mBank Dom Maklerski

mBank.pl

poniedziałek, 3 czerwca 2019 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: czerwiec 2019

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

Waszyngtoński szczyt negocjatorów przyniósł rozczarowanie, zmianę oczekiwań inwestorów i globalny risk-off. Jedną z ostatnich szans na odwrócenie negatywnego scenariusza jest czerwcowy szczyt państw G20.

Ze spółek

Finanse

Zgodnie z oczekiwaniami, w maju polski sektor bankowy znajdował się pod presją związaną z trudną sytuacją Idea Banku. Zakończył się również sezon wyników, który oceniamy pozytywnie, zwłaszcza w przypadku PKO, ING i MIL, gdzie widzimy szansę na podwyżki konsensusu. W przeciwnym kierunku mogą podążać oczekiwania rynkowe dotyczące BHW, PEO i ALR. W czerwcu oczekujemy, że wyjaśni się przyszłość GNB oraz Idea Banku. Dodatkowo, oczekujemy szczegółów związanych z ewentualnym podatkiem bankowym w Czechach czy TLTRO III (początek czerwca). W bieżącym miesiącu przeważamy spółki dywidendowe takie jak PEO czy BHW.

Chemia

Naszym zdaniem polski sektor chemiczny ma szansę wciąż zachowywać się lepiej od rynku z uwagi na oczekiwane wzrosty wyników w kolejnych kwartałach. Obecnie najciekawiej wygląda Grupa Azoty.

Paliwa

Zamieszanie z rurociągiem Przyjaźń wywołało mocną przecenę rafinerii, ale w ostatnim tygodniu spadki zostały odrobione, prawdopodobnie w reakcji na lepsze odczyty marż. Utrzymujemy konserwatywne podejście do prognoz rentowności w sektorze. Alternatywą dla PKN/LTS jest naszym zdaniem PGN.

Energetyka

WIG-Energia zaliczył kolejny słaby miesiąc, mimo że poza PGE spółki raportowały mocne wyniki, a ostatnie doniesienia wskazują na możliwe uporządkowanie kwestii rekompensat. Sentyment może wynikać ze spekulacji o nacisku na dekarbonizację ze strony nowego europarlamentu.

Telekomunikacja, media, IT

W telekomunikacji zalecamy przeważanie PLY. Pomimo >60% wzrostu notowań od wydania naszego raportu analitycznego w paź'18, spółka ma potencjał do dalszych wzrostów. Spadku kursu oczekujemy z kolei w CPS. W sektorze IT nasz wybór to niezmiennie CMR i ASE z/w na wysokie wyniki za 1Q'18, dobre perspektywy na cały 2019 r. oraz atrakcyjny poziom wyceny.

Przemysł, surowce

Polskie spółki przemysłowe na wynikach 1Q'19 wypadły trochę lepiej niż zakładaliśmy, ale wciąż słabo w relacji do poprzednich kwartałów. Najbardziej przekonani jesteśmy do FMF, KER, POZ i TIM, unikalibyśmy AML, KTY i IPX. Warto naszym zdaniem pod względem zakupów zwrócić uwagę na liderów przeceny w maju (Cognor, Mercator, Pozbud, Stalprodukt).

Deweloperzy

Deweloperzy pokazali dobre marże w 1Q'19 (29%), szczególnie LCC i LKD. Również 1AT pozytywnie zaskoczył na marży. DOM z mocnym kwartałem wyników. Sezon dywidend przed nami, a 4 z deweloperów mieszkaniowym oferuje DY >=11%.

Handel

Słabe wyniki sprzedażowe w okresie kwiecień-maj mogą negatywnie przełożyć się na wyniki spółek odzieżowych i obuwniczych w 2Q'19. Ryzyko wprowadzenia podatku od sprzedaży detalicznej może wywierać presję na spółki z sektora. Naszym zdaniem najlepiej z sektora będą się zachowywały EAT, LPP oraz VRG.

Kluczowe rekomendacje

Pozytywne: 11B, ATT, CDR, CIE, COG, EAT, ENA, ENG, FMF, KER, LPP, PGE, PGN, POZ, TIM, TPE, VST
Negatywne: AML, DNP, IPX, KTY, LTS, PKN

Indeksy	Kurs bieżący	1M	YTD
WIG	57 910	-3,7%	+0%
ATX	2 897	-8,8%	+7%
BUX	40 904	-3,8%	+5%
PX	1 044	-1,7%	+9%
Indeksy sektorowe WIG		**1M**	**YTD**
WIG20	2 239	-3,7%	-1%
mWIG40	3 951	-3,8%	+2%
sWIG80	11 577	-3,1%	+10%
Banki	7 500	-3,5%	+1%
Budownictwo	2 002	-6,2%	+5%
Chemia	10 512	-6,2%	+12%
Energia	2 144	-1,4%	-11%
Górnictwo	3 371	-8,8%	-2%
Informatyka	2 329	+1,2%	+17%
Media	4 936	-3,3%	+9%
Nieruchomości	2 104	-2,4%	+10%
Odzież	5 416	-17,0%	-10%
Paliwa	7 167	-0,6%	-10%
Spożywczy	3 225	-10,1%	-5%
Telekomunikacja	720	+2,3%	+16%
Top 5 / Worst 5		**1M**	**YTD**
TIM	9,68	+18,0%	+57%
Enter Air	31,20	+14,3%	+46%
Work Service	2,28	+14,0%	+52%
Play	26,22	+11,3%	+34%
Enea	8,41	+9,9%	-15%
Bumech	3,00	-29,7%	+30%
Idea Bank	2,58	-30,5%	+6%
Trakcja	1,73	-31,7%	-56%
i2 Development	7,05	-35,3%	-21%
Elbudowa	10,25	-40,4%	-60%

Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
Alior Bank	kupuj ►	77,00 PLN ▼
Asseco Poland	trzymaj ►	50,80 PLN ▼
Ciech	kupuj ►	55,00 PLN ▼
Cognor	przeważaj ▲	-
Eurocash	redukuj ►	18,20 PLN ▼
Famur	kupuj ►	6,67 PLN ▼
Grupa Azoty	akumuluj ▼	44,42 PLN ▼
Grupa Kęty	redukuj ▼	326,37 PLN ▼
Handlowy	akumuluj ▼	61,00 PLN ►
Kernel	kupuj ►	58,63 PLN ▼
KGHM	trzymaj ►	91,71 PLN ▼
Lotos	sprzedaj ►	65,95 PLN ▲
LPP	akumuluj ▲	8300 PLN ▼
MOL	trzymaj ►	3223,00 HUF ►
PGE	kupuj ►	13,39 PLN ▲
PKN Orlen	sprzedaj ►	80,01 PLN ▲
Santander BP	trzymaj ►	377,27 PLN ▼
Skarbiec Holding	kupuj ►	28,17 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 ... 17
10. Finanse ... 19
10.1. Alior Bank ... 19
10.2. Handlowy ... 20
10.3. ING BSK ... 21
10.4. Millennium ... 22
10.5. Pekao ... 23
10.6. PKO BP ... 24
10.7. Santander Bank Polska ... 25
10.8. Komercni Banka ... 26
10.9. Erste Bank ... 27
10.10. OTP Bank ... 28
10.11. PZU ... 29
10.12. Kruk ... 30
10.13. Skarbiec Holding ... 31
11. Chemia ... 32
11.1. Ciech ... 32
11.2. Grupa Azoty ... 33
12. Paliwa ... 34
12.1. Lotos ... 34
12.2. MOL ... 35
12.3. PGNiG ... 36
12.4. PKN Orlen ... 37
13. Energetyka ... 38
13.1. CEZ ... 38
13.2. Enea ... 39
13.3. Energa ... 40
13.4. PGE ... 41
13.5. Tauron ... 42
14. Telekomunikacja, media, IT ... 43
14.1. Netia ... 43
14.2. Orange Polska ... 44
14.3. Play ... 45
14.4. Agora ... 46
14.5. Cyfrowy Polsat ... 47
14.6. Wirtualna Polska ... 48
14.7. Asseco Poland ... 49
14.8. Comarch ... 50
14.9. 11 bit studios ... 51
14.10. CD Projekt ... 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

Rynek akcji

Wbrew naszym oczekiwaniom, majowy szczyt negocjatorów w Waszyngtonie przyniósł duże rozczarowanie, zmianę oczekiwań inwestorów (większość zakłada dalszą eskalację wojny celnej) oraz globalny risk-off. Konflikt przeniósł się z dyskusji o cłach na starcie technologiczne (ograniczenie dostępności Androida dla Huawei, groźba odcięcia USA od dostępu do metali ziem rzadkich). Ponownie wzrosły obawy o zaostrzenie polityki celnej z Meksykiem i Europą. Niestety słabe dane makro to już nie scenariusz przejściowy, który miał odwrócić się z chwilą zawarcia konsensusu pomiędzy USA i Chinami, a raczej wariant bazowy. Wydaje się, że jedną z ostatnich szans na odwrócenie negatywnego scenariusza jest czerwcowy szczyt państw G20. Dane makro, jakie będą publikowane w najbliższych tygodniach zapewne rozczarują, dlatego inwestorzy będą bacznie zwracać uwagę na informację ws. rozmów handlowych napływających przed szczytem (wysoka zmienność).

Kwiecień i maj na GPW to dominacja kapitału zagranicznego, przy niskiej aktywności lokalnych funduszy i klientów detalicznych. Nic nie wskazuje, żeby w najbliższym czasie ta tendencja miała się zmienić. Dobre dane makro z polskiej gospodarki wyróżniają się w Europie, dlatego Polska może być traktowana przez kapitał zagraniczny jako rynek *safe haven*. W otoczeniu globalnego redukowania pozycji w ryzykownych aktywach, przewidywalność i stabilność tego trendu jest bardzo niepewna. Projekt ustawy o OFE potwierdza nasze wcześniejsze przekonanie, że fundusze nie będą źródłem podaży polskich akcji.

Konsensus zakłada eskalację wojny handlowej

Fiasko rozmów USA-Chiny na spotkaniu negocjatorów w Waszyngtonie drastycznie obniżyło wiarę inwestorów w możliwość osiągnięcia kompromisu. Dodatkowo, po majowym wejściu w życie odroczonych, podwyższonych stawek celnych na chińskie produkty (250 mld USD) w reakcji Chiny nie tylko podniosły swoje cła, ale zagroziły zablokowaniem dostaw metali rzadkich. Nie bez znaczenia były tu również (wymuszone przez rząd) zapowiedzi odcięcia chińskich firm od możliwości stosowania amerykańskich systemów operacyjnych w telefonach i komputerach. Z ankiety przeprowadzonej przez Evercore ISI wśród swoich klientów wynika, że aż 63% respondentów oczekuje dalszej eskalacji wojny handlowej (podwyższone cła na kolejne produkty). W takim scenariuszu prawdopodobieństwo wystąpienia recesji w ciągu najbliższych dwóch lat szacowane jest na 60%.

Przy tak niskich oczekiwaniach pojawienie się szansy na porozumienie skutkowałoby powrotem inwestorów do ryzykowanych aktywów. Napięcie w stosunkach pomiędzy stronami powoduje jednak, że taki scenariusz w opinii inwestorów jest bardzo niepewny. Powoduje to osuwanie się rynku akcji (w długim terminie kolejne cła obniżą zyskowność spółek i doprowadzą do ograniczenia CAPEXu) i hossę na obligacjach. Wskaźniki wyprzedające gospodarki (ISM, PMI) mogą tylko utwierdzać inwestorów w negatywnym nastawieniu do ryzykownych aktywów.

Szczyt G20

W tym kontekście ważnym wydarzeniem jest szczyt państw G20, który odbędzie się w Osace 28-29 czerwca. Dotychczas przed tego typu spotkaniami, Trump – swoimi tweetami – podtrzymywał oczekiwania na porozumienie, co przekładało się na wzrost cen akcji. Obecna przecena na NYSE nie pomaga prezydentowi przed spotkaniem z Xi Jinpingiem. Ponadto, w dłuższym okresie (perspektywa przyszłorocznych wyborów prezydenckich) poprzez efekt majątkowy przecena na S&P przekłada się negatywnie na zachowania konsumenckie (siła napędowa wzrostu gospodarczego). To scenariusz mocno spekulacyjny, ale wydaje się prawdopodobne, że ten „manewr" powinien zostać powtórzony w czerwcu – szczególnie uwzględniając pesymistyczne nastroje (pozycjonowanie/alokację) inwestorów. Inną kwestią pozostaje, czy inwestorzy nauczeni doświadczeniem zareagują pozytywnie na takie informacje – w takim przypadku reakcja inwestorów powinna być wskazówką, w jakim kierunku mogą podążać indeksy w kolejnych tygodniach.

Strefa nadal słabnie, w Polsce PKB +4,6% r/r

Eskalacja wojny handlowej oczywiście nie poprawia nastroju przedsiębiorstw. Według najnowszych, rozczarowujących odczytów PMI w europejskim przemyśle wskaźnik dla całej Strefy obniżył się z 47,9 do 47,7 – nie spadł wyraźniej dzięki zaskakująco dobrym danym z Francji (50,6 vs. 50,0). Spadek miał miejsce również w przypadku usług, które dotychczas były bardziej odporne na słabnącą globalną koniunkturę niż przemysł. Słabnące momentum gospodarki po raz pierwszy od 5 lat wyraźnie przeniosło się na rynek pracy (spadek subindeksu). Spowolnienie jest bardziej odczuwalne w krajach południowej Europy, ze szczególnym uwzględnieniem Włoch, gdzie wkrótce może dojść do wzrostu obaw o poziom zadłużenia (w kontekście deficytu budżetowego). Obok BREXITu, który po wynikach wyborów w Wielkiej Brytanii do PE zapewne w najbliższych tygodniach powróci na pierwsze strony serwisów, kwestia włoskiego długu jest ważnym (pomijanym w świetle wojny handlowej) czynnikiem ryzyka na drugie półrocze. Przy słabnącej gospodarce Strefy, dane makro w Polsce powodują, że przynajmniej na poziomie waluty i obligacji stajemy się *safe haven* rynków. Efekt stymulacji fiskalnej powinien w kolejnych kwartałach ograniczać wpływ słabszej koniunktury zewnętrznej.

Zmiany w OFE – projekt ustawy

Do konsultacji społecznych trafił projekt ustawy przenoszącej aktywa z OFE do IKE/ZUS. Zgodnie z planami Rządu, po konsultacjach, tj. na przełomie czerwca/lipca, trafi on do Rady Ministrów, a następnie do Sejmu. Zmiany mają zacząć obowiązywać od stycznia 2020. Szerzej naszą ocenę zmian przedstawiliśmy poprzednich publikacjach, dlatego teraz odnosimy się tylko do najważniejszych elementów.

Nadal najwięcej obaw wśród inwestorów budzi to, ile osób zdecyduje się zamienić IKA na ZUS. Naszym zdaniem zapisy w ustawie powodują, że argumentami za pozostaniem w IKE, a nie w ZUS są: 1) w przeciwieństwie do ZUS środki zgromadzone w IKE będą dziedziczone, 2) będzie można wypłacić je jednorazowo (po osiągnięciu wieku emerytalnego), 3) z automatu wszyscy członkowie OFE zostaną przeniesieni do IKE, a ci którzy chcą przenieść aktywa do ZUS będą musieli złożyć stosowne deklaracje. Nową informacją jest to, że osoby mające 1,5 roku do emerytury (w chwili wejścia w życie zmian), zostaną automatycznie przeniesione do ZUS (ze względu na krótki czas składkowy brak ekonomicznego uzasadnienia IKE). Kluczowe tu jest to, że Rząd będzie aktywnie przekonywał Polaków do pozostania w IKE.

Ważnym elementem – sygnalizowanym już w opisie planowanych zmian – jest wprowadzenie minimalnego poziomu zaangażowania w polskie akcje (90% w 2020, spadek wskaźnika do 67,5% w 2029). Wprowadzenie takiego mechanizmu podtrzymuje naszą wcześniejszą tezę (raport miesięczny z kwietnia), że OFE nie będą aktywnie sprzedawać akcji w wyniku zmiany. W kontekście

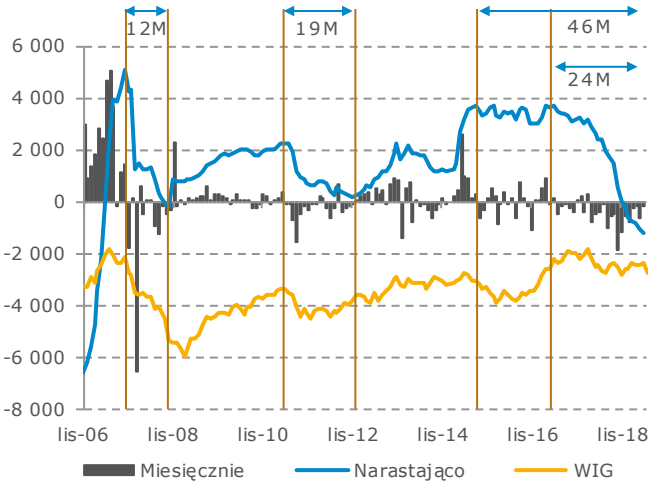
uruchomienia PPK potwierdza się teza, że Rządowi zależy na tym, żeby rynek akcji „nie załamał się" pod ciężarem zmian w OFE.

Nadal nie znamy terminu, w którym zostanie naliczony podatek od przenoszonych aktywów. Teoretycznie do tego czasu im wyceny akcji są niższe tym lepiej dla oszczędzających, a same fundusze mogą nie być zainteresowane kupowaniem akcji.

Krajowe aktywa akcyjna nadal się kurczą

Kwiecień przyniósł dalsze umorzenia w krajowych funduszach akcyjnych i absolute return (-203 mln PLN). Jest to najdłuższy okres trwania umorzeń w historii GPW. Trwa już 24 miesiące, a licząc kwartały, w których nie było napływów netto, okres „posuchy" w funduszach akcyjnych trwa już 46 miesięcy. Efektem jest drastyczny spadek aktywności krajowych instytucji finansowych i dalszy wzrost udziału w rynku klientów zagranicznych (szczegółowe dane w tym zakresie będą dostępne pod koniec wakacji). W perspektywie najbliższych tygodni trudno znaleźć argumenty przemawiające za zmianą tego trendu.

