
marża	3,1%	8,2%	10,3%	10,3%	10,4%
Zysk netto	43,1	51,7	98,5	109,7	117,3

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Przychody	1 523	1 609	1 692	1 767	1 843	1 921	1 995	2 062	2 126	2 191	2 235
EBITDA	226	238	250	260	270	279	288	296	302	309	315
marża EBITDA	14,8%	14,8%	14,8%	14,7%	14,6%	14,5%	14,4%	14,3%	14,2%	14,1%	14,1%
Amortyzacja	69	72	75	79	82	86	90	94	99	103	105
EBIT	157	167	175	181	187	193	198	201	204	206	210
Podatek	54	55	56	57	58	59	60	60	60	60	62
NOPLAT	103	112	119	124	129	134	138	141	143	145	148
CAPEX	-87	-87	-91	-93	-95	-97	-99	-100	-101	-103	-105
Kapitał obrotowy	-30	-10	-14	-12	-12	-12	-12	-11	-10	-11	-11
FCF	55	86	90	98	104	110	117	124	130	135	137
PV FCF	52	75	72	73	71	70	68	66	64	61	
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	140	174	182
CFO/EBITDA	62%	81%	62%	73%	73%
Capex	-141	-87	-87	-87	-91
Aktywa ogółem	1 503	1 675	1 814	1 922	2 030
Kapitał własny	880	897	984	1 053	1 129
Dług netto	19	-28	-66	-110	-157
Dług netto/EBITDA (x)	0,2	-0,2	-0,3	-0,5	-0,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	24,7	21,8	19,5	16,4	15,4	14,6
Maksimum	10,1	9,3	8,8	5,0	4,7	4,7
Mediana	15,0	14,2	13,4	9,1	8,9	8,6
waga	33%	33%	33%	33%	33%	33%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 633
Dług netto	-28
Inne korekty	18
Wycena DCF na akcję (PLN)	202,04

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	230,39
DCF	50%	202,04
cena wynikowa		216,22
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		230,00

Przemysł, surowce

Famur

kupuj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Famur opublikował bardzo dobre wyniki za 2018 roku, które nie tylko okazały się wyższe od naszych prognoz i konsensusu, ale również Spółka praktycznie wykonała prognozy na 2019 rok wcześniej. Naszym zdaniem głównym motorem wzrostu wyników w 2019 roku będzie rosnąca rentowność w efekcie wzrostu stawek dzierżawnych oraz cen na rynku. Naszym zdaniem Spółka za 2018 rok wypłaci minimum 0,27 PLN/akcja (75% wyniku netto; 5,6% Dyield). Kwota dywidendy mogłaby wzrosnąć, jeśli powiedzie się sprzedaż Przedsiębiorstwa Budowy Szybów do JSW. Oczekujemy, że wsparciem dla akcji Famur w nadchodzących tygodniach mogłyby być wyniki 1Q'19 (utrzymanie dwucyfrowej dynamiki wyników finansowych). Podwyższamy nasze prognozy na 2019 rok oraz uwzględniamy 150 mln PLN jednorazowego efektu związanego ze sprzedażą PBSZ. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla akcji Famur oraz podwyższamy wycenę do 6,90 PLN/akcja (wcześniej 6,61 PLN/akcja).

Cena bieżąca

4,82 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

6,90 PLN

+43,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	6,90 PLN	2019-05-09
poprzednia	kupuj	6,61 PLN	2019-02-04
Podstawowe dane		FMF PW	vs. WIG
Ticker	FMF PW	Zmiana 1M	-0,2% +5,4%
ISIN	PLFAMUR00012	Zmiana YTD	-10,7% -10,4%
Liczba akcji (mln)	574,8	Średni obrót 1M	0,8 mln PLN
MC (mln PLN)	2 770,4	Średni obrót 6M	1,0 mln PLN
EV (mln PLN)	2 630,0	EV/EBITDA 12M fwd	5,5 -7,3%
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	2 229	2 145	2 046	2 087
EBITDA	308	491	671	492	486
marża EBITDA	21,1%	22,0%	31,3%	24,1%	23,3%
EBIT	133	300	514	347	314
Zysk netto	49	208	432	277	253
P/E	55,6	13,3	6,4	10,0	10,9
P/BV	1,9	1,7	1,8	1,7	1,7
EV/EBITDA	9,4	6,1	3,9	5,0	4,9
DPS	0,00	0,44	0,36	0,34	0,39
DYield	0,0%	9,1%	7,5%	7,1%	8,0%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
Przychody		+2,3%	-5,0%	-5,0%	
EBITDA		+37,8%	+2,4%	+2,9%	
Zysk netto		+70,6%	+1,3%	-11,9%	
Oroty Underground		-7,2%	-7,2%	-7,2%	
Oroty Surface		+2,5%	+2,5%	+2,5%	
Marża Underground		+4,6%	+3,4%	+0,7%	
Marża Surface		-2,8%	-3,3%	-2,8%	

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Oroty Underground	1 019	1 407	1 508	1 550	1 582
Oroty Surface	292	371	381	388	396
Marża Underground	25,0%	30,6%	31,0%	30,2%	27,7%
Marża Surface	8,3%	3,9%	7,1%	7,1%	7,1%
Przepływy oper.	192	215	489	464	411
Amortyzacja	175	191	157	145	172
Kapitał obrotowy	-16	-127	32	37	-15
Przepływy inw.	-231	-138	122	-83	-122
CAPEX	132	141	-122	83	122
Przepływy fin.	287	-458	-417	-202	-223
Zmiana długu	-88	-213	-200	0	0
Dywidenda/buyback	0	-253	-208	-197	-222
FCF	-91	173	606	382	289
FCF/EBITDA	-30%	35%	90%	78%	59%
CFO/EBITDA	44%	44%	73%	94%	85%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+	+
Przychody	2 145	2 046	2 087	2 129	2 172	2 216	2 261	2 307	2 354	2 401	2 450
zmiana (r/r)	-3,8%	-4,6%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBITDA	671	492	486	490	491	491	496	503	509	511	515
marża EBITDA	31,3%	24,1%	23,3%	23,0%	22,6%	22,2%	21,9%	21,8%	21,6%	21,3%	21,0%
Amortyzacja	157	145	172	139	135	132	132	135	138	138	138
EBIT	514	347	314	352	356	360	363	367	371	373	377
Podatek	67	65	59	67	68	69	70	70	71	72	73
NOPAT	446	282	255	285	288	291	294	297	300	301	304
CAPEX	122	-83	-122	-125	-127	-130	-132	-135	-138	-138	-138
Kapitał obrotowy	32	37	-15	-16	-16	-16	-17	-17	-17	-18	-18
FCF	606	382	289	283	280	276	277	280	283	284	288
PV FCF	574	333	232	210	191	174	161	150	139	129	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	3 138	2 880	2 592	2 647	2 689
Aktywa trwałe	1 099	1 158	730	667	617
Goodwill	222	222	222	222	222
Kapitał własny	1 437	1 625	1 563	1 643	1 675
Udział mniejszości	115	-37	-32	-32	-32
Dług netto	80	286	-108	-288	-353
Dług netto/EBITDA (x)	0,3	0,6	-0,2	-0,6	-0,7