Napływy netto do TFI akcyjnych i absolute return na tle WIG



Źródło: IZFiA, Dom Maklerski mBanku

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

Sektory

Finanse

- Tak jak przewidywaliśmy, w maju ton dla sektora był nadawany przez wieści płynące z Idea Banku i dopóki niepewność dotycząca dalszego funkcjonowania Idea Banku nie zniknie, dopóty presja na sektor będzie się utrzymywać. Przypominamy, że po 1Q'19 wskaźnik kapitałowy Tier 1 w Idea Banku, znajdował się na poziomie 0,53%, wobec dopuszczalnego minimum na poziomie 6%. Oczekujemy, że sytuacja wyjaśni się do końca czerwca, kiedy poznamy (lub nie) nowego strategicznego inwestora.
- Wyniki kwartalne analizowanych przez nas polskich banków okazały się o 3% wyższe od konsensusu, głównie dzięki nieznacznie niższym kosztom operacyjnym oraz saldzie rezerw. Oczyszczając wynik o wszystkie zdarzenia jednorazowe (w tym składkę restrukturyzacyjną BFG), zagregowany zysk netto wzrósł o 14% R/R. Jednocześnie wyniki wskazują na dość dużą polaryzację sektora w 1Q'19, co oznacza szansę na podwyższenie oczekiwań rynkowych dla PKO, ING i MIL oraz obniżenie w przypadku PEO, ALR i BHW (proces już się rozpoczął).
- W regionie, czeskie banki cały czas tracą na informacjach sugerujących nową daninę nałożoną na największych czeskich pożyczkodawców. Czeski premier kolejny raz zdementował chęć wprowadzenia klasycznego podatku bankowego, jednocześnie proponując utworzenie specjalnego funduszu rozwoju, na który miałyby łożyć największe czeskie banki. Szczegóły zasilenia nowego funduszu są cały czas nieznane, ale bazując na wstępnych propozycjach oraz udziałach rynkowych nowa danina stanowiłaby około 5% zysku netto w przypadku Grupy Erste oraz około 10% zysku netto w przypadku Komercni Banka.
- **Kluczowe rekomendacje:** Pekao (kupuj), Kruk (kupuj), Erste Bank (kupuj)

Chemia

- Notowania indeksów MSCI Chemicals w Europie i na świecie spadały w obawie o eskalację wojny handlowej. Nieznacznie lepiej pod tym względem wypadły polskie spółki chemiczne, które korzystają ze spadków cen surowców (gaz, ropa) i posiadają produkty mniej narażone na cykle koniunkturalne (soda, nawozy).
- Naszym zdaniem polski sektor chemiczny ma szansę wciąż zachowywać się lepiej od rynku z uwagi na oczekiwane wzrosty wyników w kolejnych kwartałach.
- Atrakcyjnie obecnie wyglądają zarówno Ciech (wzrosty cen sody, spadek cen gazu, poprawa wyników w kolejnych kwartałach, konsolidacja wyników Proplan i soli oczyszczonej w Niemczech), jak i Grupa Azoty (dobre perspektywy na 2Q'19, całoroczny konsensus musi się przesunąć na 1,4-1,5 mld PLN EBITDA z 1,3 mld PLN obecnie, dalsze spadki cen gazu przy odbijających cenach nawozów w Europie, dywersyfikacja udziału w projekcie PDH).
- **Kluczowe rekomendacje:** Grupa Azoty (akumuluj), Ciech (kupuj)

Paliwa

- Ceny ropy Brent spadły w maju poniżej 70 USD/Bbl, głównie za sprawą obaw o dalszą eskalację konfliktu handlowego Chiny-USA. Wizja większego napięcia wokół Iranu przestała póki co straszyć i inwestorzy zaczęli realizować zyski, co jest widoczne w spadku pozycji spekulacyjnych, zarówno na WTI (4 tygodnie z rzędu, łącznie o 25%), jak i Brent (2-tygodniowy spadek o 3%). Notowaniom surowca nie pomogły też dane o dalszym zmniejszaniu liczby aktywnych wiertni w USA, gdyż rynek skupiał się na bieżących wzrostach zapasów.
- Ceny spotowe gazu w Europie po krótkim odbiciu szukają dna (poniżej 13 EUR/MWh), a dodatkowo ten trend pogłębia korekta na rynku węgla. Zapasy w UE są rekordowe jak na tę porę roku, co oczywiście wynika z ciepłej zimy. Kontrakty roczne zakładają jednak, że ta sytuacja jest przejściowa (1Y FWD w okolicach 20 EUR/MWh) i my przychylamy się do takiego scenariusza.
- Marże rafineryjne na spadającej ropie i mocnych crackach benzynowych (przestoje rafinerii Leuna i Mozyr z uwagi na brak dostaw rurociągiem Przyjaźń i przestój dużej rafinerii Shell w Rotterdamie) w maju były relatywnie wysokie, choć neutralizował to niski poziom dyferencjału Ural/Brent. W efekcie póki co kompleksowa marża w przeliczeniu na PLN jest dość zbliżona r/r. Niemniej jednak ostatnie odczyty wskazują, że sytuacja może ulec pogorszeniu.
- Dostawy rurociągiem Przyjaźń na nitce południowej zostały wznowione, ale nadal nie ma porozumienia strony polskiej z Rosją w sprawie oczyszczenia polskiego odcinka (sporna kwestia odszkodowań). Bazowy scenariusz zakłada powrót do normalności w perspektywie najbliższych miesięcy, a spółki zapewniają że logistyczne zaburzenia nie będą miały wpływ na wyniki 2Q.
- Według danych POPIHN marże detaliczne na polskim rynku w kwietniu kontynuowały trend spadkowy, aczkolwiek w ujęciu r/r odczyty nie były jednorodne, w przypadku benzyny notujemy spadek z 5 groszy na litrze do 3 groszy, natomiast na dieslu wzrost z 3 groszy do 6 groszy na litrze. Przypominamy, że w 1Q spółki korzystały jeszcze na bardzo wysokich marżach paliwowych w ujęciu r/r.
- W przypadku petrochemii spadki cen ropy poprawiły rentowność w przypadku monomerów, ale na poliolefinach notowaliśmy zbliżone odczyty w ujęciu m/m.
- **Kluczowe rekomendacje:** Lotos (sprzedaj), PGNiG (kupuj), PKN Orlen (sprzedaj)

Energetyka

- Ceny energii na rynku niemieckim spadły w ostatnich dniach poniżej 49 EUR/MWh z uwagi na mocną korektę cen węgla (-6% w maju) i kolejne minima w przypadku gazu ziemnego (spot -16% w maju). Notowania CO_2 również nie pomagają – cofnęły się w okolice 25 EUR/t. W tych warunkach nieznacznie poprawił się CDS do poziomu 3 EUR/MWh, choć nadal na kontraktach 1Y FWD korzystniej wygląda marża modelowa elektrowni gazowej.
- W Polsce ceny energii utrzymują się powyżej 270 PLN/MWh w kontrakcie rocznym, co oznacza, że od lokalnego minimum z 1Q, modelowa marża dla elektrowni zintegrowanej pionowo odbudowała się już o około 11 PLN/MWh do poziomu 173 PLN/MWh (dla porównania średnia marża z notowań z TGE w kontraktach na rok bieżący wyniosły 170 PLN/MWh). Zwracamy uwagę, iż w przypadku bloków opartych o zewnętrzne dostawy węgla taki poziom cen również implikuje poprawę rentowności w 2020 roku, gdyż w obecnej sytuacji na rynku trudno oczekiwać wzrostu kosztów paliwa.
- Wszystko wskazuje na to, że powoli dobiega do końca saga związana z zamrożeniem cen energii. Ministerstwo Energii ogłosiło, że porozumiało się z Komisją Europejską w sprawie tej interwencji. Kompromis zakłada, że za 1H'19 rekompensaty/obniżki cen będą zrealizowane zgodnie z aktualną ustawą i draftem rozporządzenia (obejmą wszystkich odbiorców), ale od 1 lipca niższe ceny będą zagwarantowane tylko dla gospodarstw domowych, samorządów, szpitali i małych oraz mikro firm. Średni i

większi odbiorcy komercyjni będą mogli wnioskować o przystąpienie do systemu rekompensat na zasadach pomocy de minimis z limitem pomocy publicznej ogółem na poziomie 200 tys. EUR w 3 kolejnych latach. Oznacza to, że zakres zamrożenia cen będzie istotnie ograniczony (duża część firm zapewne nie zdecyduje się przy takich obostrzeniach na przystąpienie do systemu), co zmniejsza ryzyko braku pełnego pokrycia strat w spółkach energetycznych. Wdrożenie tych zmian wymaga nowelizacji ustawy (12-14 czerwca) i opublikowanie nowego rozporządzenia (lipiec), tak więc pierwsze rekompensaty dla energetyki pojawią się w sierpniu.

- Notowania spółek energetycznych w Europie były w ostatnim miesiącu raczej stabilne. W przypadku WIG-Energia obserwujemy natomiast dalszą ucieczkę inwestorów (w maju -9%, a YTD -15%), którą w ostatnich dniach spotęgowały słabe wyniki PGE. O tym jak fatalny jest sentyment do sektora świadczy ignorowanie przez rynek teoretycznie pozytywnych komunikatów, jak lepsze rezultaty kwartalne w Enei i Tauronie, czy wspomniany konsensus rządu z KE ws. rekompensat.
- Nie bez znaczenia dla polskich spółek energetycznych może być również wynik wyborów do europarlamentu, który jak się wydaje może być w tej kadencji bardziej restrykcyjny, jeśli chodzi o politykę dekarbonizacji UE. Pojawiły się też spekulacje, iż Bruksela może negatywnie ocenić przedstawiony przez Polskę plan dla energii i klimatu z uwagi na niezadowalające zobowiązania wzrostu produkcji w OZE. W naszej opinii ewentualna zmiana frontu polskiego rządu w kwestii odnawialnych źródeł (symptomatyczna w tym kontekście może być aktualizacja strategii Tauronu) mogłaby być pozytywnym katalizatorem dla sektora, gdyż musiałaby się wiązać z odłożeniem planów atomowych. Według nieoficjalnych doniesień, w ME rozpoczęto prace nad koncepcją rezerwy strategicznej, która skupiłaby stare jednostki węglowe i zarządzała nimi po 2025 roku, kiedy wygaśnie wsparcie z rynku mocy. Takie rozwiązanie miałoby pomóc w dostosowaniu się państwowych koncernów energetycznych do europejskich trendów w zakresie emisyjności.
- **Kluczowe rekomendacje:** ENA (kupuj), ENG (kupuj), PGE (kupuj), Tauron (kupuj)

Telekomunikacja, media, IT

- Urząd Komunikacji Elektronicznej opublikował decyzje regulujące dostęp do infrastruktury budynkowej należących do sześciu operatorów: Netii, UPC, Multimediów, Vectry, Toyi i Inei. Regulator chce, aby operatorzy kablowi udostępnili swoje sieci konkurencji w blokach, co oznacza, że podmioty te mogłyby świadczyć swoje usługi w oparciu o infrastrukturę tych operatorów kablowych. Dla klientów może to oznaczać łatwą zmianę operatora – bez konieczności wymiany kabli. Dodatkowo, klienci mieszkający w nowych budynkach, które powstały po 2012 roku będą mogli wybrać każdą z usług u innego operatora. Warto jednak zauważyć, iż decyzje regulacyjne nie zawierają rygoru natychmiastowej wykonalności, co oznacza, że wejdą w życie, kiedy właściciele infrastruktury będą do tego gotowi.
- 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).
- Agencja mediowa Zenith podniosła w marcu prognozę dla polskiego rynku reklamy w 2019 roku do 5,3% z 4,2%. Zdaniem agencji zapowiadana przez rząd "piątka Kaczyńskiego" będzie sprzyjać utrzymaniu wysokiej konsumpcji, co ma wpływ na rynek reklamy. Według estymacji Zenith, ze względu na niższą planowaną dynamikę PKB oraz wysoką ubiegłoroczną bazę (wzrost o 6,8%), w 2019 roku wzrost rynku reklamy telewizyjnej będzie niższy niż w 2018 roku i wyniesie 3,1%. Będzie to także pierwszy rok, w którym udział telewizji w rynku reklamy spaść ma poniżej granicy 50%. Wydatki na reklamę w internecie będą w tym roku wyższe o 12,1%. Będzie za to odpowiadać szczególnie wzrost cen reklamy kupowanej w modelu programmatic, spowodowany zapowiedzianym przez Google przejściem na aukcje pierwszej ceny do końca 2019 roku.
- W maju'19 notowania WIG Info wzrosły o 0,8%. Tym samym indeks spółek IT był lepszy od szerokiego rynku (vs. +7,4% WIG). WIG Info był także lepszy od MSCI IT EU o 7,0 p.p. Mediana P/E 12M fwd dla spółek IT wynosi obecnie 13,4x i jest 12,6% poniżej historycznej średniej z 3 lat.
- Sezon wyników spółek IT za 1Q'19 dobiega końca. Zaraportowało 5 z 6 pokrywanych przez nas spółek. Mediana wzrostu wyniku EBITDA dla pięciu spółek wyniosła >50%. W tym miejscu zwracamy uwagę, że częściowo to efekt IFRS16, jednak na linii netto także widoczne są istotne wzrosty wyników (>67%), a mediana wskaźnika P/E wynosi 12,8x. Stąd, podwyższamy podejście do sektora do pozytywnego. 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. Jednak z drugiej strony, zarządy spółek wydają się bardziej pewne przychodów z kontraktacji publicznej (zwłaszcza w zakresie mniejszych kontraktów) vs. kwartał temu.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania**: Orange Polska (kupuj), Play (kupuj), Asseco SEE (przeważaj), Comarch (kupuj), Cyfrowy Polsat (redukuj)

Przemysł

- Indeksy MSCI spółek przemysłowych dla Europy i dla świata w maju znajdowały się pod presją, a obecnie notowane są z lekkim dyskontem do swoich 3-letnich średnich na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA.
- Polskie spółki przemysłowe na wynikach 1Q'19 wypadły trochę lepiej niż zakładaliśmy, ale wciąż słabo w relacji do poprzednich kwartałów. W 1Q'19 dotychczas 53% spółek poprawiło r/r rezultaty (oczekiwaliśmy 32-33%), ale i tak jest to najgorszy odczyt od 3Q'17. Zestawiając wyniki z oczekiwaniami – 40% pobiło nasze prognozy, a 33% podały rezultaty gorsze od oczekiwań. Na wynikach 1Q'19 pozytywnie zaskoczyły Forte, Kruszwica, Mangata i Pozbud. Negatywnie – Alumetal, Cognor i Pfleiderer.
- Warto naszym zdaniem zwrócić uwagę na liderów przeceny w maju, których wycena obecnie wygląda znacznie atrakcyjniej – Cognor, Mercator, Pozbud, Stalprodukt.

- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Alumetal (niedoważaj), Cognor (przeważaj), Grupa Kęty (redukuj), Impexmetal (niedoważaj), Famur (kupuj), Kernel (kupuj), Pozbud (przeważaj), TIM (przeważaj)

Wydobycie

- Eskalacja wojny handlowej między USA a Chinami negatywnie wpłynęła na sentyment do rynków wschodzących oraz metali przemysłowych. Osłabienie koszyka walut rynków wschodzących przełożyła się negatywnie na notowania surowców, co również miało wpływ na wycenę spółek wydobywczych. Obecnie na metalach ogółem liczba otwartych pozycji spekulacyjnych jest na najniższym poziomie od 2014 roku i jakakolwiek pozytywna informacja mogłaby się przełożyć na zamykanie pozycji krótkich przez aktywnych inwestorów i wywołać wzrost cen. Przy słabych danych wyprzedzających (PMI w USA i w Europie) rynek może oczekiwać, że banki centralne mogłyby powrócić do narzędzi stymulujących wzrost gospodarczy. To z kolei przełożyłoby się na wzrosty cen metali szlachetnych i metali przemysłowych (w obydwu przypadkach scenariusz pozytywny dla KGHM).
- W 1Q'19 KGHM pozytywnie zaskoczył wynikami finansowymi. Zarząd nie oczekuje dodatkowych wypłat nagród dla kadry pracowniczej oraz nie widzi ryzyka zawiązywania dodatkowych rezerw na poczet zamykanej kopalni w zagłębiu Sudbury. Po podpisaniu przez Prezydenta zmian w ustawie o wydobyciu kopalin przedstawiciele partii rządzącej wskazują, że jest to pierwszy krok w kierunku złagodzenia obciążeń dla krajowego producenta miedzi.
- Europejski rynek stali w 1Q'19 przeżywał trudny okres. Wzrost importu stali do Unii Europejskiej, spadek cen przy rosnących kosztach produkcji spowodował spadek wyników finansowych praktycznie wszystkich spółek w sektorze (słabe wyniki Cognor, Konsorcjum Stali, Stalprodukt, VoestAlpine). Arcelor Mittal podjął również decyzję o ograniczeniu produkcji w Europie o 3 mln ton rocznie oraz zamknięciu stalowni w Krakowie. Ta ostatnia decyzja powinna zmniejszyć konkurencję na krajowym rynku w 2H'19. Dodatkowo, w kolejnych miesiącach będziemy obserwować wyhamowanie tempa importu produktów stalowych do Europy z uwagi na wyczerpanie kwot importowych przewidzianych na bieżący rok.
- W przypadku JSW wyniki 1Q'19 pozytywnie zaskoczyły inwestorów. Spółka oczekuje wzrostu wydobycia w 2H'19, ale na horyzoncie pozostaje jeszcze słabszy pod względem produkcji 2Q'19. Głównym ryzykiem dla JSW jest oczekiwany w czerwcu konkurs na nowy zarząd spółki. Nowo wybrane władze mogą mieć inne podejście do rozwoju Grupy i zagospodarowania wolnych środków finansowych.

Deweloperzy

- Znamy już rekomendację dywidend w większości spółek w sektorze. 4 z nich oferują DYield=11-13% (LKD, 1AT DOM, LCC), ARH i RON ~7-8%, a INP, GTC i PHN ~4-5%.
- Marża deweloperska w spółkach giełdowych wyniosła 29% w 1Q'19 i okazała się być o 3,2 p.p. wyższa r/r i zarazem najwyższa w ciągu ostatnich kilku lat. Szczególnie zaskoczyły marże w LC Corp (36%) i Lokum (43%). Również Atal pozytywnie zaskoczył konsensus mocnymi marżami. DOM pokazał nominalnie bardzo dobry 1Q'19 (mocny poziom przekazań i wysokie marże).
- **Kluczowe rekomendacje**: Dom Development (trzymaj), Atal (trzymaj)

Handel

- Ministerstwo Pracy ogłosiło propozycję zwiększenia płacy minimalnej o 8,9% w 2020 r. Jest to najwyższy wzrost od 2016 r. (+10,1% r/r). W latach 2017/18/19 płaca min. rośnie odpowiednio +8,1%/+5%/+7,1%. Wzrost tempa wzrostu płacy minimalnej względem poprzednich lat przełoży się na jeszcze większą presję ze strony kosztów wynagrodzeń. **Najsilniejszego wpływu oczekujemy w DNP** (niska średnia płaca w sklepach), **EUR** (osłabienie pozycji konkurencyjnej klientów EUR, wzrost kosztów w logistyce), **JMT** (wyższa presja na koszty pracy). CCC, EAT i LPP mają coraz mniejszy udział biznesu na rynku polskim oraz wprowadziły szereg działań mających optymalizację kosztów pracy.
- Niesprzyjające warunki pogodowe negatywnie wpłynęły na sprzedaż spółek odzieżowych i obuwniczych w maju. Biorąc pod uwagę niską dynamikę sprzedaży w okresie IV-V, spółki mogą być skłonne do bardziej intensywnych akcji promocyjnych w czerwcu, co powinno pozytywnie przełożyć się na sprzedaż obniżając rentowność.
- **AmRest** w 1Q'19 utrzymał wysokie tempo poprawy wyniku EBITDA (+25% r/r). Oczekujemy przyśpieszenia dynamiki poprawy EBITDA w 2-3Q'19 wspieranej efektem bazy oraz konsolidacją Sushi Shop. Naszym zdaniem AmRest jest jedną z najciekawszych opcji inwestycyjnych.
- Kurs **CCC** zareagował negatywnie po publikacji wyników za 1Q'19. Wysoka baza kosztowa związana z przejętymi biznesami oraz zwiększeniem nakładów na marketing/sponsoring mogą istotnie wpłynąć na wyniki spółki w '19. Zgodnie z komentarzem zarządu, warunki pogodowe w maju negatywnie wpłynęły na dynamikę spółki.
- Notowania **EUR** zareagowały negatywnie na potwierdzenie informacji o planowanym zakończeniu współpracy z PKN Orlen oraz na informację o werdykcie TSUE w sprawie podatku od sprzedaży detalicznej. Korygujemy nasze prognozy o utratę kontraktu z PKN Orlen. W przypadku wprowadzenia podatku od sprzedaży detalicznej w 2020 roku (nie uwzględniamy tego zdarzenia), prognozowana EBITDA byłaby płaska r/r w 2020 roku. Dodatkowym wyzwaniem dla spółki będzie wzrost płacy minimalnej o 8,9% r/r w 2020 roku.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania**: 11 bit studios (kupuj), AmRest (kupuj), CCC (kupuj), Dino (redukuj), LPP (akumuluj), VRG (przeważaj).

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

vs. konsensus	2016 2Q	2016 3Q	2016 4Q	2017 1Q	2017 2Q	2017 3Q	2017 4Q	2018 1Q	2018 2Q	2018 3Q	2018 4Q	1Q	+/=
in minus	15	12	19	14	11	18	18	10	12	15	25	12	181
brak zaskoczeń	16	26	19	24	25	29	23	35	19	24	22	27	289
in plus	27	22	22	21	25	16	24	21	35	27	19	26	285
liczba spółek	**58**	**60**	**60**	**59**	**61**	**63**	**65**	**66**	**66**	**66**	**66**	**65**	**755**
in minus	26%	20%	32%	24%	18%	29%	28%	15%	18%	23%	38%	18%	24%
in plus	47%	37%	37%	36%	41%	25%	37%	32%	53%	41%	29%	40%	38%

vs. r/r	2016 2Q	2016 3Q	2016 4Q	2017 1Q	2017 2Q	2017 3Q	2017 4Q	2018 1Q	2018 2Q	2018 3Q	2018 4Q	1Q	+/=
in minus	25	24	21	23	22	19	23	27	17	20	23	23	267
brak zaskoczeń	7	5	6	5	9	13	2	9	11	12	8	10	97
in plus	31	35	37	37	35	34	41	30	38	34	35	32	419
liczba spółek	**63**	**64**	**64**	**65**	**66**	**66**	**66**	**66**	**66**	**66**	**66**	**65**	**783**
in minus	40%	38%	33%	35%	33%	29%	35%	41%	26%	30%	35%	35%	34%
in plus	49%	55%	58%	57%	53%	52%	62%	45%	58%	52%	53%	49%	54%

* [+/=] – suma liczby kwartałów w ostatnich 3 latach, w których spółki zaraportowały 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

Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu

Sektor		Rynek polski	Rynek amerykański	Rynek niemiecki
Banki	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	PEO, BHW	BAC US, JPM US	PBB GY, WUW GY
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:	Dywidendy, koniec z niepewnością IDA PW	Prawdopodobne odbicie rentowności	Rozwiązania osłonowe dla banków w planach ECB
Chemia	SENTYMENT	POZYTYWNY		NEUTRALNY
	Spółki na plus	ATT, CIE		EVK GY, LXS GY,
	Spółki na minus			1COV GY
	Kluczowe katalizatory:	Poprawa wyników		Odbicie w Chinach
Deweloperzy	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	
	Spółki na plus			
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:	Realizacja dywidend, presja na marże (podejście selektywne)		
Energetyka	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	ENA, ENG, PGE, TPE		RWE GY
	Spółki na minus			UN01 GY
	Kluczowe katalizatory:	Porozumienie ws. rekompensat za zamrożone ceny energii	Rotacja w "Value"	Sektor defensywny
Handel, Konsument	SENTYMENT	NEUTRALNY	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	LPP, VRG, EAT	TJX US, WEN US	DHERR GY, ADS GY, BOSS GY, ZAL GY, SAE GY, M12 GY
	Spółki na minus	DNP, EUR		ZO1 GY
	Kluczowe katalizatory:	Ryzyko wprowadzenia podatku	De-rating po 1 kw. na wyczerpaniu	Mocny konsument, dobre wyniki
Paliwa	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEUTRALNY	
	Spółki na plus	PGN	FANG US; COP US	
	Spółki na minus	LTS, PKN	MRO US	
	Kluczowe katalizatory:	Odbicie cen gazu i presja na marże downstream	Ceny paliw uwzględniły recesję	
Przemysł	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	FMF, KER, POZ, TIM		SIE GY, AIR FP, MTU GY, VAR1 GY, DUE GY
	Spółki na minus	AML, IPX, KTY		G1A GY
	Kluczowe katalizatory:		Spowolnienie, wojna handlowa	Niskie IFO, preferujemy liderów
Przemysł wydobywczy	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEGATYWNY	
	Spółki na plus			
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:	Rosnące koszty wydobycia	Spowolnienie, wojna handlowa	
Segment automotive	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus		APTV US, GM US	DAI GY, CON GY, VW GY, UG FP, BMW GY
	Spółki na minus	BRS, AML		ZIL2GY
	Kluczowe katalizatory:	Presja na wyniki	Niskie wyceny vs wojna handlowa	Powrót do spółek nisko wycenianych
Technologie, Media	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEGATYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	ASE, CMR	DISCA US, LRCX US, CSCO US	COK GY, WDI GY, IFX GY, 01BC GY, SAP GY
	Spółki na minus		NFLX US	NEM GY
	Kluczowe katalizatory:	Poprawa wyników w 2019 r.	II Tier nadal drogo	Dobre wyniki, dobre perspektywy
Telekomy	SENTYMENT	NEUTRALNY	POZYTYWNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	OPL, PLY		DTE GY, DRI GY
	Spółki na minus	CPS		TC1 GY
	Kluczowe katalizatory:		Technologia w "rozsądnych" cenach	Sektor defensywny

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

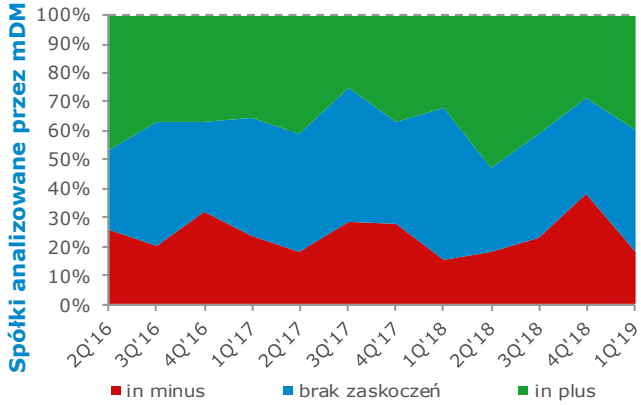
vs. konsensus	2016 2Q	3Q	4Q	2017 1Q	2Q	3Q	4Q	2018 1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	+/=
Finanse													
Alior Bank	+	+	+	-	+	+	+	=	+	=	=	=	92%
Handlowy	+	-	=	-	+	+	=	+	+	-	-	-	58%
ING BSK	+	+	-	+	=	=	=	=	-	=	+	+	83%
Millennium	+	=	+	+	=	+	=	+	+	=	+	+	100%
Pekao	+	+	+	+	=	=	+	=	=	+	+	=	100%
PKO BP	+	+	-	+	+	+	=	+	=	=	=	=	92%
Santander BP	+	=	+	=	+	=	=	=	+	=	-	=	92%
Komercni	+	+	=	+	+	+	+	+	+	+	+	=	100%
Erste Bank	=	=	-	=	+	=	+	+	+	+	+	+	92%
OTP Bank	+	+	-	+	+	+	+	+	+	+	=	=	92%
PZU	-	=	+	+	=	=	+	+	=	+	=	+	92%
Kruk	-	+	-	+	+	=	-	+	+	+	-	+	67%
Skarbiec	+	=	-	=	+	+	+	+	=	+	-	+	83%
Chemia													
Ciech	+	=	+	=	=	=	+	=	+	=	-	=	92%
Grupa Azoty	-	=	-	+	-	=	-	=	-	-	+	+	50%
Paliwa													
Lotos	=	+	=	+	+	+	=	-	+	=	-	=	83%
MOL	=	=	-	+	+	-	=	=	=	+	+	=	83%
PGNiG	-	-	+	+	-	-	=	-	+	-	-	=	42%
PKN Orlen	-	=	+	=	=	-	=	=	-	=	+	=	75%
Energetyka													
CEZ	-	=	+	=	=	=	+	=	-	+	=	=	83%
Enea	+	+	+	=	+	=	=	=	-	=	=	+	92%
Energa	-	=	=	=	=	=	-	=	=	-	-	-	58%
PGE	=	+	-	=	=	=	=	=	=	-	-	-	67%
Tauron	+	=	+	+	+	=	=	=	+	+	=	+	100%
TMT													
Netia	+	=	+	=	=	+	+	=	=	=	=	=	100%
Orange PL	=	=	=	=	+	=	=	=	+	+	+	=	100%
Play	bd	bd	bd	bd	bd	=	=	=	+	=	=	+	100%
Agora	=	=	+	=	+	=	+	=	+	+	=	+	100%
Cyfrowy	=	+	=	+	=	=	=	+	=	=	=	=	100%
Wirtualna	=	-	-	+	=	=	=	=	=	=	=	=	83%
Ailleron	bd	bd	bd	bd	bd	-	+	=	=	-	-	+	57%
Asseco BS	+	=	=	=	=	=	+	=	=	+	+	=	100%
Asseco PL	+	+	-	=	=	-	-	+	+	+	=	+	75%
Asseco SEE	=	=	+	=	+	-	=	=	=	+	=	+	92%
Atende	bd	bd	bd	bd	bd	bd	+	=	-	+	-	+	67%
Comarch	+	=	+	-	+	-	-	+	+	+	+	+	75%
CD Projekt	+	+	+	+	+	-	+	=	=	-	-	+	75%
Przemysł													
Alumetal	+	-	=	-	=	+	=	=	+	=	-	-	67%
Amica	=	=	-	=	=	-	+	-	+	+	+	=	75%
Apator	+	-	=	=	-	=	-	=	+	=	+	=	75%
Boryszew	+	+	-	+	-	+	-	-	=	-	-	-	42%
Cognor	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	+	+	=	-	-	60%
Ergis	-	+	=	+	=	-	-	-	-	-	-	-	33%
Famur	+	=	+	bd	-	=	+	+	+	+	+	+	91%
Forte	+	=	=	=	=	-	-	=	+	=	-	+	67%
Grupa Kęty	+	=	=	=	=	=	-	=	+	=	=	=	92%
Impexmetal	+	+	-	-	-	+	-	+	+	+	-	=	58%
JSW	=	-	-	+	+	-	-	=	+	=	-	+	58%
Kernel	-	+	-	-	-	-	+	=	-	+	+	-	42%
KGHM	-	+	+	+	=	=	-	=	+	-	+	+	75%
Kruszwica	-	+	+	-	-	=	-	+	+	+	+	+	67%
Mangata	+	-	+	=	-	-	-	+	+	+	-	+	58%
Pfleiderer	=	+	-	-	-	=	-	+	-	+	-	-	42%
Pozbud	bd	bd	bd	bd	bd	bd	+	=	+	-	=	+	83%
Stelmet	bd	-	=	-	=	-	+	-	+	+	=		60%
Tarczyński	-	-	+	=	=	+	+	+	+	=	+	+	83%
Deweloperzy													
Atal	bd	+	=	+	+	-	-	=	+	=	+	+	82%
Dom Dev.	=	=	=	=	+	+	=	+	=	+	=	=	100%
Handel													
AmRest	=	=	+	-	+	+	+	-	-	=	+	-	67%
CCC	+	+	=	-	+	-	-	-	-	-	-	-	33%
Dino	bd	bd	bd	bd	+	=	+	+	=	=	=	=	100%
Eurocash	-	-	-	-	=	-	-	=	=	-	-	=	33%
Jeronimo	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	100%
LPP	=	=	=	=	=	+	=	-	+	+	=	=	92%
Monnari	-	-	-	-	+	=	=	=	+	-	-	-	42%
VRG	-	-	=	-	-	=	=	-	-	=	=	=	50%

vs. r/r	2016 2Q	3Q	4Q	2017 1Q	2Q	3Q	4Q	2018 1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	+/=
Finanse													
Alior Bank	-	=	+	-	+	+	-	+	+	-	+	-	58%
Handlowy	+	+	+	-	-	+	+	+	+	-	-	-	58%
ING BSK	+	+	+	+	-	+	+	+	=	=	+	=	92%
Millennium	+	+	+	+	-	+	+	+	+	+	+	=	92%
Pekao	+	-	+	-	-	=	+	+	=	+	-	-	58%
PKO BP	+	-	+	-	=	+	+	+	+	+	+	+	83%
Santander BP	+	+	+	-	-	+	+	=	=	-	+	-	67%
Komercni	+	+	+	+	-	-	+	-	+	+	+	+	75%
Erste Bank	+	+	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+	75%
OTP Bank	+	+	=	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
PZU	-	+	+	+	+	+	+	-	+	+	=	+	83%
Kruk	-	+	+	+	+	=	-	-	=	+	+	+	75%
Skarbiec	-	+	=	+	+	-	+	-	-	-	-	+	50%
Chemia													
Ciech	+	+	+	+	-	-	+	-	=	-	-	-	50%
Grupa Azoty	-	-	-	-	+	+	+	-	-	-	-	+	33%
Paliwa													
Lotos	-	+	+	+	+	+	-	-	+	=	+	+	75%
MOL	-	-	-	+	+	-	+	-	-	+	+	-	42%
PGNiG	-	-	+	+	=	=	=	-	+	+	-	-	58%
PKN Orlen	-	-	+	+	+	+	-	-	-	-	+	=	50%
Energetyka													
CEZ	-	-	-	-	-	-	-	-	-	+	=	+	25%
Enea	+	+	+	+	+	=	-	=	-	=	-	+	75%
Energa	=	=	=	-	+	+	-	+	+	-	-	-	58%
PGE	-	-	-	+	+	=	-	+	+	=	-	-	50%
Tauron	-	-	+	+	+	=	-	=	-	-	-	+	50%
TMT													
Netia	=	-	=	-	-	-	-	=	-	-	-	-	25%
Orange PL	-	-	-	-	=	-	+	=	-	+	+	=	50%
Play	bd	bd	bd	+	+	+	=	-	-	-	-	+	56%
Agora	-	-	-	+	+	=	+	-	-	+	+	+	58%
Cyfrowy	-	+	+	+	+	-	-	=	-	=	=	=	67%
Wirtualna	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
Ailleron	-	+	+	+	+	-	+	=	+	-	-	+	67%
Asseco BS	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
Asseco PL	+	-	-	-	-	-	-	+	+	+	+	+	50%
Asseco SEE	+	=	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
Atende	+	-	-	+	-	-	+	-	-	+	-	+	42%
Comarch	+	+	+	-	-	-	-	=	+	+	+	+	67%
CD Projekt	-	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	-	33%
Przemysł													
Alumetal	+	-	-	-	-	-	+	+	+	+	-	-	42%
Amica	+	+	=	-	=	-	-	-	+	+	+	=	67%
Apator	+	-	+	+	-	+	-	-	+	=	+	+	67%
Boryszew	+	+	-	+	+	+	+	-	-	-	-	-	50%
Cognor	+	+	+	+	=	+	+	+	+	+	-	-	83%
Ergis	-	+	+	+	=	=	-	-	=	-	-	=	58%
Famur	+	+	+	+	=	+	+	+	+	+	+	+	100%
Forte	+	+	+	-	-	-	-	-	+	-	+	+	50%
Grupa Kęty	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	=	100%
Impexmetal	+	+	-	+	+	=	+	+	+	=	+	-	83%
JSW	-	-	+	+	+	+	+	-	=	=	-	-	58%
Kernel	-	+	-	-	-	-	-	-	+	+	+	-	33%
KGHM	-	+	+	+	+	+	-	-	+	-	=	+	67%
Kruszwica	=	-	+	=	=	=	+	+	+	+	+	+	92%
Mangata	+	+	-	=	-	=	+	+	+	+	=	+	83%
Pfleiderer	=	+	=	+	-	+	+	+	-	+	-	-	67%
Pozbud	-	-	-	-	-	=	+	-	+	+	+	+	50%
Stelmet	bd	-	-	-	-	+	+	=	+	+	=		60%
Tarczyński	-	-	-	=	+	+	+	+	+	+	+	+	75%
Deweloperzy													
Atal	+	+	-	+	+	=	+	+	+	=	-	-	75%
Dom Dev.	+	+	+	-	+	+	+	+	+	-	+	+	83%
Handel													
AmRest	+	+	+	=	+	+	-	+	=	+	+	+	92%
CCC	+	=	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	50%
Dino	bd	bd	bd	bd	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
Eurocash	=	-	-	-	=	-	-	+	=	=	+	-	50%
Jeronimo	=	+	+	=	+	+	+	+	=	=	=	=	100%
LPP	-	-	-	+	+	+	+	-	+	+	+	=	67%
Monnari	-	-	-	-	-	-	+	-	+	-	=	-	25%
VRG	=	=	+	-	+	+	+	+	=	=	+	-	83%

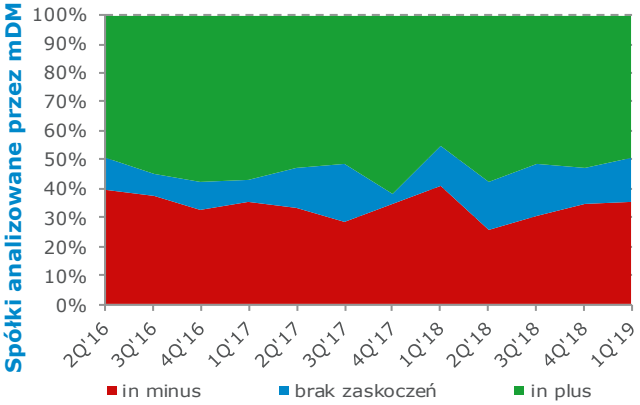
* [+/=] – udział kwartałów w ostatnich 3 latach, w których spółka zaraportowała wyniki zgodne lub powyżej oczekiwań rynkowych oraz w porównaniu r/r
** kolumna ta pokazuje porównanie naszych oczekiwań wyników kwartału w porównaniu do wyników osiągniętych przez poszczególne spółki rok wcześniej
Źródło: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