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	2 294
Dług netto	286
Inne korekty	58
Wycena DCF na akcję (PLN)	7,02

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	5,96
DCF	50%	7,02
Cena wynikowa		6,49
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		6,90

Grupa Kęty trzymaj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Mimo pozytywnego wpływu spadających cen aluminium Grupa Kęty negatywnie zaskoczyła wynikami za 1Q'19 (stabilne wyniki r/r). Uwagę zwraca spadek rentowności w segmencie wyrobów wyciskanych oraz systemów aluminiowych. Jedynie segment opakowań giętkich zaskoczył pozytywnie ze względu na spadki cen produktów petrochemicznych. W 2Q'19 prawdopodobnie działalność rozpocznie rozbudowywany zakład Ponzio w Płocku (otwarcie było planowane na połowę roku, obecnie finalizacja inwestycji). To z kolei może powodować presję na marże ze strony bardziej rentownego producenta. Nie zmieniamy naszej ceny docelowej (341,33 PLN/akcja) oraz rekomendacji trzymaj.

Cena bieżąca

343,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

341,33 PLN

-0,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	341,33 PLN	2019-04-02

Podstawowe dane		KTY PW	vs. WIG
Ticker	KTY PW	Zmiana 1M	0,0% +5,6%
ISIN	PLKETY000011	Zmiana YTD	+4,3% +4,5%
Liczba akcji (mln)	9,5	Średni obrót 1M	0,3 mln PLN
MC (mln PLN)	3 274,1	Średni obrót 6M	0,5 mln PLN
EV (mln PLN)	4 139,7	EV/EBITDA 12M fwd	8,5 -9,0%
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	13,8	12,4	13,6	12,9	12,4
P/BV	2,4	2,3	2,3	2,1	2,1
EV/EBITDA	9,1	8,8	9,1	8,6	8,4
DPS	30,00	23,94	21,00	17,64	23,85
DYield	8,7%	7,0%	6,1%	5,1%	7,0%
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 producencka (USD/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
EBITDA SOG		0,0%	0,0%	0,0%	
EBITDA SWW		0,0%	0,0%	0,0%	
EBITDA SSA		0,0%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	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%

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%

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%

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

trzymaj (podwyższona)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Rynek w kwietniu wyraźnie negatywnie zdyskontował słabe dane produkcyjne za 1Q'19. Mimo że sentyment do sektora psują spadki cen akcji spółek wydobywczych to obserwowane w maju odbicie wskaźników PMI w przemyśle stalowym w Chinach można ocenić pozytywnie. Naszym zdaniem na horyzoncie jest jeszcze jedno kluczowe wydarzenie związane z możliwymi zmianami w składzie Zarządu po wygaśnięciu mandatu w VI'19. Naszym zdaniem istnieje ryzyko, że pomysł na zagospodarowanie wolnych środków i przyszły rozwój Grupy niekoniecznie może być zgodny z oczekiwaniami rynku. Szansę na poprawę sentymentu do akcji postrzegamy w 2H'19 w związku z uruchomieniem nowych ścian wydobywczych i możliwym wzroście wolumenu produkcji węgla. W związku ze spadkiem notowań podnosimy naszą rekomendację dla Grupy JSW z redukcji do trzymaj, a cenę docelową pozostawiamy bez zmian (54,80 PLN/akcja).

Cena bieżąca

49,86 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

54,80 PLN

+9,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	54,80 PLN	2019-05-09	
poprzednia	redukcja	54,80 PLN	2019-03-25	
Podstawowe dane				
Ticker	JSW PW	Zmiana 1M	-18,1%	-12,5%
ISIN	PLJSW0000015	Zmiana YTD	-25,9%	-25,6%
Liczba akcji (mln)	117,4	Średni obrót 1M		10,4 mln PLN
MC (mln PLN)	5 854,1	Średni obrót 6M		14,7 mln PLN
EV (mln PLN)	3 186,1	EV/EBITDA 12M fwd	1,7	-51,7%
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.	2,7	3,2	5,6	14,7	34,4
P/BV	0,9	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA skor.	1,3	0,9	1,5	2,5	3,1
DPS	0,00	0,00	1,71	1,78	1,70
DYield	0,0%	0,0%	3,4%	3,6%	3,4%
Zmiana prognoz					
EBITDA (skor.)			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto (skor.)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel koksowy (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel do celów energetycznych (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Koks (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Prod. węgla (tys. t)			0,0%	0,0%	0,0%
Prod. w. koks. (tys. t)			0,0%	0,0%	0,0%
Prod. koksu (tys. t)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	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. koksu (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%

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%

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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana 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. Szansą na wzrost wyników w kolejnym sezonie jest zmiana MSSF 16 (Kernel cały areal gruntów leasinguje). Z kolei potencjalna sprzedaż udziałów w porcie w Tamanie może uwolnić zamrożone zasoby gotówki (nawet powyżej 100 mln USD dla Kernel). Pozostawiamy bez zmian naszą cenę docelową dla Grupy Kernel (62,86 PLN/akcja) oraz nie zmieniamy naszej rekomendacji kupuj.

Cena bieżąca	50,00 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	62,86 PLN	+25,7%

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

Podstawowe dane			KER PW	vs. WIG
Ticker	KER PW	Zmiana 1M	-4,9%	+0,7%
ISIN	LU0327357389	Zmiana YTD	+2,7%	+3,0%
Liczba akcji (mln)	82,7	Średni obrót 1M	1,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 133,1	Średni obrót 6M	1,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	7 549,2	EV/EBITDA 12M fwd	5,3	+30,0%
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	20,7	5,7	5,1	4,1
P/BV	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	5,0	7,7	5,4	4,7	3,9
DPS	0,24	0,25	0,25	0,92	1,55
DYield	1,9%	1,9%	1,9%	7,0%	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 inv.	-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 (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Od początku roku akcje KGHM były beneficjentem rosnących cen srebra i złota, zapowiedzi obniżenia podatku od wydobycia oraz oczekiwań, że USA i Chiny osiągną porozumienie handlowe. W końcu kwietnia sentyment do spółek wydobywczych wyraźnie się pogorszył wraz z słabszymi od oczekiwań wynikami finansowymi spółek górniczych oraz obaw uczestników rynku o popyt na metale ze strony Chin. W krótkim terminie rynek może negatywnie odczytać zapowiedź wypłaty dodatkowej nagrody dla pracowników KGHM (strony zobowiązały się do rozmów w tej sprawie jeśli zajdą zmiany w formule podatku od wydobycia). Z drugiej strony sentyment może ulec poprawie przy wynikach za 1Q'19. Te ostatnie, oczekujemy że mogą wyróżniać się pozytywnie na tle sektora. Obniżamy nasze oczekiwania wypłaty dywidendy w 2019 roku do zera (wcześniej 1 PLN/akcja). Nie zmieniamy naszej ceny docelowej 105,57 PLN/akcja oraz rekomendacji trzymaj dla Grupy KGHM.