Zaskoczenia na wynikach wszystkich spółek analizowanych przez mDM oraz wybranych sektorów

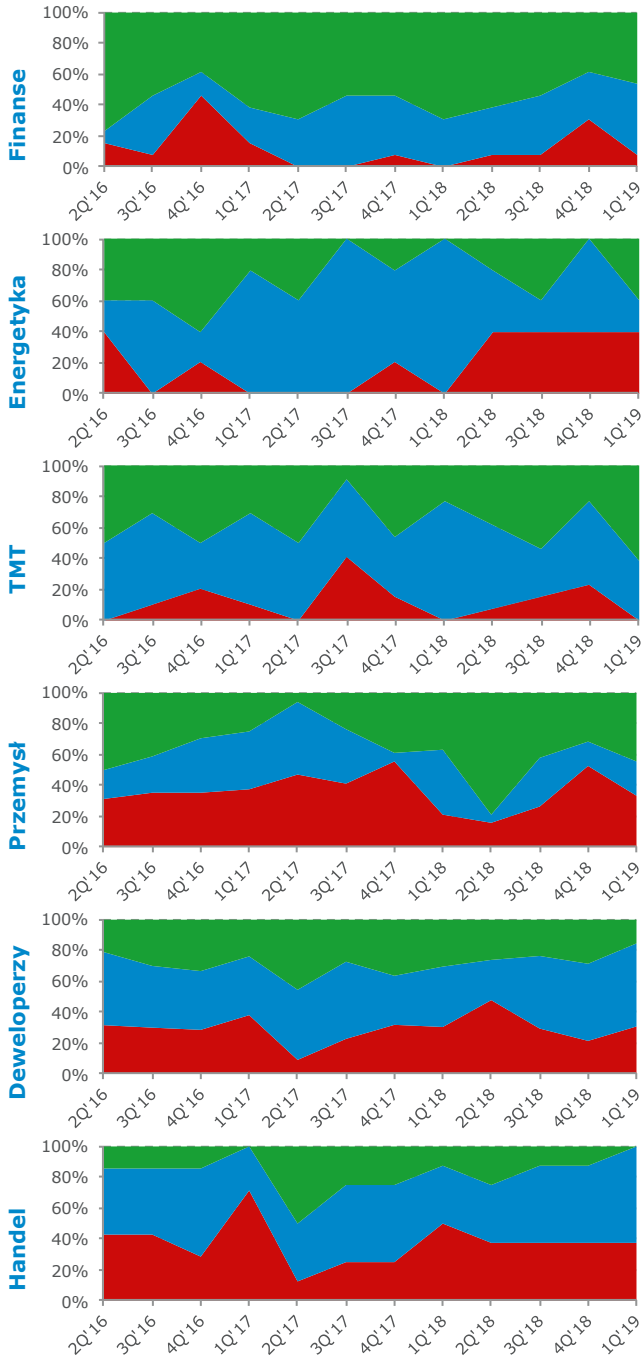
vs. konsensus



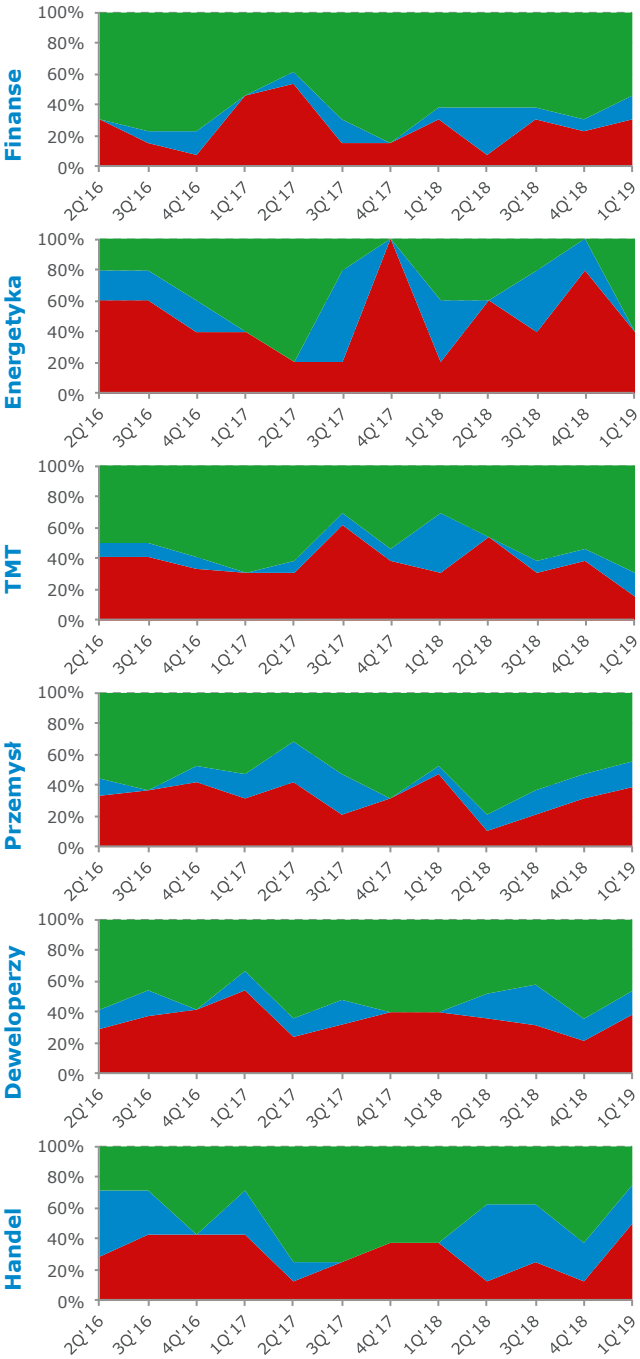
vs. r/r



Wyniki sektorów vs. konsensus



Wyniki sektorów vs. r/r



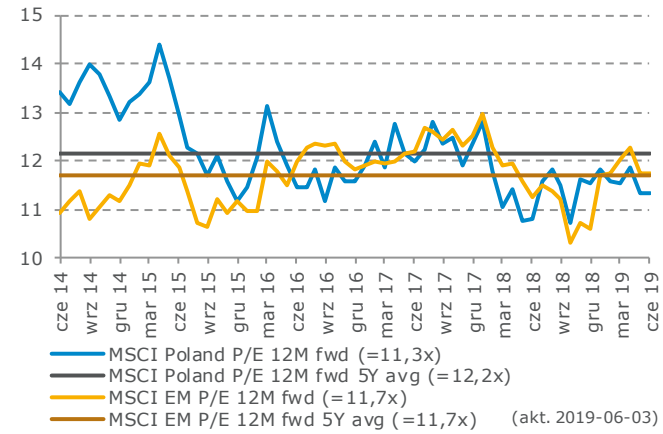
Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, Dom Maklerski mBanku

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

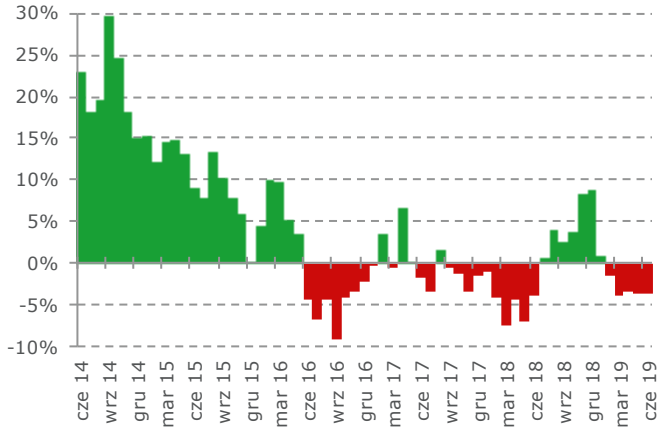
maj 18=0	WIG30		Finanse		Paliwa		Energetyka		Handel		TMT		Chemia		Surowce	
	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM
cze 18	+0%	+1%	+0%	+0%	+0%	+9%	-1%	+0%	-3%	+2%	+5%	-10%	+0%	+0%	-1%	-1%
lip 18	+0%	+1%	-0%	+0%	-1%	+9%	+1%	+0%	-3%	+2%	+9%	-10%	-16%	-8%	-0%	-1%
sie 18	-1%	-0%	-0%	+0%	-3%	+7%	+1%	-0%	-3%	+2%	+5%	-11%	-12%	-14%	-7%	-5%
wrz 18	-1%	-0%	-0%	-0%	+1%	+7%	+1%	-0%	-3%	+1%	+0%	-10%	-13%	-14%	-12%	-5%
paź 18	-3%	-9%	-2%	-5%	+1%	+5%	-3%	-0%	-4%	-5%	-8%	-23%	-29%	-45%	-7%	-43%
lis 18	-3%	-9%	-3%	-6%	+3%	+5%	-6%	+1%	-6%	-5%	-10%	-42%	-38%	-53%	-8%	-35%
gru 18	-5%	-9%	-3%	-6%	+1%	+5%	-8%	+1%	-7%	-5%	-11%	-42%	-38%	-53%	-14%	-35%
sty 19	-5%	-10%	-4%	-6%	+3%	+6%	-7%	-5%	-11%	-6%	-12%	-41%	-50%	-53%	-15%	-36%
lut 19	-6%	-11%	-4%	-6%	+1%	+1%	-9%	-5%	-12%	-6%	-18%	-41%	-22%	-22%	-15%	-36%
mar 19	-6%	-12%	-5%	-6%	-1%	-3%	-7%	-11%	-12%	-12%	-19%	-39%	-17%	-22%	-8%	-25%
kwi 19	-9%	-11%	-5%	-6%	-11%	-3%	-8%	-13%	-11%	-12%	-23%	-39%	-29%	+28%	-11%	-25%
maj 19	-9%	-12%	-5%	-8%	-13%	-7%	-7%	-1%	-15%	-16%	-19%	-35%	-31%	+63%	-12%	-31%

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

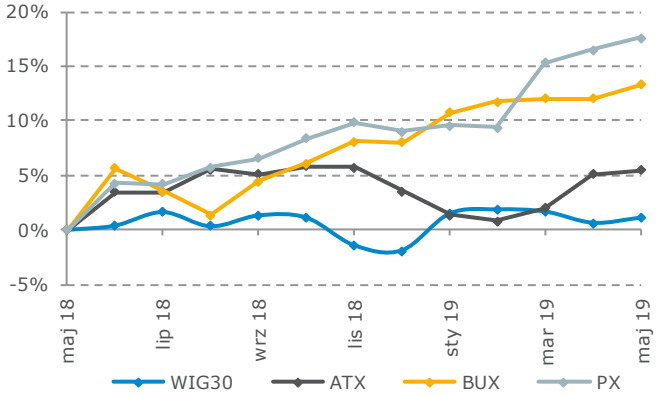


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku



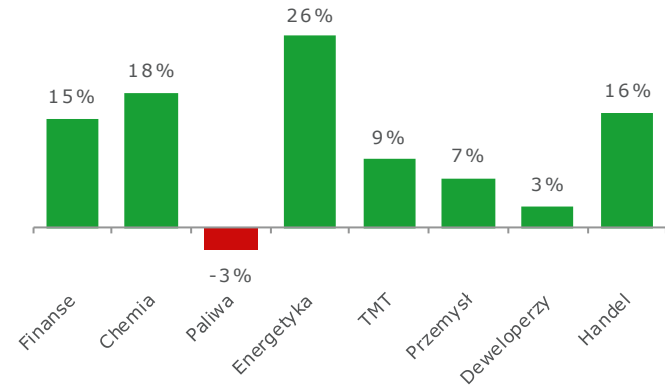
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Zmiana prognozowanego EPS 12M fwd



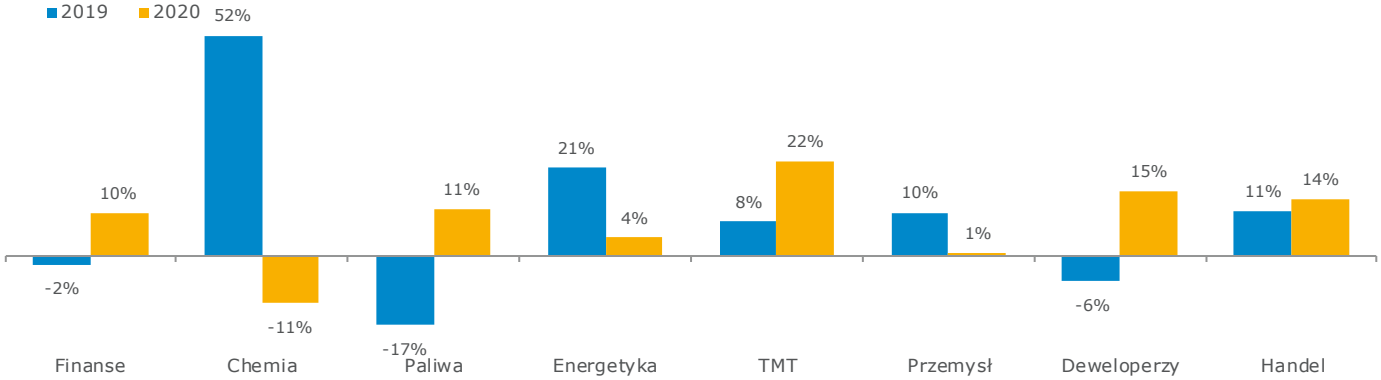
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

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. 2019	2020	2021	EBITDA mDM/kons. 2019	2020	2021	Liczba prognoz[4]
Finanse														
Alior Bank	kupuj	77,00	13	2	1	71,32	+8,0%	-1%	+6%	+4%				11
Handlowy	akumuluj	61,00	2	7	2	68,07	-10,4%	-15%	-7%	-6%				9
ING BSK	trzymaj	191,80	3	5	4	199,29	-3,8%	-1%	+1%	+2%				10
Millennium	akumuluj	10,00	5	5	3	9,78	+2,2%	-6%	+6%	+2%				9
Pekao	kupuj	121,00	14	4	0	131,85	-8,2%	-3%	-1%	-4%				15
PKO BP	akumuluj	40,92	8	9	1	43,14	-5,1%	+0%	-1%	-4%				14
Santander Bank Polska	trzymaj	377,27	8	7	0	416,70	-9,5%	+3%	+7%	+5%				10
Komercni Banka	kupuj	1 000,0	10	7	0	1 011,3	-1,1%	+4%	+7%	-				11
Erste Bank	kupuj	43,72	20	5	0	40,42	+8,2%	-3%	+1%	-				19
OTP Bank	trzymaj	13 046	8	5	3	13 628	-4,3%	-4%	-6%	-				9
PZU	akumuluj	43,38	7	4	1	46,23	-6,2%	+2%	+2%	+2%				8
Kruk	kupuj	213,65	5	1	2	208,24	+2,6%	-5%	-8%	-3%				6
Chemia														
Ciech	kupuj	55,00	10	2	0	63,41	-13,3%	-9%	-14%	-3%	-1%	-0%	+4%	8/7
Grupa Azoty	akumuluj	44,42	6	3	0	46,41	-4,3%	+63%	-5%	-38%	+10%	-10%	-13%	4/4
Paliwa														
Lotos	sprzedaj	65,95	9	4	2	93,97	-29,8%	-21%	-40%	-34%	-8%	-22%	-17%	12/12
MOL	trzymaj	3 223,0	10	3	0	3 710,9	-13,1%	-47%	-28%	-17%	-15%	-7%	-1%	12/12
PGNiG	kupuj	6,47	5	2	4	6,06	+6,8%	+2%	+22%	+27%	+6%	+20%	+22%	9/8
PKN Orlen	sprzedaj	80,01	4	10	5	103,34	-22,6%	-18%	-36%	-29%	-6%	-21%	-16%	16/16
Energetyka														
CEZ	trzymaj	565,50	6	9	1	594,02	-4,8%	-2%	-13%	+1%	-0%	-4%	-0%	9/9
Enea	kupuj	12,51	7	2	1	10,75	+16,4%	+13%	+12%	+12%	+7%	+5%	+4%	6/5
Energa	kupuj	12,21	4	5	2	9,90	+23,4%	-4%	-13%	-13%	-1%	-1%	-2%	7/6
PGE	kupuj	13,39	5	5	3	11,02	+21,5%	+20%	+1%	+13%	+13%	+2%	+7%	6/6
Tauron	kupuj	2,89	2	9	2	2,13	+35,4%	+1%	+18%	+4%	+0%	+7%	+1%	7/7
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	5,52	+16,0%	+2%	+3%	+11%	-2%	-1%	+1%	5/9
Play	kupuj	29,00	6	7	1	26,74	+8,5%	-0%	+1%	-6%	-0%	-0%	-1%	9/8
Agora	kupuj	16,00	2	3	0	12,70	+26,0%	-	-	-	-6%	-1%	+7%	4/4
Cyfrowy Polsat	redukuj	24,60	6	6	2	26,49	-7,1%	+6%	+13%	+18%	+5%	+5%	+4%	10/9
Wirtualna Polska	akumuluj	61,50	5	1	0	66,20	-7,1%	-3%	-4%	-8%	-5%	-1%	-2%	5/4
Asseco Poland	trzymaj	50,80	3	5	0	54,40	-6,6%	-4%	-7%	-9%	+13%	+13%	+13%	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
Comarch	kupuj	230,00	4	0	1	206,52	+11,4%	+1%	-0%	-3%	+7%	+6%	+5%	4/4
11 bit studios	kupuj	518,00	8	1	0	454,18	+14,1%	+8%	-1%	+9%	+12%	+7%	+6%	9/9
CD Projekt	akumuluj	237,50	10	3	3	231,76	+2,5%	-77%	+35%	+64%	-82%	+11%	+45%	12/11
Przemysł														
AC	równoważ	-	1	2	0	49,15	-	+8%	+13%	+13%	+6%	+9%	+10%	3/3
Alumetal	niedoważaj	-	4	1	1	58,80	-	-4%	-19%	-26%	-2%	-11%	-23%	4/4
Amica	równoważ	-	1	4	0	138,70	-	+11%	+10%	-	+3%	+1%	-	6/6
Apator	równoważ	-	1	3	0	28,50	-	-2%	-2%	-	-3%	-3%	-	3/3
Famur	kupuj	6,67	7	0	0	6,57	+1,6%	+82%	+0%	-3%	+39%	-6%	+2%	6/6
Forte	równoważ	-	2	3	3	27,98	-	-17%	-19%	-	-2%	-4%	-	5/5
Grupa Kęty	redukuj	326,37	5	7	0	377,59	-13,6%	-7%	-3%	-7%	-6%	-5%	-7%	8/8
JSW	trzymaj	54,80	5	5	3	63,76	-14,1%	-12%	-40%	-67%	-7%	-15%	-20%	10/10
Kernel	kupuj	58,63	5	2	0	68,68	-14,6%	+6%	+3%	+10%	-1%	+10%	+6%	6/5
KGHM	trzymaj	91,71	2	7	9	96,71	-5,2%	-8%	-17%	-8%	-11%	-16%	-6%	15/14
Pfleiderer Group	równoważ	-	5	1	1	32,93	-	-63%	-34%	+6%	-9%	-8%	-8%	4/3
Deweloperzy														
Atal	trzymaj	41,03	4	1	0	41,40	-0,9%	-3%	-6%	+1%	-2%	-6%	+0%	4/4
Dom Development	trzymaj	84,40	1	5	0	85,20	-0,9%	-1%	+1%	-2%	-2%	+5%	-2%	6/5
Handel														
AmRest	kupuj	48,00	7	3	0	50,94	-5,8%	-8%	-10%	-3%	-3%	-1%	+1%	9/8
CCC	kupuj	275,00	5	7	1	218,91	+25,6%	+34%	+26%	+10%	+30%	+26%	+15%	10/10
Dino	redukuj	112,70	8	6	4	133,93	-15,9%	-1%	-2%	-8%	-0%	-4%	-9%	14/14
Eurocash	redukuj	18,10	5	4	9	21,13	-14,4%	-18%	-20%	-7%	-7%	-12%	-9%	7/13
Jeronimo Martins	trzymaj	14,30	15	9	3	14,53	-1,5%	+3%	+4%	-2%	+2%	+2%	+0%	21/20
LPP	akumuluj	8 300,0	2	5	8	8 248,3	+0,6%	-2%	+0%	-3%	-0%	+0%	+3%	8/7
Monnari	niedoważaj	-	2	0	1	7,20	-	-8%	-7%	+5%	-24%	-25%	-14%	3/3
VRG	przeważaj	-	4	1	0	4,86	-	+8%	+10%	+6%	+5%	+7%	+6%	4/4