Cena bieżąca	95,90 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	105,57 PLN	+10,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	105,57 PLN	2019-04-02

Podstawowe dane		KGH PW	vs. WIG
Ticker	KGH PW	Zmiana 1M	-14,1%
ISIN	PLKGHM000017	Zmiana YTD	+7,9%
Liczba akcji (mln)	200,0	Średni obrót 1M	50,3 mln PLN
MC (mln PLN)	19 180,0	Średni obrót 6M	55,4 mln PLN
EV (mln PLN)	23 640,4	EV/EBITDA 12M fwd	4,2
Free float	63,2%	EV/EBITDA 5Y avg	4,9

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.	10,7	10,2	7,6	7,6	8,3
P/BV	1,1	1,0	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA skor.	4,5	5,3	4,3	4,0	4,0
DPS	1,00	0,00	1,00	2,51	3,79
DYield	1,0%	0,0%	1,0%	2,6%	4,0%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
EBITDA (skor.)		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto (skor.)		0,0%	0,0%	0,0%	
Miedź (USD/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Srebro (USD/oz)		0,0%	0,0%	0,0%	
Molibden (USD/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Prod. miedź (tys. ton)		0,0%	0,0%	0,0%	
Prod. srebro (ton)		0,0%	0,0%	0,0%	
Prod. molibden (mln lb)		0,0%	0,0%	0,0%	

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	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	-103	-403	-862
Dywidenda/buyback	-200	0	0	-300	-759
FCF	788	1 924	2 928	1 797	1 830
FCF/EBITDA	27%	41%	54%	32%	34%
CFO/EBITDA	1%	0%	0%	1%	4%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	34 122	37 237	40 417	42 848	44 384
Aktywa trwałe	26 515	29 375	30 319	31 164	31 758
Kapitał własny	17 694	19 133	21 647	23 876	25 438
Udział mniejszości	91	92	92	92	92
Dług netto	6 570	6 992	4 168	2 776	1 810
Dług netto/EBITDA (x)	2,2	1,5	0,8	0,5	0,3
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	28P	+
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	2 769	1 572	1 477	1 995	1 750	1 520	1 266	1 093	987	775	
WACC	7,7%	7,9%	8,1%	8,4%	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	15 205
Dług netto	6 992
Inne korekty	290
Wycena DCF na akcję (PLN)	90,51

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	108,66
DCF	50%	90,51
Cena wynikowa		99,59
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 składowych 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	7,60 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	8,36 PLN	+10,0%

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

Podstawowe dane		STL PW	vs. WIG
Ticker	STL PW	Zmiana 1M	-2,6% +3,0%
ISIN	PLSTLMT00010	Zmiana YTD	+5,0% +5,3%
Liczba akcji (mln)	29,4	Średni obrót 1M	0,0 mln PLN
MC (mln PLN)	223,2	Średni obrót 6M	0,0 mln PLN
EV (mln PLN)	385,7	EV/EBITDA 12M fwd	6,3 -8,9%
Free float	15,0%	EV/EBITDA 5Y avg	6,9 dyskonto

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	11,5	23,3	21,9	16,5	14,3
P/BV	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	7,0	5,8	6,8	5,9	5,3
DPS	0,00	0,00	0,08	0,21	0,32
DYield	0,0%	0,0%	1,1%	2,7%	4,2%
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 inv.	-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%

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	
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%

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%

Podsumowanie DCF

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

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

Sprzedaż mieszkań w 1Q'19 w Atalu oceniamy neutralnie. 717 sprzedanych lokali oznacza drugi najlepszy wynik w historii Spółki i wzrost o 2% r/r i 13% q/q, co było zasługą istotnej rozbudowy oferty (do blisko 4,3 tys. w 4Q'18, +77% r/r). W 1Q'19 Atal wprowadził kolejne 1,2 tys. lokali. Sama efektywność sprzedaży jest co prawda zdecydowanie niższa r/r, lecz utrzymuje się na stabilnym 17-20% poziomie w ostatnich 4 kwartałach. 1Q'19 reprezentuje 30% naszej rocznej prognozy sprzedaży, w związku z czym przy wysokiej ofercie, w tym jej odbudowie na głównych rynkach i rozwoju na nowych, wzrostowych rynkach (Łódź, Poznań, Katowice), realizacja naszych założeń sprzedaży wydaje się być bezpieczna. Wynikowo 1Q'19 będzie prezentował relatywnie słabsze momentum (oczekujemy spadku ZN o 26% r/r ze względu na niższy poziom przekazania). W całym 2019 Atal planuje zakończyć budowę 2,6 tys. mieszkań, z czego 39% przypada na 4Q'19. Uwzględniając ryzyko ewentualnych opóźnień zakładamy 2,5 tys. przekazanych mieszkań (-6% r/r) i szacujemy ZN na 167 mln PLN (-17% r/r). Podkreślamy bardzo dobre przygotowanie ofertowe Spółki i potencjał banku ziemi. Nawet przy konserwatywnym założeniu niższej efektywności sprzedaży i ryzyku ewentualnych opóźnień, spodziewamy się stabilnych wyników w latach 2020-21, przy czym rok 2020 może być nieco lepszy, ze względu na wysoki potencjał przekazania (w 2020 Atal planuje zakończyć budowę aż 3,6 tys. lokali, konserwatywnie zakładamy 2,84 tys. przekazania). Naszym zdaniem obecna wycena uwzględnia atuty Spółki, tj. stabilny poziom wyników w 2019-21, wysoki bank ziemi dający potencjał do rozwoju i poziomu wypłaty dywidendy, w związku z czym nie zmieniamy naszej rekomendacji dla Atalu trzymaj.

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%

Cena bieżąca
Cena docelowa

39,90 PLN potencjał zmiany
41,03 PLN +2,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	41,03 PLN	2019-04-02

Podstawowe dane			1AT PW	vs. WIG
Ticker	1AT PW	Zmiana 1M	-1,0%	+4,6%
ISIN	PLATAL000046	Zmiana YTD	+42,5%	+42,8%
Liczba akcji (mln)	38,7	Średni obrót 1M		0,1 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	8,1	+2,4%
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		0,0%	0,0%	0,0%	
MBNS		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	
EBIT		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Przekazane lokale		0,0%	0,0%	0,0%	

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 (bez zmian)