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

Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Potencjał zmiany	P/E		EV/EBITDA	
							2019	2020	2019	2020
Finanse						**+14,8%**	**11,0**	**10,5**		
Alior Bank	kupuj	2019-06-03	52,80	77,00	52,80	+45,8%	8,3	6,8		
Handlowy	akumuluj	2019-06-03	53,70	61,00	53,70	+13,6%	13,6	11,1		
ING BSK	trzymaj	2019-02-01	191,40	191,80	189,80	+1,1%	14,9	13,3		
Millennium	akumuluj	2019-02-01	8,82	10,00	9,57	+4,5%	15,8	11,3		
Pekao	kupuj	2019-05-30	103,75	121,00	106,25	+13,9%	12,2	10,7		
PKO BP	akumuluj	2019-05-09	37,78	40,92	39,30	+4,1%	11,9	11,3		
Santander Bank Polska	trzymaj	2019-06-03	365,20	377,27	365,20	+3,3%	14,1	11,8		
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	31,75	+37,7%	9,1	8,5		
OTP Bank	trzymaj	2019-04-02	12 600	13 046 HUF	12 150	+7,4%	10,1	9,5		
PZU	akumuluj	2019-04-02	40,79	43,38	41,43	+4,7%	11,0	10,4		
Kruk	kupuj	2019-04-02	152,30	213,65	160,70	+32,9%	8,9	8,8		
Skarbiec Holding	kupuj	2019-06-03	16,50	28,17	16,50	+70,7%	5,6	4,9		
Chemia						**+18,4%**	**8,1**	**11,8**	**5,1**	**6,1**
Ciech	kupuj	2019-06-03	42,65	55,00	42,65	+29,0%	7,9	8,0	5,2	5,1
Grupa Azoty	akumuluj	2019-06-03	39,86	44,42	39,86	+11,4%	8,4	15,7	5,0	7,1
Paliwa						**-3,2%**	**13,0**	**11,7**	**5,7**	**5,2**
Lotos	sprzedaj	2019-06-03	87,82	65,95	87,82	-24,9%	14,5	13,3	7,2	6,1
MOL	trzymaj	2019-06-03	3 276	3 223 HUF	3 276	-1,6%	16,3	10,5	5,2	4,4
PGNiG	kupuj	2019-05-28	5,58	6,47	5,60	+15,5%	11,2	8,7	4,8	3,9
PKN Orlen	sprzedaj	2019-06-03	96,78	80,01	96,78	-17,3%	11,5	12,9	6,2	6,3
Energetyka						**+25,9%**	**4,4**	**4,8**	**3,8**	**3,5**
CEZ	trzymaj	2019-04-02	540,50	565,50 CZK	538,50	+5,0%	16,3	15,6	7,6	7,3
Enea	kupuj	2019-04-02	8,76	12,51	8,41	+48,8%	3,1	2,8	3,2	2,9
Energa	kupuj	2019-04-02	8,58	12,21	7,74	+57,8%	4,4	4,8	3,9	4,1
PGE	kupuj	2019-06-03	9,23	13,39	9,23	+45,1%	5,6	6,0	3,4	3,5
Tauron	kupuj	2019-04-02	2,03	2,89	1,59	+82,1%	2,5	2,1	3,8	3,4
Telekomunikacja, media, IT						**+9,3%**	**18,1**	**14,9**	**5,7**	**6,2**
Netia	trzymaj	2018-11-26	4,66	4,70	4,92	-4,5%	33,0	27,4	5,6	5,6
Orange Polska	kupuj	2018-11-26	4,91	6,40	5,15	+24,3%	64,6	23,7	4,5	4,1
Play	kupuj	2019-05-31	25,08	29,00	26,22	+10,6%	7,9	7,5	5,6	5,8
Agora	kupuj	2018-11-27	9,50	16,00	12,55	+27,5%	41,7	22,1	5,7	5,2
Cyfrowy Polsat	redukuj	2019-05-31	26,00	24,60	26,10	-5,7%	13,6	11,7	6,8	6,6
Wirtualna Polska	akumuluj	2019-02-04	58,40	61,50	57,80	+6,4%	18,1	15,5	9,7	8,5
Asseco Poland	trzymaj	2019-06-03	51,10	50,80	51,10	-0,6%	13,7	13,3	4,5	4,2
Comarch	kupuj	2019-04-17	181,00	230,00	194,00	+18,6%	16,0	14,4	7,1	6,7
11 bit studios	kupuj	2019-05-20	398,00	518,00	397,50	+30,3%	26,6	37,9	18,7	23,1
CD Projekt	akumuluj	2019-05-09	215,00	237,50	207,80	+14,3%	-	10,2	-	7,4
Przemysł, surowce						**+6,8%**	**7,3**	**11,5**	**5,1**	**4,9**
Famur	kupuj	2019-06-03	4,85	6,67	4,85	+37,5%	6,1	10,1	3,8	5,0
Grupa Kęty	redukuj	2019-06-03	347,50	326,37	347,50	-6,1%	13,8	12,9	9,4	8,9
JSW	trzymaj	2019-05-09	49,86	54,80	50,20	+9,2%	5,6	14,8	1,5	2,5
Kernel	kupuj	2019-06-03	46,50	58,63	46,50	+26,1%	5,1	5,2	5,6	4,8
KGHM	trzymaj	2019-06-03	95,00	91,71	95,00	-3,5%	8,4	8,9	4,6	4,5
Stelmet	trzymaj	2019-03-05	10,25	8,36	7,70	+8,6%	22,2	16,7	6,9	6,0
Deweloperzy						**+2,9%**	**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	82,00	+2,9%	9,3	8,2	7,7	7,1
Handel						**+15,6%**	**25,3**	**20,7**	**9,4**	**8,4**
AmRest	kupuj	2019-04-02	41,20	48,00	38,30	+25,3%	36,0	26,3	12,4	9,9
CCC	kupuj	2019-04-02	217,00	275,00	156,70	+75,5%	14,8	11,9	6,0	5,0
Dino	redukuj	2019-04-02	126,10	112,70	124,40	-9,4%	30,2	23,5	17,9	14,3
Eurocash	redukuj	2019-06-03	19,31	18,10	19,31	-6,3%	37,3	26,4	8,0	7,1
Jeronimo Martins	trzymaj	2019-05-09	13,89	14,30 EUR	13,63	+5,0%	19,4	17,4	8,5	7,7
LPP	akumuluj	2019-06-03	7 335,00	8300,00	7 335,00	+13,2%	20,3	17,8	10,2	9,0

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						**10,6**	**9,9**	**4,4**	**4,2**
Ailleron	niedoważaj	2019-01-31	11,75	7,76	-34,0%	10,0	9,0	3,5	2,6
Asseco BS	równoważ	2019-03-29	29,50	28,00	-5,1%	14,2	13,2	9,5	8,9
Asseco SEE	przeważaj	2019-04-11	14,20	15,40	+8,5%	11,2	10,8	4,5	4,1
Atende	równoważ	2019-01-31	4,40	3,60	-18,2%	9,0	8,4	4,3	4,2
Spółki przemysłowe						**9,1**	**9,7**	**6,1**	**5,8**
AC	równoważ	2019-03-22	48,50	55,50	+14,4%	12,3	11,1	8,4	7,7
Alumetal	niedoważaj	2019-05-29	51,00	40,90	-19,8%	10,0	10,9	7,4	7,8
Amica	równoważ	2019-04-29	130,00	120,00	-7,7%	7,9	7,5	5,1	4,8
Apator	równoważ	2019-04-29	25,80	25,80	+0,0%	12,3	12,0	7,7	7,5
Boryszew	równoważ	2019-04-29	4,65	4,02	-13,5%	8,9	8,3	7,3	7,1
Cognor	przeważaj	2019-06-03	1,60	1,60	+0,0%	6,8	9,8	4,6	4,9
Ergis	równoważ	2019-05-29	3,00	3,01	+0,3%	8,0	9,0	5,2	5,2
Forte	równoważ	2019-04-29	40,60	29,75	-26,7%	14,9	13,0	9,4	8,6
Impexmetal	niedoważaj	2019-04-25	4,16	4,30	+3,4%	5,7	5,9	5,9	5,8
Kruszwica	równoważ	2019-04-02	43,90	41,80	-4,8%	10,0	9,1	5,2	4,8
Mangata	równoważ	2019-05-29	69,50	67,50	-2,9%	9,1	10,3	6,1	6,6
Pfleiderer Group	równoważ	2019-05-29	20,40	19,45	-4,7%	40,0	19,2	6,1	5,8
Pozbud	przeważaj	2019-04-29	2,37	2,05	-13,5%	2,5	2,6	2,4	1,8
Tarczyński	równoważ	2019-05-29	15,40	15,20	-1,3%	6,6	5,5	4,8	4,4
TIM	przeważaj	2019-04-29	7,90	9,68	+22,5%	11,0	9,7	6,3	5,7
Handel						**11,5**	**10,5**	**6,8**	**5,8**
Monnari	niedoważaj	2018-12-05	4,75	5,38	+13,3%	10,7	10,5	5,6	4,8
VRG	przeważaj	2019-05-29	3,90	3,91	+0,3%	12,2	10,4	8,1	6,8

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa		Data wydania
11 bit studios	kupuj	-	518,00	PLN	2019-05-20
Alumetal	niedoważaj	równoważ	-	-	2019-05-29
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
Cyfrowy Polsat	redukuj	trzymaj	24,60	PLN	2019-05-31
Ergis	równoważ	przeważaj	-	-	2019-05-29
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
Handlowy	kupuj	kupuj	61	PLN	2019-05-21
Jeronimo Martins	trzymaj	akumuluj	14,3	EUR	2019-05-09
JSW	trzymaj	redukuj	54,8	PLN	2019-05-09
Komercni Banka	kupuj	akumuluj	1000,00	CZK	2019-05-09
Mangata	równoważ	równoważ	-	-	2019-05-09
Mangata	równoważ	równoważ	-	-	2019-05-29
Pekao	kupuj	kupuj	121,00	PLN	2019-05-30
Pfleiderer Group	równoważ	równoważ	-	-	2019-05-29
PGE	kupuj	kupuj	13,38	PLN	2019-05-09
PGNiG	kupuj	akumuluj	6,47	PLN	2019-05-28
PKO BP	akumuluj	trzymaj	40,92	PLN	2019-05-09
Play	akumuluj	akumuluj	25,25	PLN	2019-05-09
Play	kupuj	akumuluj	29,00	PLN	2019-05-31
Tarczyński	równoważ	niedoważaj	-	-	2019-05-29
VRG	przeważaj	przeważaj	-	-	2019-05-29

Zmiany rekomendacji w przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa		Data wydania
Alior Bank	kupuj	kupuj	77,00	PLN	2019-06-03
Asseco Poland	trzymaj	trzymaj	50,80	PLN	2019-06-03
Ciech	kupuj	kupuj	55,00	PLN	2019-06-03
Cognor	przeważaj	równoważ	-	-	2019-06-03
Eurocash	redukuj	redukuj	18,20	PLN	2019-06-03
Famur	kupuj	kupuj	6,67	PLN	2019-06-03
Grupa Azoty	akumuluj	kupuj	44,42	PLN	2019-06-03
Grupa Kęty	redukuj	trzymaj	326,37	PLN	2019-06-03
Handlowy	akumuluj	kupuj	61,00	PLN	2019-06-03
Kernel	kupuj	kupuj	58,63	PLN	2019-06-03
KGHM	trzymaj	trzymaj	91,71	PLN	2019-06-03
Lotos	sprzedaj	sprzedaj	65,95	PLN	2019-06-03
LPP	akumuluj	trzymaj	8300,00	PLN	2019-06-03
MOL	trzymaj	trzymaj	3223,00	HUF	2019-06-03
PGE	kupuj	kupuj	13,39	PLN	2019-06-03
PKN Orlen	sprzedaj	sprzedaj	80,01	PLN	2019-06-03
Santander Bank Polska	trzymaj	trzymaj	377,27	PLN	2019-06-03
Skarbiec Holding	kupuj	kupuj	28,17	PLN	2019-06-03

Statystyki rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	2	2,9%	0	0,0%
redukuj	4	5,8%	0	0,0%
niedoważaj	4	5,8%	1	4,0%
trzymaj	13	18,8%	5	20,0%
równoważ	13	18,8%	5	20,0%
akumuluj	8	11,6%	5	20,0%
kupuj	21	30,4%	9	36,0%
przeważaj	4	5,8%	0	0,0%

Kalendarium wydarzeń

Data		Spółka	Wydarzenie
4 cze			**Chemical Event** (hotel Regent, Warszawa) - wymagana rejestracja
6 cze	10:00	**Enter Air**	**Konferencja wynikowa 1Q'19** (siedziba spółki, 17 stycznia 74, Warszawa)
7 cze		**Alumetal**	**Dzień dywidendy 4,08 PLN na akcję**
8 cze		**Apator**	**Dzień dywidendy 0,90 PLN na akcję**
13 cze		**Bank Handlowy**	**Dzień dywidendy 3,74 PLN na akcję**
15 cze		**AC**	**Dzień dywidendy 3,94 PLN na akcję**
18 cze			**FinTech Day** (mBank, ul. Senatorska 18, Warszawa) - wymagana rejestracja
18 cze		**MOL**	**Dzień dywidendy 142,5 HUF na akcję**
21 cze		**Talex**	**Dzień dywidendy 1,30 PLN na akcję**
28 cze		**Odlewnie**	**Dzień dywidendy 0,30 PLN na akcję**
28 cze		**Stelmet**	**Publikacja wyników za 2Q'19**

Makroekonomia

PKB w 1Q

Zgodnie z przewidywaniami, polska gospodarka dobrze rozpoczęła rok, rosnąc o 4,6% r/r. Wynik okazał się lepszy od konsensusu rynkowego (4,4% r/r) i tylko nieznacznie gorszy od naszej prognozy (4,7% r/r). To rezultat fenomenalnie wręcz zbieżny ze wskazaniami danych o większej częstotliwości. Również wynik w ujęciu kw/kw (1,4% po wyłączeniu czynników sezonowych i kalendarzowych) okazał się spójny ze wskazaniami danych miesięcznych – łączny przyrost produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej o prawie 4% kw/kw był wszakże jednym z lepszych kwartałów w ostatnich latach. Wreszcie, zaskoczenie in plus względem konsensusu wpisuje się idealnie we wzorzec pozytywnych niespodzianek w danych o PKB z regionu. Nasze prognozy (ostatnio aktualizowane po publikacji danych o bilansie płatniczych) zakładają wzrost konsumpcji o 4,1% r/r, inwestycji o 7,5% r/r oraz wkład eksportu netto przekraczający 1 pkt. proc. w ujęciu rocznym. Jak wskazywaliśmy wielokrotnie, kwartalny przyrost PKB na początku roku ma największą wagę w średniorocznej dynamice PKB, dlatego dane dobrze wróżą perspektywom wzrostu na ten rok i naszej optymistycznej prognozie (4,5% średniorocznie w 2019 r.). Rozkład stóp wzrostu w kwartałach będzie delikatnie U-kształtny – II kwartał (na razie tylko w oparciu o wskaźniki koniunktury) zapowiada się na słabszy od ostatniego, druga połowa roku będzie z kolei lepsza, bo ukształtowana przez stymulację fiskalną. Z rynkowego punktu widzenia dane o PKB w I kwartale powinny pozostać bez wpływu na oczekiwaną ścieżkę stóp procentowych – RPP ma już ugruntowaną tradycję gołębienia nawet na rosnącej ścieżce PKB, a faktycznie spadkowa trajektoria PKB w ostatnim czasie powinna jedynie te nastroje wzmocnić.

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna wzrosła w kwietniu aż o 11,9% r/r w cenach stałych, bijąc na głowę konsensus rynkowy (8,2% r/r). Nasza prognoza (11,3% r/r) okazała się przy tym relatywnie bliska ostatecznemu wynikowi (również w szczegółach), dlatego łatwo nam wskazać przyczyny dwucyfrowego wzrostu sprzedaży detalicznej. Po pierwsze, zadziałał efekt późnej Wielkanocy, wskutek czego wydatki na żywność i w pozostałych niewyspecjalizowanych sklepach zostały zrealizowane w większości w kwietniu, w przeciwieństwie do zeszłego roku, kiedy miało to miejsce w marcu. Wahnięcia sprzedaży w okresie marzec-kwiecień nie są same w sobie niczym zaskakującym z uwagi na ruchomy charakter tego święta. Po drugie, sprzedaż detaliczna w kwietniu zeszłego roku była jeszcze słabsza niż wskazywał na to kalendarz (zaskoczenie in minus wynosiło 3-4 pkt. proc. na całym agregacie). W istocie rzeczy, okołowielkanocna sprzedaż w 2018 r. była relatywnie słaba, co stworzyło solidną niską bazę. Po trzecie, w kwietniu b.r. dobrze (i tutaj mamy pozytywne zaskoczenie z naszej perspektywy) zachowała się sprzedaż dóbr trwałych półtrwałych w części kategorii. Zaskoczenie o 4-6 pkt. proc. dotyczy przede wszystkim odzieży i obuwia, farmaceutyków oraz mebli, RTV i AGD. Sprzedaż samochodów okazała się z kolei niewrażliwa na wahnięcie w dniach roboczych. Summa summarum, sprzedaż bazowa okazała się w kwietniu najwyższa od 2011 roku (+11,3% r/r w cenach bieżących, po wyłączeniu paliw, żywności i samochodów) i kwestie kalendarzowe nie tłumaczą w całości tego przyspieszenia. Dobry wynik sprzedaży detalicznej i korzystne szczegóły odczytu wskazują na to, że koniunktura konsumencka nie kłamie i utrzymujące się na wysokim poziomie indeksy (w tym rekordowe oczekiwania gospodarstw domowych dotyczące ich sytuacji finansowej) mają odzwierciedlenie w popycie konsumpcyjnym. Tym niemniej, przestrzegalibyśmy przed prognozowaniem ostrego przyspieszenia konsumpcji prywatnej w II kwartale na podstawie samej tylko sprzedaży detalicznej. Wynika to zarówno ze zbyt małej ilości danych (to tylko jeden miesiąc z kwartału), jak i z faktu, ze konsumpcja prywatna jest znacznie „gładsza" niż sprzedaż detaliczna. Efektów Wielkanocy próżno szukać w rachunkach narodowych. Tym niemniej w II kwartale pierwsze elementy „piątki" trafiają do kieszeni gospodarstw domowych i jest to element bardziej przemawiający za nieco wyższą dynamiką konsumpcji.