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

Wyniki za 1Q nie przyniosły większych zaskoczeń. Choć nominalnie bardzo dobre i przy dobrej 27,4% marży, były zgodne z naszymi oczekiwaniami i zbliżone do konsensusu. Na konferencji Zarząd podtrzymał plan przekazania 3,5 tys. lokali w 2019 r. (-3% r/r). Ok. 350 lokali powinno zostać przekazanych w 2Q, 700 w 3Q i 1,200 w 4Q. Średnia marża powinna wynieść około 26%-26,5% (zgodnie z naszymi założeniami) a ZN zbliżony r/r. DOM podtrzymał również plan wprowadzenia do oferty 3,9 tys. mieszkań o 8% więcej r/r. W efekcie zakłada odbudowę oferty do ~3 tys. (vs. 2,6 tys. w 1Q) w najbliższym czasie, co powinno być wsparciem dla sprzedaży. Obecny bank ziemi (7,8 tys.) pozwala na realizację 2,1-letniej sprzedaży, lecz łącznie z ofertą w pełni zabezpiecza nasze prognozy 2019-21. Jak podano, Spółka kontroluje dodatkowo ~4,8 tys. gruntów na bazie umów przedwstępnych. W całym 2019 Spółka planuje wydatki rzędu do 500 mln PLN (vs. 300 mln PLN w 2018 i 150 mln PLN w 1Q). Biorąc pod uwagę dobry track record w uruchamianiu inwestycji na nowych gruntach, nie widzimy zagrożeń dla poziomu realizowanych inwestycji po 2020. Podtrzymujemy pozytywny outlook na 2020 r., który może być rekordowy dla Spółki. Wyniki powinny wspierać: 1) rosnący potencjał przekazania (na koniec 1Q DOM miał ~1100 lokali już sprzedanych do przekazania w 2020 (>30% naszych założeń), 2) rozbudowa oferty, 3) rozliczenie projektów premium za wyższą ceną (wzrost średniej ceny rozliczonego mieszkania w 2020) i wyższą marżą (m.in. Marina Mokotów, Ogrodowa). Podsumowując, operacyjnie Spółka prezentuje się dobrze, przekaz z konferencji wspiera nasze prognozy. W obecnym otoczeniu rynkowym i wycenie spółki nie widzimy powodów do rewizji naszych prognoz i zmiany naszej rekomendacji trzymaj.

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. włas.	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	
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%

Cena bieżąca

81,60 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

84,40 PLN

+3,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	84,40 PLN	2019-04-02

Podstawowe dane		DOM PW	vs. WIG
Ticker	DOM PW	Zmiana 1M	-1,0% +4,6%
ISIN	PLDMDVL00012	Zmiana YTD	+29,5% +29,8%
Liczba akcji (mln)	25,0	Średni obrót 1M	0,3 mln PLN
MC (mln PLN)	2 037,4	Średni obrót 6M	0,5 mln PLN
EV (mln PLN)	2 172,3	EV/EBITDA 12M fwd	7,7 -18,3%
Free float	25,2%	EV/EBITDA 5Y avg	9,4 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	10,6	9,0	9,2	8,2	10,4
P/BV	2,0	1,9	2,0	1,9	2,0
EV/EBITDA	8,6	7,3	7,7	7,1	9,4
DPS	5,05	7,60	9,05	8,86	9,97
DYield	6,2%	9,3%	11,1%	10,9%	12,2%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
Przychody		0,0%	0,0%	0,0%	
MBNS		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	
EBIT		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Przekazane lokale		0,0%	0,0%	0,0%	

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)	96,25

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 (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Zgodnie z opublikowanymi wstępnymi szacunkami, Spółka poprawiła sprzedaż o 28% r/r do 445 mln EUR w 1Q'19. Spółka zaraportowała wzrost EBITDA o 25% r/r w 1Q'19. Wyniki Spółki były wspierane przez konsolidację restauracji Sushi Shop. Wysoka dynamika poprawy wyniku Spółki powinna zostać utrzymana w 2-3Q'19, co naszym zdaniem będzie wspierało zachowanie się kursu Spółki. 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 wehikul inwestycyjny powiązany z założycielem AmRest i Stevenem Kent Winegar na rzecz głównego akcjonariusza. Kurs Spółki zareagował negatywnie na tę informację. Naszym zdaniem objęcie stanowiska CEO przez Marka Chandler (długoletni CFO) powinno być gwarancją kontynuowania kontynuacji strategii zakładającej podwojenie sprzedaży biznesu w trzy lata oraz utrzymanie wzrostu EBITDA w tempie przynajmniej 20% średniorocznie w średnim terminie.

Cena bieżąca

40,75 PLN

potencjał zmiany**Cena docelowa**

48,00 PLN

+17,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	48,00 PLN	2019-04-02

Podstawowe dane			EAT PW	vs. WIG
Ticker	EAT PW	Zmiana 1M	-3,2%	+2,4%
ISIN	NL0000474351	Zmiana YTD	+1,9%	+2,2%
Liczba akcji (mln)	219,6	Średni obrót 1M	3,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	8 946,8	Średni obrót 6M	4,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	11 473,4	EV/EBITDA 12M fwd	11,5	+8,1%
Free float	31,1%	EV/EBITDA 5Y avg	10,6	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	45,3	46,7	38,3	28,0	19,9
P/BV	6,6	4,9	4,4	3,8	3,2
EV/EBITDA	16,7	15,9	13,0	10,4	8,2
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Sprzedaż/rest.			0,0%	0,0%	0,0%
marża EBITDA			0 p.p.	0 p.p.	0 p.p.
Liczba rest.			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki (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%	8,4%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

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

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Po bardzo pozytywnej reakcji inwestorów na dobre dane sprzedażowe za marzec, kurs Spółki doświadczył korekty na przełomie kwietnia/maja dyskontując gorsze od oczekiwań wyniki szacunkowe za 1Q'19 oraz spowolnienie dynamiki wyników sprzedażowych w kwietniu 2019. W 1Q'19 CCC zaraportowało pogorszenie wyników r/r pomimo bardzo wysokiej poprawy sprzedaży r/r w marcu 2019 (najważniejszy pod względem wyników miesiąc w 1Q). Powodem gorszych od oczekiwań wyników była wysoka baza kosztowa częściowo związana z konsolidacją przejętych biznesów (KVAG, DeeZee oraz Gino Rossi). Pełnej analizy kosztów będzie można dokonać po publikacji raportu Spółki za 1Q'19 (15.05.2019). Naszym zdaniem obecnie kurs zbyt niski zdyskontował negatywne czynniki i zwracamy uwagę na potencjał CCC do istotnej poprawy sprzedaży w okresie maj-czerwiec (wspierane przez efekt bazy). Powyższe powinno pozwolić Spółce na istotną poprawę wyników r/r w 2Q'19. Przypominamy, że pozytywny efekt niskiej bazy w sprzedaży miesięcznej powinien się utrzymywać do października (częściowo efekt będzie ograniczony w kwietniu, lipcu oraz sierpniu). 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 Vogeles 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 będą wspierały sentyment do walorów CCC.

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 inv.	-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	
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%

Cena bieżąca

190,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

275,00 PLN

+44,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	275,00 PLN	2019-04-02

Podstawowe dane	CCC PW	Zmiana 1M	CCC PW	vs. WIG
Ticker	PLCCC0000016	Zmiana YTD	-18,9%	-13,3%
ISIN			-1,7%	-1,4%
Liczba akcji (mln)	41,1	Średni obrót 1M		21,9 mln PLN
MC (mln PLN)	7 814,1	Średni obrót 6M		23,7 mln PLN
EV (mln PLN)	8 753,9	EV/EBITDA 12M fwd	9,1	-41,0%
Free float	59,4%	EV/EBITDA 5Y avg	15,4	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 skor.	499	328	764	910	1 051
marża EBITDA	12,1%	6,9%	12,7%	13,1%	11,2%
EBIT	412	373	610	745	829
Zysk netto	287	59	437	544	576
P/E	27,2	-	17,9	14,4	13,6
P/BV	7,1	6,8	5,9	4,3	3,4
EV/EBITDA	16,6	8,8	7,1	6,0	5,3
DPS	2,47	2,30	1,87	1,87	1,87
DYield	1,3%	1,2%	1,0%	1,0%	1,0%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
MBNS		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	
Sprzedaż det/mkw.		0,0%	0,0%	0,0%	
SG&A/mkw.		0,0%	0,0%	0,0%	

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 (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

W maju najistotniejszym wydarzeniem dla kursu Dino będzie publikacja wyników za 1Q'19 oraz konferencja wynikowa. Oczekujemy, że w 1Q'19 Spółka zaraportuje 5% wzrostu sprzedaży porównywalnej (niska dynamika wynika z efektu bazy oraz przesunięcia Świąt Wielkanocnych). W efekcie niższej efektywności sprzedaży oczekujemy braku pozytywnego wpływu dźwigni operacyjnej i płaskiej marży EBITDA na poziomie 8,2%. W efekcie oczekujemy wzrostu wyniku EBITDA o 24% r/r w 1Q'19. W kolejnych kwartałach dynamika Ifl powinna być wspierana przez efekt niskiej bazy oraz utrzymujący się wysoki odsetek sklepów działających poniżej 3 lat (sklepy będące w okresie dążenia do docelowej efektywności sprzedaży). Oczekujemy, że Spółka będzie kontynuowała poprawę warunków zakupowych, co będzie wspierać marżę brutto na sprzedaży. Jednocześnie oczekujemy utrzymania się presji kosztowej oraz widzimy ograniczony potencjał do dalszej poprawy cyklu konwersji gotówki w 2019 roku. (spółka istotnie poprawiła ten wskaźnik w 2018 roku).

Cena bieżąca

124,90 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

112,70 PLN

-9,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	redukuje	112,70 PLN	2019-04-02

Podstawowe dane		DNP PW	vs. WIG
Ticker	DNP PW	Zmiana 1M	-5,4% +0,2%
ISIN	PLDINPL00011	Zmiana YTD	+30,3% +30,6%
Liczba akcji (mln)	98,0	Średni obrót 1M	17,2 mln PLN
MC (mln PLN)	12 245,2	Średni obrót 6M	20,3 mln PLN
EV (mln PLN)	12 885,1	EV/EBITDA 12M fwd	16,5 +4,6%
Free float	48,9%	EV/EBITDA 5Y avg	15,8 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	57,3	39,8	30,3	23,6	19,8
P/BV	13,5	10,1	7,5	5,7	4,4
EV/EBITDA	32,7	23,6	18,0	14,3	11,9
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		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Liczba sklepów		0,0%	0,0%	0,0%	
sprzedaż/mkw/		0,0%	0,0%	0,0%	
marża EBITDA		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	

Wyniki i przepływy operacyjne (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
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	
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 redukuje (podwyższona)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Kurs Eurocash odbił po publikacji wyników za 4Q'18 dyskontując poprawę sprzedaży porównywalnej odnotowaną w większości biznesów. Pomimo poprawy efektywności sprzedaży, wyniki Spółki są pod presją kosztów integracji oraz rosnących kosztów wynagrodzeń. Wpływ tych czynników powinien być widoczny w 1Q'19, w którym oczekujemy spadku EBITDA o 27% r/r do 29 mln PLN. W dekompozycji na segmenty oczekujemy wzrostu wyniku EBITDA w segmencie hurtu oraz spadku rezultatów w segmencie detalicznym r/r (efekt przesunięcia Świąt Wielkanocnych oraz kosztów integracji). Oczekujemy, że publikacja danych za 1Q'19 (dnia 10.05.2019) negatywnie wpłynie na kurs Spółki. Biorąc pod uwagę presję kosztową, oczekujemy braku poprawy wyniku EBITDA w 2019 roku oraz nieznacznej poprawy rezultatów w 2020 roku. Zwracamy uwagę na potencjalne ryzyko przedłużenia się procesu integracji, co mogłoby negatywnie wpłynąć na zakładane przez nas wyniki w kolejnych latach. Po spadku kursu podwyższamy naszą rekomendację z sprzedaj do redukuje bez zmiany ceny docelowej.

Cena bieżąca

21,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

18,90 PLN

-10,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	redukuje	18,90 PLN	2019-05-09	
poprzednia	sprzedaj	18,90 PLN	2019-04-02	
Podstawowe dane			EUR PW	vs. WIG
Ticker	EUR PW	Zmiana 1M	-4,6%	0,9%
ISIN	PLEURCH00011	Zmiana YTD	19,3%	19,6%
Liczba akcji (mln)	139,2	Średni obrót 1M		2,9 mln PLN
MC (mln PLN)	2 922,4	Średni obrót 6M		6,9 mln PLN
EV (mln PLN)	3 237,5	EV/EBITDA 12M fwd	7,7	-26,6%
Free float	53,0%	EV/EBITDA 5Y avg	10,5	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 skor.	361	374	379	417	459
marża EBITDA	1,7%	1,6%	1,6%	1,7%	1,9%
EBIT	38	214	161	194	230
Zysk netto	-59	110	75	113	155
P/E	-	26,7	39,2	26,0	18,9
P/BV	2,8	2,8	2,8	2,6	2,4
EV/EBITDA	15,2	8,0	8,5	7,3	6,2
DPS	0,80	0,76	0,39	0,27	0,40
DYield	3,8%	3,6%	1,9%	1,3%	1,9%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Hurt (EBITDA)			0,0%	0,0%	0,0%
Detal (EBITDA)			0,0%	0,0%	0,0%
Projekty (EBITDA)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki (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		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
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%
Zdyskontowana 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 trzymaj (obniżona)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Kurs Jeronimo Martins istotnie wzrósł po publikacji wyników za 1Q'19 (zgodne z konsensusem) dyskontując dobre perspektywy Spółki na kolejne kwartały. W 1Q'19 sieć Biedronka odnotowała spadek sprzedaży porównywalnej o 1,1% r/r (efekt przesunięcia Świąt Wielkanocnych, wysokiej bazy oraz zaostrzenia zakazu handlu w niedzielę). Biorąc pod uwagę efekt bazy, dobre otoczenie makroekonomiczne oczekujemy istotnej poprawy sprzedaży porównywalnej w kolejnych kwartałach. Marża EBITDA w sieci Biedronka nieznacznie się zmniejszyła w efekcie słabszego efektu dźwigni operacyjnej. Zarząd Spółki podtrzymał zamiar utrzymania płaskiej marży EBITDA w 2019 roku. W naszych szacunkach uwzględniamy otwarcie 110 sklepów w sieci Biedronka w 2019 roku oraz Capex na poziomie 725 mln EUR. Nieznacznie korygujemy nasze szacunki oraz podnosimy cenę docelową do 14,2 EUR na akcje głównie ze względu na wzrost oczekiwanej sprzedaży/mkw. na rynku polskim. Biorąc pod uwagę wzrost kursu akcji JMT od wydania ostatniej miesięcznicy, obniżamy rekomendację z akumuluj do trzymaj.