Produkcja przemysłowa

Produkcja przemysłowa przyrosła w kwietniu o 9,2% r/r, plasując się blisko naszej optymistycznej prognozy (9,5%). W ujęciu odsezonowanym produkcja wzrosła o 0,1% m/m, co obniża 3-miesięczne momentum tego wskaźnika. Spadek następuje jednak z wysokich poziomów, a samo momentum plasuje się wciąż znacząco powyżej średniej (0,8% vs 0,4%). Powód solidnego przyspieszenia produkcji to w głównej mierze dni robocze, ale też sezonowa tendencja zaskoczeń in plus w kwietniu, najprawdopodobniej związana z cyklem zamówień. W nieco szerszym ujęciu najbardziej cykliczna część produkcji przemysłowej – przetwórstwo przemysłowe – zaczyna powoli zwalniać ze szczytów (dynamiki) odnotowanych w pierwszym kwartale. Jest to spójne z tendencjami kreślonymi przez wskaźniki koniunktury. Proste ekstrapolacje danych sugerują, że PKB może w II kwartale przyspieszyć, ale warto zwrócić uwagę, że w takim ćwiczeniu skala błędu zawsze największa jest po danych za 1 miesiąc (kluczowy jest miesiąc kolejny). Ciekawa w tym kontekście będzie reakcja gospodarki na 13-tą emeryturę, która została wypłacona w maju. Ceny producentów przyrosły w kwietniu o 2,6% r/r, plasując się blisko naszej prognozy (2,5%). Powód to przede wszystkim pewne przyspieszenie cen przetwórstwa przemysłowego w ujęciu bazowym. Co ciekawe, nastąpiło to przy umocnieniu kursu walutowego, co jest zjawiskiem rzadkim. Nie na tyle jednak rzadkim, aby formułować tezy o narastającej presji inflacyjnej, zwłaszcza jeśli bazowy wskaźnik cenowy plasuje się na 1,4%. Niepokojący byłby dopiero trwały trend w górę, a do tego – posługując się językiem analizy technicznej – wypadałoby przekroczyć maksima lokalne ma poziomie 1,9%.

Rynek pracy

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw okazało się w kwietniu słabsze od oczekiwań: 2,9% r/r przy ujemnej dynamice w ujęciu miesięcznym to słaby wynik. Tak, jak dane z poprzedniego miesiąca zaskoczyły in plus, tak dane kwietniowe zaskakują in minus. Zmienność zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw rośnie. Może to być związane z faktem, że udział sekcji, w których zatrudnienie zmienia się chaotycznie z miesiąca na miesiąc rośnie (sekcje te nazywamy „skaczącymi" i jest to naszym zdaniem wynik zaokrągleń, które spychają zatrudnienie znajdujące się na granicy zaokrąglenia raz w dół, raz w górę). Może to być także wynik opóźnień w dostosowaniu podaży pracy i popytu na nią. Jest to już stara teza, ale wygląda wciąż na atrakcyjną. Firmy i pracownicy szukają się dłużej i z tego względu mamy dość nietypowe zmiany zatrudnienia, gdzie jeden rekord goni drugi – z tą różnicą, że ostatnio rekordy ustanawiane są w przeciwnych kierunkach. Uśrednienie zmian zatrudnienia między miesiącami wygładza obraz i sugeruje, że mamy wciąż do czynienia z okresem stabilnej ekspansji zatrudnienia, aczkolwiek krajowa pozycja cykliczna, wskaźniki koniunktury czy spadająca liczba ofert pracy sugerują, że z biegiem czasu wzrosty zatrudnienia będą się zmniejszać. Przeciętne wynagrodzenie brutto wzrosło w kwietniu o 7,1% r/r, powyżej prognoz (my 6,7% r/r, konsensus 6,5% r/r). Relatywnie mocny kwiecień nastąpił po dość słabym marcu – dynamika miesięczna po wyłączeniu czynników sezonowych i kalendarzowych wyniosła solidne

0,9% wobec 0,1% miesiąc wcześniej. Po drugie, nie widać żadnych oznak przyspieszenia lub spowolnienia w płacach od początku 2017 r i tym samym upływa trzeci rok z dynamiką wynagrodzeń nominalnych w okolicy 7% r/r. Po trzecie, należy też odnotować niewrażliwość dynamiki płac na obserwowane w ostatnich kwartałach wahnięcia podaży i popytu (dwucyfrowe spadki ofert pracy, spowolnienie imigracji, etc.). Wreszcie, stabilność wynagrodzeń nominalnych może odzwierciedlać pośrednio stabilność oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych – ich zmiany, mierzone chociażby w badaniach koniunktury GUS są prawdopodobnie zbyt małe, by wywołać reakcję.

Inflacja

GUS potwierdził odczyt inflacji w kwietniu na poziomie 2,2% r/r. Powodem przyspieszenia w stosunku do marcowych 1,7% r/r jest dość silny wzrost cen żywności (+1,0% m/m), paliw (+4,1% m/m) oraz części bazowej koszyka: tu przede wszystkim w grę wchodzi skok cen usług transportowych o 27,2% m/m oraz ubezpieczeń (+1,4% m/m) czy usług finansowych (3,6% m/m). Jakkolwiek potwierdza to nasz wcześniejszy szacunek inflacji bazowej na poziomie 1,8% r/r, skala „rozsmarowania" tego wzrostu po poszczególnych kategoriach jest mniejsza niż się spodziewaliśmy. Innymi słowy, inflacja bazowa została istotnie podbita czynnikami jednorazowymi (prawdopodobnie bilety lotnicze). W kolejnym miesiącu inflacja prawdopodobnie delikatnie lekko przekroczy cel inflacyjny (2,5-2,6%), choć dokładna skala wzrostu zostanie zdefiniowana cenami żywności (filtracja wyższych cen hurtowych wieprzowiny) i cenami paliw (naszym zdaniem GUS nieco nie doszacował skali wzrostów cen paliw w kwietniu, maj ma szansę to wyrównać). Inflacja bazowa, z uwagi na w dużej części jednorazowy charakter części wzrostu z kwietnia (do korekty w maju – wzorzec z przeszłości jest dość jednoznaczny) i utrzymanie dotychczasowych trendów w pozostałych kategoriach, powinna pozostać stabilna. Ciekawostką mogą być ceny ubezpieczeń. Albo to po raz kolejny ceny OC, albo w grę wchodzi też częściowo podniesienie składek w związku z oczekiwaną suszą. W momencie, kiedy susza stała się faktem, ubezpieczenia tego typu zniknęły z oferty, a więc nie będą już podbijać inflacji. Z kolei trend wzrostowy cen na usługach finansowych i bankowych może być dłuższy – konwergencja z cenami Europy zachodniej wydaje się nieuchronna, zwłaszcza w obliczu wyższych obciążeń kosztowych sektora w Polsce.

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

Finanse

Alior Bank

kupuj (podtrzymana)

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

Obniżamy cenę docelową do 77 PLN na akcję jednocześnie utrzymując rekomendację kupuj. Kurs akcji Alior Banku w ostatnim miesiącu spadł o blisko 10% wobec WIG-BANKI, który spadał o około 3,6%. Dyskonto wynikało częściowo z rozpoczętego procesu obniżenia konsensusu, co jest związane z wyższą od zakładanej składki na BFG, ekspozycją kredytową na spółkę ZM Kania oraz ogólną obawą dotyczącą jakości portfela kredytów korporacyjnych. Na koniec 2018 roku ekspozycja kredytowa ALR na Kanie wynosiła 111 mln PLN, z czego 30 mln PLN zapadało w marcu 2019, a kolejne 30 mln PLN zapadnie na początku czerwca. Uważamy, że potencjalne odpisy mieszczą się obecnie w prognozowanym przez Zarząd oraz nas koszcie ryzyka w wysokości 1,8%, zaś potencjalnie rozwiązanie problemu może spowodować podwyższenie prognoz. Nasze prognozy są obecnie zgodne z konsensusem na 2019 rok, ale 6%/4% powyżej na lata 2020/21. Uważamy, że Alior Bank powoli pozbywa się problemów „dojrzewania" takich jak jakość aktywów (koszt ryzyka stabilny w detalu) czy braki kapitałowe. Warto podkreślić, że w 2021 oczekujemy, że Alior Bank zrealizuje zysk netto na poziomie 1 mld PLN, osiągnie ROE na poziomie 12% (#2 w Polsce), a wskaźniki wypłacalności pozwolą na wypłatę 100% zysku netto. Podtrzymujemy nasz pogląd, że obecne około 40% dyskonta na wskaźniku P/E jest nieuzasadnione.

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	52,80 PLN	
Cena docelowa	77,00 PLN	+45,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**77,00 PLN**	**2019-06-03**
poprzednia	kupuj	87,00 PLN	2019-02-01

Podstawowe dane			**ALR PW**	**vs. WIG**
Ticker	ALR PW	Zmiana 1M	-8,5%	-5,4%
ISIN	PLALIOR00045	Zmiana YTD	-0,7%	-1,0%
Liczba akcji (mln)	129,3	Średni obrót 1M	11,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	6 824,8	Średni obrót 6M	13,4 mln PLN	
		P/E 12M fwd	7,8	-40,1%
Free float	74,8%	P/E 5Y avg	13,1	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	3 601	3 085	3 360	3 593	3 821
WNDB	3 797	4 124	4 377	4 640	4 904
Koszty	-1 930	-1 847	-1 910	-1 907	-1 963
Saldo rezerw	-930	-1 080	-1 092	-1 161	-1 249
Zysk netto	515	713	824	998	1 075
P/E	13,2	9,6	8,3	6,8	6,4
P/BV	1,0	1,1	0,9	0,8	0,7
ROE	8,0%	10,8%	11,9%	12,7%	12,1%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			**2019P**	**2020P**	**2021P**
Wynik odsetkowy			-1,7%	-4,2%	-1,3%
Wynik prowizyjny			+63,4%	+58,3%	+68,6%
Koszty razem			+0,8%	-2,5%	+1,2%
Saldo rezerw			+6,5%	+5,8%	+7,9%
Zysk netto			-16,5%	-15,8%	-11,0%

RZiS

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	2 841	3 085	3 360	3 593	3 821
Wynik prowizyjny	453	436	709	729	754
Wynik handlowy	376	476	181	185	188
Pozostałe przychody netto	127	127	127	133	140
Wynik pozaodsetkowy	**956**	**1 039**	**1 017**	**1 047**	**1 083**
WNDB	**3 797**	**4 124**	**4 377**	**4 640**	**4 904**
Koszty operacyjne	1 930	1 847	1 705	1 907	1 963
Zysk operacyjny	**1 867**	**2 277**	**2 467**	**2 733**	**2 941**
Saldo rezerw	930	1 080	1 092	1 161	1 249
Udział w jednostkach zal	0	0	0	0	1
Wynik brutto	**937**	**1 196**	**1 375**	**1 572**	**1 693**
Podatek	221	275	327	330	355
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	201	208	224	244	263
Zysk netto	**515**	**713**	**824**	**998**	**1 075**

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Kredyty netto	**51 267**	**54 246**	**59 053**	**63 934**	**68 894**
Pozostałe aktywa	18 227	19 174	20 434	21 777	23 213
Aktywa razem	**69 494**	**73 420**	**79 488**	**85 712**	**92 107**
Depozyty	**57 614**	**62 436**	**66 945**	**71 828**	**76 854**
Pozostałe zobowiązania	5 117	4 498	5 183	5 526	5 820
Udziały mniejszościowe	1	0	0	0	0
Kapitały własne	**6 761**	**6 486**	**7 359**	**8 358**	**9 432**

Wskaźniki

(%)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
NIM	4,3%	4,5%	4,7%	4,6%	4,5%
C/I	50,8%	44,8%	43,6%	41,1%	40,0%
CoR	1,8%	1,9%	1,8%	1,7%	1,7%
NPL Ratio	10,8%	10,6%	10,4%	10,2%	10,2%
Tier 1	12,1%	12,8%	13,8%	14,7%	15,9%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2019-20)	0	0%
Korekta o PV	871	7%
Etap II (2021-35)	8 164	67%
Etap III (2036-55)	1 909	16%
Wartość rezydualna	1 196	10%
Wartość godziwa	**12 140**	**100%**
Liczba akcji (mln)	129	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**93,92**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**99,91**	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	6 920	55%
Etap I (2018-20)	1 376	11%
Korekta o PV	1 373	11%
Etap II (2021-35)	2 931	23%
Etap III (2036-55)	48	0%
Wartość godziwa	**12 649**	**100%**
Liczba akcji (mln)	129	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**97,86**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**104,10**	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	12 140
Zyski ekonomiczne	50%	12 649
Średnia wartość godziwa		12 395
na akcję (PLN)		95,89
Podatek bankowy		-23,50
Wartość godziwa na akcję		72,39
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		**77,00**

Handlowy

akumuluj (obniżona)

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

Od naszego ostatniego raportu na Bank Handlowy (21 maja 2019) kurs akcji wzrósł o około 5% przez co obniżamy naszą rekomendację z kupuj do akumuluj. Od początku roku wycena banku spadła o 20%. Przecena walorów została rozpoczęta przez zapowiedź cięcia wypłaty dywidendy, a następnie przez ogłoszenie mało satysfakcjonującej strategii, wyższe składki restrukturyzacyjne BFG (x2), zaangażowanie w problematyczne ekspozycje kredytowe (prawdopodobne odpisy w 2Q'19), czy wreszcie wykluczenie z indeksu MSCI Poland. Podtrzymujemy naszą opinię, że efekt większości ww. czynników powinien być jednorazowy, a największy negatywny wpływ na wycenę będzie mieć jedynie wyższa składka BFG. Jednocześnie w natłoku złych informacji rynek nadal ignoruje jeden z najwyższych wskaźników DYield na rynku. Bank jest przed dniem ustalenia prawa do dywidendy za 2018 rok (DYield 6,8%). Dodatkowo uważamy, że dywidenda za 2019 pomimo bardzo słabych wyników może pozytywnie zaskoczyć. Jeżeli Bank Handlowy zdecyduje o przeznaczeniu 25% zysku netto z 2018 roku na część niepodzieloną (obecnie na kapitał rezerwowy) oraz wypłatę jej w 2020 roku to DYield w przyszłym roku może wynieść około 8%. Pomimo bardzo wysokiej dywidendy oraz poprawiającej się rentowności w kolejnych latach wyceniamy bank na wskaźniku P/BV 1,0x, czyli z 15% dyskontem do sektora.

Cena bieżąca	53,70 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	61,00 PLN	+13,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**akumuluj**	**61,00 PLN**	**2019-06-03**
poprzednia	kupuj	61,00 PLN	2019-05-21

Podstawowe dane			**BHW PW**	**vs. WIG**
Ticker	BHW PW	Zmiana 1M	-11,8%	-8,8%
ISIN	PLBH00000012	Zmiana YTD	-22,3%	-22,7%
Liczba akcji (mln)	130,7	Średni obrót 1M	20,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	7 016,4	Średni obrót 6M	5,5 mln PLN	
		P/E 12M fwd	11,3	-25,8%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	15,3	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	1 082	1 108	1 179	1 274	1 355
WNDB	2 079	2 159	2 210	2 323	2 429
Koszty	-1 192	-1 180	-1 267	-1 294	-1 319
Saldo rezerw	-103	-64	-159	-84	-92
Zysk netto	536	639	517	632	677
P/E	13,1	11,0	13,6	11,1	10,4
P/BV	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9
ROE	7,8%	9,1%	7,3%	8,8%	9,1%
DPS	4,60	4,10	3,74	2,97	3,63
DYield	8,6%	7,6%	7,0%	5,5%	6,8%

Zmiana prognoz	**2019P**	**2020P**	**2021P**
Wynik odsetkowy	-0,7%	+4,4%	+5,6%
Wynik prowizyjny	-3,7%	-5,7%	-6,7%
Koszty razem	+1,7%	+1,3%	+1,1%
Saldo rezerw	+100,5%	-12,1%	-11,0%
Zysk netto	-26,7%	-11,3%	-11,1%

RZiS

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	1 082	1 108	1 179	1 274	1 355
Wynik prowizyjny	581	550	547	553	565
Wynik handlowy	396	487	443	454	465
Pozostałe przychody netto	21	15	41	42	44
Wynik pozaodsetkowy	**997**	**1 052**	**1 031**	**1 049**	**1 074**
WNDB	**2 079**	**2 159**	**2 210**	**2 323**	**2 429**
Koszty operacyjne	1 192	1 180	1 267	1 294	1 319
Zysk operacyjny	**888**	**980**	**943**	**1 029**	**1 110**
Saldo rezerw	103	64	159	84	92
Udział w jednostkach zal	0	0	0	0	0
Wynik brutto	**785**	**916**	**784**	**945**	**1 018**
Podatek	172	190	176	212	228
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	78	87	91	101	113
Zysk netto	**536**	**639**	**517**	**632**	**677**

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Kredyty netto	**17 854**	**19 802**	**21 570**	**23 165**	**25 204**
Pozostałe aktywa	25 184	29 503	30 401	31 624	32 909
Aktywa razem	**43 038**	**49 305**	**51 971**	**54 789**	**58 113**
Depozyty	**27 284**	**31 057**	**31 649**	**31 844**	**32 163**
Pozostałe zobowiązania	8 815	11 191	13 237	15 615	18 349
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	0
Kapitały własne	**6 939**	**7 057**	**7 085**	**7 329**	**7 601**

Wskaźniki

(%)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
NIM	2,5%	2,5%	2,4%	2,5%	2,5%
C/I	57,9%	54,6%	57,3%	55,7%	54,3%
CoR	0,6%	0,3%	0,7%	0,4%	0,4%
NPL Ratio	3,5%	3,0%	3,1%	4,1%	4,1%
Tier 1	17,9%	16,8%	16,9%	16,8%	16,8%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2019-20)	780	9%
Korekta o PV	647	7%
Etap II (2021-35)	6 600	75%
Etap III (2036-55)	648	7%
Wartość rezydualna	144	2%
Wartość godziwa	**8 819**	**100%**
Liczba akcji (mln)	131	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**67,50**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**71,80**	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	8 537	100%
Etap I (2018-20)	2	0%
Korekta o PV	263	3%
Etap II (2021-35)	-227	-3%
Etap III (2036-55)	-25	0%
Wartość godziwa	**8 551**	**100%**
Liczba akcji (mln)	131	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**65,44**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**69,61**	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	8 819
Zyski ekonomiczne	50%	8 551
Średnia wartość godziwa		8 685
na akcję (PLN)		66,47
Podatek bankowy		-9,13
Wartość godziwa na akcję		57,34
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		**61,00**

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. Podobnie jak Millennium, ING nie jest kojarzony z możliwością przejęcia Idea Banku, co znalazło odzwierciedlenie w kursie akcji, który okazał się być o wiele silniejszy od sektorowego indeksu WIG BANKI (-1,7% vs -3,6%). Zaraportowane wyniki za Q1 były wyższe od oczekiwań rynkowych, za sprawą wyższego wyniku handlowego, niższej efektywnej stawki podatkowej oraz trochę niższych kosztów ryzyka. Zaznaczamy jednak, że ING powinien mieć wyższą stawkę podatkową w trzech kolejnych kwartałach. Nasza wycena nadal wskazuje na największą premię do sektora ze względu na bezpieczny profil banku (znikoma ekspozycja na kredyty CHF, wysoka jakość aktywów), dynamiczny rozwój połączony z dywidendą oraz jedną z najwyższych rentowności w regionie (2019 ROE na poziomie 12,8%). Po dobrym pierwszym kwartale pojawiła się przestrzeń do podwyższenia konsensusu, ale ewentualne korekty powinny być raczej niewielkie.