Cena bieżąca

13,89 EUR

potencjał zmiany

Cena docelowa

14,30 EUR

+3,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	14,30 EUR	2019-05-09	
poprzednia	akumuluj	14,10 EUR	2019-04-02	
Podstawowe dane			JMT PL	vs. WIG
Ticker	JMT PL	Zmiana 1M	+4,9%	+10,5%
ISIN	PTJMT0AE0001	Zmiana YTD	+38,7%	+39,0%
Liczba akcji (mln)	629,3	Średni obrót 1M	14,1 mln EUR	
MC (mln EUR)	8 740,9	Średni obrót 6M	10,0 mln EUR	
EV (mln EUR)	9 135,4	EV/EBITDA 12M fwd	8,5	-10,1%
Free float	43,8%	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	18 440	20 039	21 251
EBITDA	922	960	1 055	1 146	1 210
marża EBITDA	5,7%	5,5%	5,7%	5,7%	5,7%
EBIT	577	588	651	710	744
Zysk netto	386	401	443	494	518
P/E	22,6	21,8	19,7	17,7	16,9
P/BV	4,9	4,9	4,5	4,1	3,8
EV/EBITDA	9,6	9,5	8,7	7,9	7,4
DPS	0,69	0,64	0,27	0,29	0,30
DYield	5,0%	4,6%	2,0%	2,1%	2,2%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			+1,2%	+1,9%	+1,9%
Zysk netto			+2,6%	+5,5%	+3,2%
Biedronka (s/mkw. r/r)			+0,2 p.p.	+2,8 p.p.	+1,4 p.p.
Pingo Doce (s/mkw. r/r)			+0,9 p.p.	-0,3 p.p.	-0,5 p.p.
Recheio (s/mkw. r/r)			+1,7 p.p.	+1,0 p.p.	+1,0 p.p.

Wyniki i przepływy operacyjne (bez MSSF 16)

(mln EUR)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA Biedronka	808	850	913	989	1 033
EBITDA Pingo Doce	187	188	192	197	196
EBITDA Recheio	50	53	55	57	58
EBITDA Pozostałe	-85	-80	-56	-46	-28
CCC w dniach	-71	-67	-65	-65	-65
Przepływy oper.	909	849	1 267	1 500	1 522
Amortyzacja	345	372	404	437	467
Kapitał obrotowy			303	322	340
Przepływy inw.	292	-43	85	213	162
CAPEX	-658	-700	-725	-732	-739
Przepływy fin.	-229	-273	-605	-670	-704
Dywidenda/buyback	435	401	173	181	189
FCF	397	62	234	430	426
FCF/EBITDA	43%	6%	22%	38%	35%
CFO/EBITDA	99%	88%	120%	131%	126%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln EUR)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Biedronka (sklepy)	3 004	3 114	3 174	3 234	3 294	3 354	3 414	3 474	3 534	3 594	3 534
Pingo Doce (sklepy)	440	440	440	440	440	440	440	440	440	440	440
Ara (sklepy)	681	941	1 101	1 261	1 421	1 541	1 621	1 661	1 701	1 741	1 701
Przychody	18 440	20 039	21 251	22 152	22 959	23 731	24 439	25 084	25 714	26 356	26 817
EBITDA	1 055	1 146	1 210	1 285	1 356	1 429	1 471	1 512	1 554	1 597	1 694
marża EBITDA	5,7%	5,7%	5,7%	5,8%	5,9%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,1%	6,3%
EBIT	651	710	744	795	851	918	958	1 001	1 046	1 090	1 135
Podatek	181	197	207	221	236	255	266	278	291	303	315
CAPEX	-725	-732	-739	-665	-599	-539	-512	-486	-462	-507	-507
Kapitał obrotowy	85	213	162	121	108	103	95	86	84	86	84
FCF	234	430	426	520	628	739	788	834	886	873	901
PV FCF	223	377	345	388	434	471	464	453	445	405	
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 EUR)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
MBNS	21,2%	21,7%	22,0%	22,1%	22,1%
narzut SG&A	17,6%	18,2%	18,5%	18,5%	18,6%
Biedronka (s/mkw. r/r)	9,0%	1,0%	1,9%	3,1%	0,4%
Pingo Doce (s/mkw. r/r)	0,5%	3,2%	2,1%	1,4%	1,4%
Recheio (s/mkw. r/r)	5,7%	2,8%	1,0%	-0,7%	-0,7%
Dług netto*	-144	93	156	58	-20
Dług netto/EBITDA (x)*	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,0

*bez MSSF 16

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	14,1	12,9	11,7	5,4	5,1	4,7
Maksimum	33,4	23,4	18,3	8,9	7,9	7,2
Mediana	15,2	13,1	12,3	8,2	7,2	6,8
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln EUR)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,8%
Zdykontowana wartość FCF	10 365
Dług netto	93
Inne korekty	225
Wycena DCF na akcję (PLN)	15,96

Wycena

(EUR)	waga	cena
Porównawcza	50%	10,98
DCF	50%	15,96
cena wynikowa		13,47
koszt kapitału 9M		6,2%
cena docelowa za 9M		14,30

LPP

trzymaj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

W ostatnim kwiecień kurs akcji LPP wzrósł do 9200 PLN po publikacji szacunków wyników za 1Q'19, a następnie cofnął się w okolice 8000 PLN po komentarzu Zarządu dotyczącym perspektyw wyników w 2Q'19. Zgodnie z 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 wyższego r/r kursu zakupu kolekcji wiosną). Biorąc pod uwagę presję na marżę brutto na sprzedaży (wyższy r/r koszt zakupu kolekcji), niesprzyjający efekt bazy (wzrost sprzedaży o 20% r/r w 2Q'18) oraz presją kosztową (oczekujemy wzrostu wskaźnika kosztów SG&A/mkw. r/r w 2Q'19), oczekujemy spowolnienia dynamiki wyników Spółki w 2Q'19. Presja na marżę brutto na sprzedaży z tytułu wysokich kosztów zakupu kolekcji powinna się utrzymać do 3Q'19. Biorąc pod uwagę obecny poziom USDPLN nie oczekujemy presji na marżę w przypadku kolekcji jesień-zima.

Cena bieżąca

8 060,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

8 400,00 PLN

+4,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	8 400,00 PLN	2019-04-02

Podstawowe dane			LPP PW	vs. WIG
Ticker	LPP PW	Zmiana 1M	-7,9%	-2,4%
ISIN	PLPP0000011	Zmiana YTD	+2,7%	+3,0%
Liczba akcji (mln)	1,9	Średni obrót 1M	13,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	14 930,5	Średni obrót 6M	18,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	14 240,6	EV/EBITDA 12M fwd	10,6	-23,8%
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	33,9	27,5	20,0	17,6	15,3
P/BV	6,1	5,1	4,2	3,5	2,9
EV/EBITDA	16,8	13,5	11,3	9,7	8,3
DPS	35,71	39,96	44,38	61,16	69,53
DYield	0,4%	0,5%	0,6%	0,8%	0,9%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Sprzedaż det/mkw.		0,0%	0,0%	0,0%	
SG&A/mkw.		0,0%	0,0%	0,0%	
Powierzchnia		0,0%	0,0%	0,0%	

Wyniki (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%

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%

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

	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%

Podsumowanie DCF

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

zawieszona (zawieszona)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

W związku z cyklicznym przeglądem rekomendowanych spółek, rezygnujemy z przygotowywania raportów analitycznych i prognoz dla PBKM oraz z publikacji zaleceń inwestycyjnych dla walorów spółki.

Cena bieżąca

66,00 PLN

Cena docelowa

-

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	zawieszona		2019-05-09	
poprzednia	trzymaj	66,57 PLN	2019-03-05	
Podstawowe dane			BKM PW	vs. WIG
Ticker	BKM PW	Zmiana 1M	-1,2%	+4,4%
ISIN	PLPBKM000012	Zmiana YTD	+13,8%	+14,1%
Liczba akcji (mln)	5,0	Średni obrót 1M		0,1 mln PLN
MC (mln PLN)	328,1	Średni obrót 6M		0,4 mln PLN
EV (mln PLN)	378,4	EV/EBITDA 12M fwd	7,5	+16,9%
Free float	48,8%	EV/EBITDA 5Y avg	6,4	premia

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)

EBIT – zysk operacyjny

EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE – wartość księgowa

WNDB – wynik na działalności bankowej

P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

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 stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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

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

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

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

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

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

Sporządzanie nowych rekomendacji zakończyło się 9 maja 2019 o godzinie 8:52.

Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 9 maja 2019 o godzinie 8:52.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BEST, BGZ BNP Paribas, Boryszew, Santander Bank Polska, Capital Park, CD Projekt, Cognor, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Famur, Ferrum, Getin Holding, Getin Noble Bank, Groclin, i2 Development, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kopec, 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, Rawplup, Rubicon Partners NFI, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, TIM, Trakcja, Unibep, Uniwheels, Vistal Gdynia, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE, PEKABEX.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pośredniczył w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji: 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 abonamentową z Orange Polska S.A.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

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

http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy/_rynek/analizy/_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, Dom Development	Archicom, Atal, Dom Development, LC Corp, Lokum Deweloper, Echo
CCC	Adidas, Asos, Boohoo.com, Caleries, Crocs, Foot Locker, Geox, Nike, Steven Madden, Tod's, Voox Net-a-Porter, Zalando
CD Projekt	Activision, Blizzard, CAPCOM, Take Two Interactive, Ubisoft Entertainment, Electronic Arts
CEZ, Enea, Energa, PGE, Tauron	CEZ, EDF, EDP, Endesa, Enea, Enel, Energa, EON, Innogy, PGE, RWE, Tauron
Ciech	Akzo Nobel, BASF, Bayer, Ciner Resources, Dow Chemical, GHCL, Hongda Xindye, Huntsman, MISR Chemical, OCI, Soda Samayii, Solvay, Shandong Haihua, Qingdao, Tata Chemicals, Tangshan Sanyou Chemical, Tessenderlo Chemie, Tronox, Wacker Chemie
Comarch	Asseco Poland, Atos, CAP Gemini, Computacenter, Fiserv INC, Indra Sistemas, Oracle Corp, Sage Group, SAP, Software AG, Tieto
Cyfrowy Polsat	BT Group, Comcast, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Iliad, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Netia, O2 Czech, Orange, Orange Polska, Shaw Communications, Talktalk Telecom, Tele2, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
Dino	Carrefour, Dixy Group, Eurocash, Jeronimo Martins, Magnit, Metro, O'Key Group, Tesco, X5
Eurocash	Carrefour, Dixy Group, Jeronimo Martins, Magnit, Metro, O'Key Group, Tesco, X5
Famur	Epiroc, Caterpillar, Duro Felguera, Komatsu, Sandvik
Grupa Azoty	Acron, Agrium, CF Industries, Israel Chemicals, K+S, Mosaic, Phosagro, Potash, Yara
Jeronimo Martins	Carrefour, Eurocash, Magnit, Tesco, X5
JSW	Alliance Resource Partners, Peabody Energy, Arch Coal, Semirara Mining and Power, Bukin Asam, Henan Shenhua, Shanxi Xishan Coal & Elec, Yanzhou Coal Mining, Banpu Public, LW Bogdanka, Shaanxi Heima, China Coal, Shougang Fushan Resources, Cokal, Teck Resources, Walter Energy, Stanmore Coal, Terracom, Cloud Peak Energy, Natural Resource Partners, Rio Tinto, BHP Billiton, Warrior Met Coal
Kernel	Astarta, Andersnons, ADM, Avangard, Bunge, China Agri Industries, Felda Global, Golden Agri Resources, GrainCorp, IMC, MHP, Milkland, 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, Pfalderer, Rayonier, Uzin UTZ, Vanachai Group, Vilmorin, West Fraser
Wirtualna Polska	eBay, Facebook, Google, Mail.ru, Sina, Yahoo Japan, Yandex

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku wydane w przeciągu ostatnich 12 miesięcy

AC

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

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	równoważ
data wydania	2019-04-15	2019-03-28	2018-08-23
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	51,00	51,00	51,00

Amica

rekomendacja	równoważ	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2019-04-29	2019-04-02	2018-09-13	2018-06-06
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	130,00	143,00	112,80	121,00

AmRest

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

Apator

rekomendacja	równoważ	przeważaj	przeważaj	równoważ	niedoważaj
data wydania	2019-04-29	2019-03-05	2019-02-27	2019-01-30	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	25,80	26,50	25,80	25,40	24,20

Archicom

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

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	2019-04-11
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	14,20

Ata!

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

Atende

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

BBI Development

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

Boryszew

rekomendacja	równoważ	równoważ
data wydania	2019-04-29	2018-09-05
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,65	6,25

Budimex

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

Capital Park

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	4,60

CCC

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

CD Projekt

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj	redukuj
data wydania	2019-05-09	2019-04-02	2019-02-04	2018-11-23	2018-10-16
cena docelowa (PLN)	237,50	221,00	217,70	170,40	136,60
kurs z dnia rekomendacji	215,00	204,00	190,00	139,00	158,60

CEZ

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

Ciech

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-05-09	2019-04-02	2019-02-04	2018-11-05	2018-08-02	2018-07-04	2018-06-06	2018-05-09
cena docelowa (PLN)	68,11	68,66	75,82	77,05	82,52	81,14	88,64	89,71
kurs z dnia rekomendacji	44,85	54,80	52,40	42,58	56,95	53,05	60,20	55,00

Cognor

rekomendacja	równoważ	niedoważaj	równoważ
data wydania	2019-05-09	2019-03-05	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,59	1,94	1,80

Comarch

rekomendacja	kupuj	kupuj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2019-04-17	2019-03-05	2019-02-04	2018-12-05	2018-10-01	2018-05-09
cena docelowa (PLN)	230,00	195,00	160,80	173,30	180,50	166,50
kurs z dnia rekomendacji	181,00	162,50	155,00	160,00	167,00	145,00

Cyfrowy Polsat

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

Dino

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

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
data wydania	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	3,94

Elektrobudowa

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

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
data wydania	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	1,17

Enea

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-04-02	2019-02-04	2018-11-29	2018-05-29
cena docelowa (PLN)	12,51	13,12	15,58	12,62
kurs z dnia rekomendacji	8,76	10,73	10,50	9,57