Cena bieżąca	189,80 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	191,80 PLN	+1,1%

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

Podstawowe dane			**ING PW**	**vs. WIG**
Ticker	ING PW	Zmiana 1M	-0,7%	+2,3%
ISIN	PLBSK0000017	Zmiana YTD	+7,5%	+7,2%
Liczba akcji (mln)	130,1	Średni obrót 1M	1,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	24 693,0	Średni obrót 6M	2,3 mln PLN	
		P/E 12M fwd	14,1	-9,6%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	15,6	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**
Wynik odsetkowy	3 453	3 760	4 139	4 570	4 980
WNDB	4 756	5 233	5 620	6 091	6 573
Koszty	-2 123	-2 327	-2 429	-2 524	-2 613
Saldo rezerw	-421	-501	-579	-642	-713
Zysk netto	1 403	1 526	1 658	1 856	2 062
P/E	17,6	16,7	14,9	13,3	12,0
P/BV	2,1	1,9	1,8	1,7	1,5
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%	1,7%	1,8%	2,0%	2,3%
Zmiana prognoz			**2019P**	**2020P**	**2021P**
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**
Wynik odsetkowy	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 zal	0	0	12	25	24
Wynik brutto	**2 212**	**2 405**	**2 625**	**2 951**	**3 272**
Podatek	479	507	551	620	687
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	330	372	415	475	522
Zysk netto	**1 403**	**1 526**	**1 658**	**1 856**	**2 062**

Bilans

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

Wskaźniki

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	**wartość**	**udział**
Etap I (2019-20)	1 341	5%
Korekta o PV	871	3%
Etap II (2021-35)	17 232	61%
Etap III (2036-55)	7 165	25%
Wartość rezydualna	1 867	7%
Wartość godziwa	**28 476**	**100%**
Liczba akcji (mln)	130	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**218,88**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**232,83**	

Model zysków ekonomicznych

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

Podsumowanie wyceny

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

Millennium

akumuluj (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację akumuluj. Wyniki kwartalne były lepsze od oczekiwanych, z zaznaczeniem, że pobicie wynikało głównie ze zdarzeń jednorazowych. Bank Millennium, zgodnie z oczekiwaniami uzyskał zgodę od KNF na fuzję z Eurobankiem, bez dodatkowych warunków. Całą transakcję oceniamy pozytywnie 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. Dużą niewiadomą cały czas pozostają koszty integracji z Eurobankiem, które powinny odcisnąć swoje piętno na całorocznych wynikach (szacujemy około 100 mln PLN w 2H'19). Jednocześnie uważamy, że koszty integracji mogą spowodować spadek całorocznego konsensusu (nasza prognoza jest obecnie 6% poniżej konsensusu).

Cena bieżąca	9,57 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	10,00 PLN	+4,5%

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

Podstawowe dane			**MIL PW**	**vs. WIG**
Ticker	MIL PW	Zmiana 1M	+0,3%	+3,4%
ISIN	PLBIG0000016	Zmiana YTD	+7,9%	+7,5%
Liczba akcji (mln)	1 213,1	Średni obrót 1M		6,0 mln PLN
MC (mln PLN)	11 609,5	Średni obrót 6M		6,3 mln PLN
		P/E 12M fwd	13,3	+4,6%
Free float	50,0%	P/E 5Y avg	12,7	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**
Wynik odsetkowy	1 696	1 817	2 282	2 783	2 950
WNDB	2 650	2 778	3 322	3 913	4 114
Koszty	-1 156	1 332	-1 803	-1 894	-1 887
Saldo rezerw	-255	-222	-308	-400	-435
Zysk netto	681	761	735	1 026	1 144
P/E	17,0	15,8	15,8	11,3	10,1
P/BV	1,5	1,4	1,3	1,2	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 zal	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**

Bilans

(mln PLN)	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**
Kredyty netto	**47 411**	**52 712**	**67 538**	**71 772**	**77 161**
Pozostałe aktywa	23 730	27 747	27 632	28 597	29 598
Aktywa razem	**71 141**	**80 459**	**95 170**	**100 369**	**106 759**
Depozyty	**57 273**	**66 244**	**69 899**	**71 828**	**73 812**
Pozostałe zobowiązania	6 096	5 831	16 241	18 519	21 656
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	0
Kapitały własne	**7 773**	**8 384**	**9 031**	**10 021**	**11 292**

Wskaźniki

(%)	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**
NIM	2,4%	2,5%	2,7%	2,9%	2,9%
C/I	48,3%	47,9%	54,3%	48,4%	45,9%
CoR	0,5%	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%
NPL Ratio	4,6%	4,5%	5,4%	5,2%	5,0%
Tier 1	20,3%	19,8%	17,6%	18,3%	19,5%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Podsumowanie wyceny

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

Pekao

kupuj (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą cenę docelową oraz rekomendację kupuj. Pekao od początku roku spadł o 2,5% wobec wzrostu WIG Banków o 0,6%. Przecena Pekao wynika w części z oczekiwanej korekty konsensusu spowodowanej ponad dwukrotnym wzrostem składki BFG, a po części z plotek wskazujących na możliwość przejęcia Idea Bank przez Pekao. Faktycznie, wzrost składki BFG oraz rezerwa na zwolnienia grupowe naszym zdaniem spowodują obniżenie konsensusu o 4% na 2019 rok oraz o 3% i 6% na lata 2020-21. Niemniej jednak należy podkreślić, że składka na BFG powinna zanotować spadek w przyszłym roku ze względu na zmianę struktury depozytów, zaś zwolnienia grupowe spowodują znaczący spadek wskaźnika C/I co łącznie przełoży się na wzrost zysku netto aż o 14%. Ponadto Bank Pekao, tak jak i Bank Handlowy, jest nadal przed wypłatą sowitej dywidendy w wysokości 6,60 PLN na akcję (DY >6%), której dzień został wyznaczony na 10 lipca. Na wskaźniku 2020/21 P/E Bank Pekao notowany jest z 7% i 5% dyskontem do średniej oraz z 4% i 5% dyskontem do PKO BP. Biorąc pod uwagę nadchodzącą dywidendę, dobrą perspektywę wyników, stabilizację powyborczą, niskie prawdopodobieństwo na akwizycję banków w kłopotach oraz atrakcyjną wycenę uważamy, że moment na inwestycję w Pekao jest aktualnie bardzo dobry.

Cena bieżąca	106,25 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	121,00 PLN	+13,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**kupuj**	**121,00 PLN**	**2019-05-30**

Podstawowe dane			**PEO PW**	**vs. WIG**
Ticker	PEO PW	Zmiana 1M	-6,8%	-3,7%
ISIN	PLPEKAO00016	Zmiana YTD	-2,5%	-2,9%
Liczba akcji (mln)	262,5	Średni obrót 1M	101,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	27 887,4	Średni obrót 6M	72,7 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	5 493	5 881	6 271
WNDB	7 278	7 830	8 337	8 807	9 283
Koszty	-3 535	-3 710	-4 094	-3 971	-4 089
Saldo rezerw	-521	-511	-526	-660	-742
Zysk netto	2 475	2 287	2 282	2 609	2 772
P/E	11,3	12,2	12,2	10,7	10,1
P/BV	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1
ROE	10,7%	9,9%	9,9%	10,9%	11,2%
DPS	8,68	7,90	6,60	6,52	7,46
DYield	8,2%	7,4%	6,2%	6,1%	7,0%
Zmiana prognoz			**2019P**	**2020P**	**2021P**
Wynik odsetkowy			-1,2%	-2,8%	-3,9%
Wynik prowizyjny			+1,4%	+1,1%	+0,5%
Koszty razem			+9,8%	+3,3%	+3,1%
Saldo rezerw			-18,0%	-5,2%	-2,0%
Zysk netto			-11,2%	-8,5%	-10,9%

RZiS

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	4 593	4 994	5 493	5 881	6 271
Wynik prowizyjny	2 353	2 463	2 554	2 621	2 692
Wynik handlowy	255	237	204	210	217
Pozostałe przychody netto	77	137	86	94	103
Wynik pozaodsetkowy	**2 685**	**2 836**	**2 844**	**2 926**	**3 012**
WNDB	**7 278**	**7 830**	**8 337**	**8 807**	**9 283**
Koszty operacyjne	3 535	3 710	4 094	3 971	4 089
Zysk operacyjny	**3 743**	**4 120**	**4 243**	**4 835**	**5 194**
Saldo rezerw	521	511	526	660	742
Udział w jednostkach zal	453	0	0	0	0
Wynik brutto	**3 675**	**3 609**	**3 718**	**4 175**	**4 453**
Podatek	677	760	818	898	957
Zyski mniejszościowych	-1	-1	-1	-1	-1
Podatek bankowy	522	562	617	668	723
Zysk netto	**2 475**	**2 287**	**2 282**	**2 609**	**2 772**

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Kredyty netto	**132 301**	**129 297**	**141 856**	**154 846**	**168 102**
Pozostałe aktywa	53 165	61 793	64 193	66 774	69 479
Aktywa razem	**185 466**	**191 090**	**206 049**	**221 620**	**237 581**
Depozyty	**146 186**	**149 491**	**161 450**	**173 454**	**184 619**
Pozostałe zobowiązania	16 011	18 791	21 205	23 823	27 761
Udziały mniejszościowe	0	11	12	13	14
Kapitały własne	**23 268**	**22 797**	**23 382**	**24 330**	**25 187**

Wskaźniki

(%)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
NIM	2,6%	2,8%	2,9%	2,8%	2,8%
C/I	48,6%	47,4%	49,9%	46,0%	44,9%
CoR	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
NPL Ratio	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	6,0%
Tier 1	16,1%	16,3%	16,8%	16,2%	15,8%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2019-20)	4 583	12%
Korekta o PV	2 736	7%
Etap II (2021-35)	22 947	58%
Etap III (2036-55)	6 806	17%
Wartość rezydualna	2 453	6%
Wartość godziwa	**39 525**	**100%**
Liczba akcji (mln)	262	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**150,67**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**160,27**	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	24 966	63%
Etap I (2018-20)	2 662	7%
Korekta o PV	1 229	3%
Etap II (2021-35)	8 165	21%
Etap III (2036-55)	996	3%
Wartość godziwa	**38 017**	**96%**
Liczba akcji (mln)	262	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**144,84**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**154,08**	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	39 525
Zyski ekonomiczne	50%	38 017
Średnia wartość godziwa		38 771
na akcję (PLN)		147,76
Podatek bankowy		-34,01
Wartość godziwa na akcję		113,75
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		**121,00**

PKO BP

akumuluj (bez zmian)

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

PKO BP zaraportował w 1Q'19 bardzo dobre wyniki, a zysk netto po oczyszczeniu o zdarzenia jednorazowe (składka BFG i podatek u źródła) wyniósłby 1 133 mln PLN. Co więcej uważamy, że całoroczny konsensus na PKO BP jest zbyt niski i powinien zostać podwyższony. Warto również pamiętać, że wynik w 2Q'19 może zostać podwyższony o pozytywne zdarzenia jednorazowe związane z przeszacowaniem udziałów w BLIKu (około 50 mln PLN) oraz rozpoznanie badwillu z wezwania na PCM (<100 mln PLN), co oznaczałoby historycznie rekordowy kwartał. Podsumowując uważamy, że istnieje przestrzeń dla poprawy notowań PKO BP, które powinny być napędzane przez organicznie dobre wyniki, pozytywne zdarzenia jednorazowe oraz pozytywne rewizje konsensusu. Przypominamy również, 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 co łącznie przełożyłoby się na DPS w wysokości 3 PLN na akcję oraz DYield 7,7%.

Cena bieżąca	39,30 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	40,92 PLN	+4,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**akumuluj**	**40,92 PLN**	**2019-05-09**

Podstawowe dane			**PKO PW**	**vs. WIG**
Ticker	PKO PW	Zmiana 1M	+0,1%	+3,2%
ISIN	PLPKO0000016	Zmiana YTD	-0,4%	-0,8%
Liczba akcji (mln)	1 250,0	Średni obrót 1M	92,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	49 125,0	Średni obrót 6M	92,0 mln PLN	
		P/E 12M fwd	11,7	-10,4%
Free float	70,6%	P/E 5Y avg	13,0	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	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	15,8	13,2	11,9	11,3	10,8
P/BV	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0
ROE	9,0%	9,9%	10,2%	10,1%	9,8%
DPS	0,00	0,55	1,33	1,65	1,74
DYield	0,0%	1,4%	3,4%	4,2%	4,4%

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

RZiS

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	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**

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Kredyty netto	**205 628**	**214 912**	**231 754**	**247 776**	**265 042**
Pozostałe aktywa	91 284	109 343	99 638	103 970	108 365
Aktywa razem	**296 912**	**324 255**	**331 391**	**351 746**	**373 407**
Depozyty	**218 800**	**242 816**	**242 291**	**256 414**	**276 217**
Pozostałe zobowiązania	41 856	42 338	47 532	50 657	49 205
Udziały mniejszościowe	-11	-10	-10	-10	-11
Kapitały własne	**36 267**	**39 111**	**41 578**	**44 685**	**47 996**

Wskaźniki

(%)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
NIM	3,0%	3,2%	3,3%	3,3%	3,3%
C/I	47,1%	45,5%	44,2%	43,3%	42,6%
CoR	0,8%	0,6%	0,7%	0,8%	0,8%
NPL Ratio	5,5%	4,9%	4,8%	4,8%	4,8%
Tier 1	16,5%	17,5%	17,0%	17,6%	18,1%

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 (podtrzymana)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację, ale uaktualniamy cenę docelową o odcięcie dywidendy. 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). Jednocześnie spółka matka Santandera oczekuje, że polski oddział osiągnie ROE 14%-16% w średnim terminie. Prognoza ta jest zgodna z naszymi oczekiwaniami wskazującymi na ROE w przedziale 14%-15% w kolejnych dwóch latach. Podsumowując uważamy, że Santander Bank Polska jest obecnie adekwatnie wyceniony, a wyniki za 1Q'19 nie spowodują pozytywnej rewizji prognoz rynku.

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	365,20 PLN	
Cena docelowa	377,27 PLN	+3,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**trzymaj**	**377,27 PLN**	**2019-06-03**
poprzednia	trzymaj	388,00 PLN	2019-02-01

Podstawowe dane			**SPL PW**	**vs. WIG**
Ticker	SPL PW	Zmiana 1M	-3,8%	-0,7%
ISIN	PLBZ00000044	Zmiana YTD	+7,9%	+7,5%
Liczba akcji (mln)	102,0	Średni obrót 1M	22,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	37 244,8	Średni obrót 6M	20,9 mln PLN	
		P/E 12M fwd	13,5	-6,3%
Free float	31,7%	P/E 5Y avg	14,4	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	16,4	15,5	14,1	11,8	10,5
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	1,5%	0,8%	5,4%	3,6%	4,2%

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

Bilans

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

Wskaźniki

(%)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
NIM	3,6%	3,3%	3,3%	3,4%	3,4%
C/I	43,4%	45,1%	42,6%	39,5%	37,2%
CoR	0,6%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%
NPL Ratio	5,8%	4,5%	4,5%	4,4%	4,6%
Tier 1	15,3%	14,8%	15,2%	14,8%	14,8%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2020-21)	2 360	6%
Korekta o PV	2 118	5%
Etap II (2022-36)	23 554	56%
Etap III (2037-56)	10 196	24%
Wartość rezydualna	4 031	10%
Wartość godziwa	**42 259**	**100%**
Liczba akcji (mln)	99	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**425,85**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**453,00**	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	24 408	58%
Etap I (2019-21)	5 051	12%
Korekta o PV	283	1%
Etap II (2022-36)	10 470	25%
Etap III (2037-56)	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%	42 259
Zyski ekonomiczne	50%	42 327
Średnia wartość godziwa		42 293
na akcję (PLN)		426,19
Podatek bankowy		-71,54
Wartość godziwa na akcję		354,66
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		**377,27**

Komercni Banka

kupuj (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację. Presja na kurs akcji wywołany został przez spekulacje dotyczące wprowadzenia podatku bankowego w Czechach oraz opodatkowaniem dywidend 20% stawką. Ostatnia propozycja, która wyszła ze stron rządowych zakłada opodatkowania top 4 banków podatkiem w wysokości 6 mld CZK. Dzieląc daninę przez udział w rynku, kontrybucja Komercni Banka mogłaby wynieść 1,5 mld CZK, czyli około 10% zysku netto. 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) pozwali podtrzymać wskaźnik DYield na poziomie około 6% w kolejnych dwóch latach. Chociaż obecne fundamenty Komercni wyglądają bardzo dobrze to krótkoterminowy sentyment będzie kreowany przez pomysły rządu czeskiego na temat podatku bankowego.