Energa

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

Erbud

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

Ergis

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	niedoważaj
data wydania	2019-04-29	2019-02-27	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,00	2,75	2,80

Erste Bank

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

Eurocash

rekomendacja	redukuj	sprzedaj	redukuj	trzymaj	kupuj
data wydania	2019-05-09	2019-04-02	2019-02-04	2018-12-05	2018-10-01
cena docelowa (PLN)	18,90	18,90	17,90	18,20	26,40
kurs z dnia rekomendacji	21,00	22,58	20,13	18,00	18,08

Famur

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-05-09	2019-02-04	2018-11-30	2018-08-02	2018-05-09
cena docelowa (PLN)	6,90	6,61	6,41	6,56	6,95
kurs z dnia rekomendacji	4,82	4,98	5,58	5,20	5,94

Forte

rekomendacja	równoważ	równoważ	przeważaj
data wydania	2019-04-29	2018-10-31	2018-07-27
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	40,60	40,60	40,60

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	kupuj	trzymaj	trzymaj	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2019-05-09	2019-03-05	2018-11-23	2018-11-05	2018-09-03	2018-08-02	2018-05-25	2018-05-09
cena docelowa (PLN)	45,39	43,20	33,00	31,47	41,13	42,13	44,40	60,99
kurs z dnia rekomendacji	35,92	43,88	32,36	24,00	38,00	42,20	42,60	51,10

GTC

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2019-03-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	9,03

Handlowy

rekomendacja	kupuj	trzymaj	redukuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2019-05-09	2019-03-05	2019-02-01	2018-12-05	2018-10-04
cena docelowa (PLN)	65,50	65,50	65,50	76,00	90,00
kurs z dnia rekomendacji	52,80	65,90	69,10	71,10	76,90

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	niedoważaj	równoważ
data wydania	2019-04-25	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,16	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

Jeronimo Martins

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-05-09	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04	2018-12-05	2018-08-02	2018-06-06
cena docelowa (EUR)	14,30	14,10	13,60	14,60	14,50	15,20	16,40
kurs z dnia rekomendacji	13,89	13,15	13,40	12,38	10,60	12,65	13,52

JSW

rekomendacja	trzymaj	redukuj	trzymaj	redukuj	redukuj	sprzedaż	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-05-09	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
cena docelowa (PLN)	54,80	54,80	60,68	60,68	59,14	59,14	98,00	108,69	107,00	115,23	109,12
kurs z dnia rekomendacji	49,86	62,50	59,96	68,30	71,20	72,56	77,00	79,50	77,50	86,66	79,32

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
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
cena docelowa (PLN)	341,33	324,30	309,30	309,30	367,45	355,61	371,08	363,01
kurs z dnia rekomendacji	324,00	336,50	343,00	365,50	387,50	321,50	360,50	353,00

KGHM

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	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
cena docelowa (PLN)	105,57	92,41	84,56	87,99	104,21	111,08	112,92	118,98
kurs z dnia rekomendacji	109,40	94,16	92,60	85,40	90,80	96,00	96,52	92,50

Komerční Banka

rekomendacja	kupuj	akumuluj
data wydania	2019-05-09	2018-12-05
cena docelowa (CZK)	1000,00	1000,00
kurs z dnia rekomendacji	873,00	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
data wydania	2018-12-05	2018-06-22
cena docelowa (PLN)	-	3,58
kurs z dnia rekomendacji	2,55	2,39

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
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
cena docelowa (PLN)	65,41	65,18	65,36	59,84	57,21	52,51	52,51	52,81
kurs z dnia rekomendacji	86,22	93,90	93,00	73,50	69,90	65,86	54,50	55,62

LPP

rekomendacja	trzymaj	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04	2018-12-05	2018-10-01	2018-06-18	2018-05-09
cena docelowa (PLN)	8400,00	9300,00	9300,00	9300,00	10200,00	10200,00	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

Mangata

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	niedoważaj	równoważ
data wydania	2019-05-09	2019-04-29	2018-10-01	2018-09-13	2018-06-22
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	69,00	71,00	65,40	91,20	90,00

Millennium

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

MOL

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	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
cena docelowa (HUF)	3223,00	3423,00	3433,00	3280,00	3280,00	3296,00	3296,00	2995,00	2954,00
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

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

Orange Polska

rekomendacja	kupuj
data wydania	2018-11-26
cena docelowa (PLN)	6,40
kurs z dnia rekomendacji	4,91

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	zawieszona	trzymaj	akumuluj	kupuj	trzymaj
data wydania	2019-05-09	2019-03-05	2018-12-05	2018-10-01	2018-06-06
cena docelowa (PLN)	-	66,57	66,57	66,40	76,26
kurs z dnia rekomendacji	66,00	68,80	62,00	57,80	73,00

Prime Car Management

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

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	równoważ	niedoważaj	równoważ	przeważaj
data wydania	2019-04-16	2019-02-27	2019-01-30	2018-09-28	2018-08-08
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	25,50	28,40	32,60	36,45	37,30

PGE

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-05-09	2019-04-02	2019-03-26	2019-02-04	2018-11-29	2018-05-29
cena docelowa (PLN)	13,38	13,66	13,77	14,47	14,82	13,60
kurs z dnia rekomendacji	8,61	10,10	9,88	11,86	11,47	9,28

PGNiG

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	trzymaj	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
cena docelowa (PLN)	6,92	7,08	7,72	7,72	7,86	8,28	8,17
kurs z dnia rekomendacji	6,31	6,58	7,63	6,35	5,82	5,53	6,20

PKN Orlen

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

PKO BP

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2019-05-09	2019-02-01	2018-12-05	2018-11-05	2018-10-04
cena docelowa (PLN)	40,92	40,92	45,00	47,00	47,00
kurs z dnia rekomendacji	37,78	39,51	41,96	40,39	42,55

Play

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	trzymaj	kupuj	kupuj	trzymaj	redukuj
data wydania	2019-05-09	2019-04-12	2019-02-04	2018-11-26	2018-10-17	2018-08-30	2018-07-03
cena docelowa (PLN)	25,25	26,70	21,30	21,30	21,50	22,60	23,50
kurs z dnia rekomendacji	24,42	24,08	22,80	16,54	17,14	21,90	24,88

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	przeważaj
data wydania	2019-04-29	2018-09-04
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	2,37	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
data wydania	2018-12-05	2018-06-22
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	0,84	1,09

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	niedoważaj	równoważ
data wydania	2019-04-29	2018-12-05	2018-05-30
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	15,60	17,50	14,50

Tauron

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

TIM

rekomendacja	przeważaj	przeważaj
data wydania	2019-04-29	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	7,90	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
data wydania	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	4,81

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

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 Kliszczyk**

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

Michał Marczak

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

Michał Konarski

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

Jakub Szkopek

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

Paweł Szpigiel

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

Piotr Bogusz

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

Aleksandra Szklarczyk

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

Piotr Poniąkowski

+48 22 438 24 09
piotr.poniakowski@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.lempicka@mbank.pl

Bartosz Orzechowski

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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej**Kamil Szymański**

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

Jarosław Banasiak

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