Cena bieżąca	873,00 CZK	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	1 000,00 CZK	+14,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**kupuj**	**1 000,00 CZK**	**2019-05-09**

Podstawowe dane			**KOMB CP**	**vs. WIG**
Ticker	KOMB CP	Zmiana 1M	-1,0%	+2,0%
ISIN	CZ0008019106	Zmiana YTD	+9,7%	+9,3%
Liczba akcji (mln)	188,9	Średni obrót 1M	143,6	mln CZK
MC (mld CZK)	164,9	Średni obrót 6M	127,3	mln CZK
		P/E 12M fwd	11,3	-17,7%
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
Wypłaty emerytalne	0	0	0	0	0
Zysk brutto	**16 873**	**18 286**	**18 518**	**18 849**	**19 587**
Podatek dochodowy	-2 799	-3 012	-3 349	-3 393	-3 526
Zyski mniejszościowych	386	344	324	337	334
Zysk netto	**13 688**	**14 930**	**14 846**	**15 119**	**15 728**

Bilans

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

Wskaźniki

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln CZK)	wartość	udział
Etap I (2019-20)	17 868	10%
Korekta o PV	7 776	4%
Etap II (2021-35)	120 343	64%
Etap III (2036-55)	30 480	16%
Wartość rezydualna	11 447	6%
Wartość godziwa	**187 914**	**100%**
Liczba akcji (mln)	189	
Koszt kapitału	7,0%	
Wartość godziwa na akcję (CZK)	**995**	
Cena docelowa za 9M (CZK)	**1 047**	

Model zysków ekonomicznych

(mln CZK)	wartość	udział
Początkowe TNAV	84 228	49%
Etap I (2018-20)	24 265	14%
Korekta o PV	10 233	6%
Etap II (2021-35)	46 287	27%
Etap III (2036-55)	5 942	3%
Wartość godziwa	**170 955**	**100%**
Liczba akcji (mln)	189	
Koszt kapitału	7,0%	
Wartość godziwa na akcję (CZK)	**905**	
Cena docelowa za 9M (CZK)	**953**	

Podsumowanie wyceny

(mln CZK)	waga	wycena
DDM	50%	187 914
Zyski ekonomiczne	50%	170 955
Średnia wartość godziwa		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 20 mln EUR). W 2019 roku Zarząd oczekuje, że przychody będą rosnąć 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. Ostatnia propozycja, która wyszła ze stron rządowych zakłada opodatkowania top 4 banków podatkiem w wysokości 6 mld CZK. Dzieląc daninę przez udział w rynku, kontrybucja Ceska Sporitelna mogłaby wynieść 1,9 mld CZK, czyli około 5% zysku netto grupy.

Cena bieżąca	31,75 EUR	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	43,72 EUR	+37,7%

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

Podstawowe dane			**EBS AV**	**vs. WIG**
Ticker	EBS AV	Zmiana 1M	-8,5%	-5,4%
ISIN	AT0000652011	Zmiana YTD	+14,8%	+14,4%
Liczba akcji (mln)	429,8	Średni obrót 1M	23,9 mln EUR	
MC (mln EUR)	13 646,2	Średni obrót 6M	28,0 mln EUR	
		P/E 12M fwd	8,8	-21,6%
Free float	69,5%	P/E 5Y avg	11,2	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln EUR)	2017	2018	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	4 353	4 582	4 828	5 102
WNDB	6 475	6 726	7 090	7 446
Koszty	-4 158	-4 201	-4 261	-4 329
Saldo rezerw	-132	59	-135	-233
Zysk netto	1 316	1 793	1 499	1 607
P/E	10,4	7,8	9,1	8,5
P/BV	1,0	0,9	0,9	0,8
ROE	10,0%	12,7%	10,0%	10,0%
DPS	1,00	1,20	1,40	1,46
DYield	3,1%	3,8%	4,4%	4,6%
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 2018	Zysk netto 2019P	Zysk netto 2020P	P/E 2018	P/E 2019P	P/E 2020P	BV 2018	P/BV 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		17 901
na akcję (EUR)		41,65
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. W 2019 roku oczekujemy płaskiej dynamiki zysku netto. Z jednej strony wyniki wspierane będą przez rosnące wolumeny kredytów (+16% R/R) oraz stabilizację marży odsetkowej, a z drugiej – 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%.

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	12 150,00 HUF	
Cena docelowa	13 046,00 HUF	+7,4%

	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	-2,8%	+0,3%
ISIN	HU0000061726	Zmiana YTD	+9,8%	+9,4%
Liczba akcji (mln)	267,0	Średni obrót 1M	6,2 mld HUF	
MC (mld HUF)	3 244,5	Średni obrót 6M	5,5 mld HUF	
		P/E 12M fwd	9,3	-10,9%
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	11,5	10,1	10,1	9,5
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%	1,9%	1,9%	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 operac	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 2018	Zysk netto 2019P	Zysk netto 2020P	P/E 2018	P/E 2019P	P/E 2020P	BV 2018	P/BV 2018
Węgry + pozostałe	**1 979**	**7 411**	**196,8**	**167,2**	**178,2**	**10,1**	**11,8**	**11,1**	**754**	**2,6**
CEE ogółem	**1 431**	**5 350**	**140,2**	**165,7**	**174,1**	**10,2**	**8,6**	**8,2**	**967**	**1,5**
DSK	618	2 314	49,2	70,5	75,8	12,6	8,8	8,2	264	2,3
OBS	25	93	0,6	0,6	0,4	45,0	40,3	68,2	34	0,7
OTP Banka Hrvatska	285	1 067	27,5	26,5	27,0	10,4	10,7	10,5	278	1,0
OTP Banka Romania	127	477	7,0	10,3	10,5	18,3	12,4	12,1	56	2,3
OTP Russia	191	707	27,2	31,4	32,7	7,2	6,2	6,0	163	1,2
CJSC OTP Bank	79	296	24,7	19,7	17,6	3,2	4,0	4,5	63	1,3
OTP Banka Serbia	80	298	1,0	4,2	7,3	87,8	21,0	12,0	84	1,0
CKB	26	97	3,2	2,5	2,9	8,1	10,2	9,0	25	1,0
Suma dywizji	**3 410**	**12 761**	**337,1**	**333,0**	**352,3**	**10,1**	**10,2**	**9,7**	**1 722**	**2,0**
Podatek bankowy	-171	-642								
Grupa OTP ogółem	**3 239**	**12 119**								

Podsumowanie wyceny

(mld HUF)	waga	wycena
Koszt kapitału 12M		10,2%
DDM	50%	3 229
Zyski ekonomiczne	50%	3 617
Średnia wartość godziwa		3 423
na akcję (HUF)		12 761
Podatek bankowy		-642
Zyski mniejszościowych		-58
Wartość godziwa na akcję (HUF)		12 119
Koszt kapitału 9M		7,6%
Cena docelowa za 9M (HUF)		**13 046**

PZU

akumuluj (bez zmian)

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

Rekomendujemy akumulowanie walorów 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. Dodatkowo zwracamy uwagę na suszę oraz powodzie, które miały miejsce w 2Q'19. Według Zarządu odszkodowania z nimi związane na razie nie odbiegają od standardowego odchylenia. Wyniki z 2018 i 2019 roku powinny przełożyć się na wskaźnik DY 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 drugi.

Cena bieżąca	41,43 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	43,38 PLN	+4,7%

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

Podstawowe dane			**PZU PW**	**vs. WIG**
Ticker	PZU PW	Zmiana 1M	-0,8%	+2,3%
ISIN	PLPZU0000011	Zmiana YTD	-5,6%	-6,0%
Liczba akcji (mln)	863,5	Średni obrót 1M	57,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	35 775,8	Średni obrót 6M	69,9 mln PLN	
		P/E 12M fwd	10,9	-10,6%
Free float	64,8%	P/E 5Y avg	12,2	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Skł. 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	12,3	11,1	11,0	10,4	10,2
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%	6,5%	7,2%	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 świadcz., netto	-14 941	-14 607	-15 108	-15 432	-15 771
Wynik inwestycyjny	1 895	1 020	924	918	836
Koszty akwizycji	-2 901	-3 081	-3 292	-3 384	-3 479
Koszty administracyjne	-1 614	-1 589	-1 664	-1 705	-1 746
Pozostałe przychody/koszt	-774	-1 354	-874	-867	-862
Wynik na działalności bank	2 439	3 971	4 635	5 158	5 618
Wynik operacyjny	**5 458**	**6 820**	**7 414**	**8 015**	**8 431**
Koszty finansowe	0	0	0	0	0
Jednostki zależne	-1	-1	16	-1	0
Zysk brutto	**5 457**	**6 836**	**7 430**	**8 014**	**8 431**
Podatek dochodowy	-1 289	-1 631	-1 770	-1 913	-2 012
Zysk mniejszości	1 290	2 155	2 397	2 669	2 908
Zysk netto	**2 878**	**3 203**	**3 263**	**3 432**	**3 511**

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 sumą 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

Cena bieżąca	160,70 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	213,65 PLN	+32,9%

	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%	-2,8%
ISIN	PLKRK0000010	Zmiana YTD	+2,6%	+2,2%
Liczba akcji (mln)	18,9	Średni obrót 1M	7,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 035,1	Średni obrót 6M	9,9 mln PLN	
		P/E 12M fwd	8,8	-33,8%
Free float	87,0%	P/E 5Y avg	13,3	dyskonto

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj dla Kruka. Wyniki za 1Q'19, włączając w to nakłady i 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 wygenerowanie 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 cenie 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 DY w przedziale 3%-6%. Uważamy, że obecna wycena rynkowa stwarza ponad 30% potencjał wzrostu.

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	10,2	9,2	8,9	8,8	8,8
P/BV	2,1	1,8	1,6	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	3,6%	3,1%	3,1%	5,6%	5,7%

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 wierzytelni	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 działa	-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 finansov	-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
Spłaty	-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 wierzytelnos	**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 (podtrzymana)

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

Po bardzo dobrych wynikach za 1Q'19 (3Q roku obrotowego) uaktualniliśmy nasze prognozy na Skarbiec Holding. Wynik netto na rok obrotowy 2018/19 został podniesiony przez nas o 9% głównie ze względu na success fee (prognozy podniesione o 58%). Z drugiej strony znacząco obniżyliśmy nasze prognozy dla rynku co w połączeniu ze spadającą opłatą za zarządzanie spowodowało spadek naszych prognoz o 14% w roku 2019/20. Obecnie prognozujemy wzrost rynku przez najbliższe 5 lat w średnio rocznym tempie 6,5%. Z drugiej strony, Zarząd Skarbiec TFI zapowiedział, że nie będzie skupiał uwagi na udziale w rynku, a na dochodowości. Komentarz Zarządu traktujemy jako naturalne porzucenie strategii, w której wcześniej Zarząd zapowiedział osiągnięcie 8 mld aktywów pod zarządzaniem (AUM) w 2020 roku. Oczekujemy, że AUM Skarbca w przeciągu najbliższych 5 lat będą rosły w średniorocznym tempie 5,5%, dodatkowo wsparte przez 550 mln PLN związanych z programem PPK w roku obrotowym 2019/20. Jednocześnie przystąpienie do programu PPK będzie miało negatywny wpływ na dywidendę w roku obecnym. Według ustawy PPK fundusze przystępujące do programu powinny posiadać kapitał własny w wysokości co najmniej 25 mln PLN. Oznacza to, że Skarbiec może maksymalnie wypłacić około 12 mln PLN w formie dywidendy. Ostrożnie zakładamy wypłatę na poziomie 10 mln PLN (DPS 1,47 PLN, DY 9%), a następnie normalizację wypłaty do około 100% zysku netto (średnio 20% DY w kolejnych 9 latach). Uważamy, że cieniem na spółce kładzie się nadal niejasna sytuacja odnośnie akcjonariatu co może pośrednio przekładać się na stosunki z dystrybutorami. Osiągnięcie przez Skarbiec naszej ceny docelowej gwarantuje nadal wysoki wskaźnik DY (>10%), który będzie nieosiągalny dla innych spółek finansowych.

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	16,50 PLN	
Cena docelowa	28,17 PLN	+70,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**28,17 PLN**	**2019-06-03**
poprzednia	kupuj	31,36 PLN	2018-12-05

Podstawowe dane			**SKH PW**	**vs. WIG**
Ticker	SKH PW	Zmiana 1M	+1,2%	+4,3%
ISIN	PLSKRBH00014	Zmiana YTD	-21,8%	-22,2%
Liczba akcji (mln)	6,8	Średni obrót 1M	0,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	112,6	Średni obrót 6M	0,1 mln PLN	
		P/E 12M fwd	4,9	-32,8%
Free float	25,4%	P/E 5Y avg	7,3	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody ogółem	101,5	105,1	92,7	101,9	104,5
opłata stała	80,9	78,5	76,9	83,5	83,9
opłata zmienna	15,2	25,6	14,7	17,3	19,5
Koszty razem	-78,1	-76,1	-68,8	-74,3	-78,4
Zysk netto	19,6	24,0	19,9	23,0	21,8
P/E	5,7	4,7	5,6	4,9	5,2
P/BV	1,1	1,2	1,1	1,1	1,0
ROE	19,3%	24,2%	19,7%	21,6%	20,3%
DPS	2,62	4,45	1,47	3,22	3,15
DYield	15,9%	27,0%	8,9%	19,5%	19,1%

Zmiana prognoz	**2018P**	**2019P**	**2020P**
Wynagrodzenie stałe	-4,1%	-11,9%	-9,0%
Wynagrodzenie zmienne	+58,0%	+3,0%	+21,0%
Przychody	+1,3%	-14,0%	-9,6%
Koszty razem	-2,0%	-14,2%	-13,2%
Zysk netto	+9,4%	-13,7%	+0,7%

RZiS

(mln PLN)	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Wynagrodzenie stałe	80,9	78,5	76,9	83,5	83,9
Wynagrodzenie zmienne	15,2	25,6	14,7	17,3	19,5
Pozostałe	5,4	1,0	1,0	1,0	1,1
Przychody	**101,5**	**105,1**	**92,7**	**101,9**	**104,5**
Koszty dystrybucji	-41,5	-35,8	-34,4	-38,4	-41,1
Koszty świadczeń pracowr	-19,8	-24,4	-17,9	-18,8	-19,7
Pozostałe koszty działalno	-16,8	-15,8	-16,5	-17,1	-17,6
Koszty operacyjne	**-78,1**	**-76,1**	**-68,8**	**-74,3**	**-78,4**
Pozostałe	0,9	0,8	0,8	0,8	0,9
Zysk brutto	**24,3**	**29,8**	**24,6**	**28,4**	**26,9**
Podatek dochodowy	-4,7	-5,8	-4,7	-5,4	-5,1
Zysk netto	**19,6**	**24,0**	**19,9**	**23,0**	**21,8**
Aktywa detaliczne	4 414	3 462	4 099	4 778	5 231
Aktywa dedykowane	2 375	339	339	339	339
AUM ogółem	6 789	3 802	4 439	5 117	5 570

Bilans

(mln PLN)	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Środki pieniężne	**50,1**	**34,0**	**36,5**	**36,9**	**37,2**
Pozostałe aktywa	67,4	88,7	95,3	96,2	97,0
Aktywa razem	**117,5**	**122,7**	**131,8**	**133,1**	**134,2**
Obligacje i kredyty	**0,1**	**1,5**	**1,6**	**1,8**	**1,7**
Pozostałe zobowiązania	15,0	25,1	24,2	24,2	25,2
Udziały mniejszościowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitały własne	**102,4**	**96,1**	**106,0**	**107,0**	**107,4**

Analiza porównawcza

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
PV Dywidend (Etap I)	110	61%
PV Dywidend (Etap II)	67	37%
PV wartości rezydualnej	5	3%
Wartość godziwa na 07/2018	**182**	**100%**
Korekta o wartość pieniądza w czasie	10	
Wartość godziwa	**192**	
Rozwodnienie (program menadż.)	-7	
Obecna wartość godziwa	**185**	
Liczba akcji (mln)	6,8	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**27,09**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**29,33**	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowy TNAV	102	53%
Etap I (2018-2025)	64	33%
Etap II - 20-lat	25	13%
Wartość godziwa na 07/2018	**191**	**100%**
Korekta o wartość pieniądza w czasie	19	
Wartość godziwa	**210**	
Rozwodnienie (program menadż.)	-8	
Obecna wartość godziwa	**202**	
Liczba akcji (mln)	6,8	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**29,66**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**32,11**	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	33%	185
Zyski ekonomiczne	33%	202
Porównawcza	33%	151

Wycena na akcję

(PLN)	waga	wycena
DDM	33%	27,09
Zyski ekonomiczne	33%	29,66
Porównawcza	33%	22,09
Koszt kapitału 9M		8,3%
Cena docelowa za 9M (PLN)		**28,17**

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) potwierdzają, że 2019 rok powinien być bardzo dla spółek zajmujących się wytwarzaniem sody. Z drugiej strony, Ciech odczuwa problemy produkcyjne, co ma negatywny wpływ na wolumeny. Grupa zapowiedziała inwestycje w modernizację ciągów produkcyjnych i poprawę efektywności w części energetycznej, co powinno wyeliminować problemy w długim terminie oraz zwiększyć efektywność. Aktualizujemy nasze prognozy o oczekiwane niższe wolumeny produkcji oraz wyższe nakłady związane z poprawą efektywności i wytwarzaniu pary i energii. Dodatkowo w naszej wycenie uwzględniamy wszystkie roszczenia Urzędu Skarbowego (168 m PLN). Mimo bardzo ostrożnościowego podejścia nasza wycena implikuje ponad 20% potencjał wzrostu. Obniżamy naszą cenę docelową do 55,00 PLN/akcja (wcześniej 68,11 PLN/akcja) oraz podtrzymujemy rekomendację kupuj.

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	42,65 PLN	
Cena docelowa	55,00 PLN	+29,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**55,00 PLN**	**2019-06-03**
poprzednia	kupuj	68,11 PLN	2019-05-09

Podstawowe dane			**CIE PW**	**vs. WIG**
Ticker	CIE PW	Zmiana 1M	-8,0%	-4,9%
ISIN	PLCIECH00018	Zmiana YTD	-3,7%	-4,1%
Liczba akcji (mln)	52,7	Średni obrót 1M	1,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 247,7	Średni obrót 6M	4,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 739,4	EV/EBITDA 12M fwd	5,1	-16,8%
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	3 812	3 990	4 134
EBITDA skor.	808	633	714	759	791
marża EBITDA	22,6%	17,2%	18,7%	19,0%	19,1%
EBIT skor.	564	358	423	420	447
Zysk netto skor.	373	166	285	282	303
P/E skor.	6,0	13,5	7,9	8,0	7,4
P/BV	1,0	1,1	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA skor.	3,8	5,9	5,2	5,1	4,7
DPS	0,00	7,50	0,00	1,08	2,68
DYield	0,0%	17,6%	0,0%	2,5%	6,3%

Zmiana prognoz	**2019P**	**2020P**	**2021P**
EBITDA	-2,0%	-1,4%	-0,6%
Zysk netto	-6,1%	-11,3%	-10,2%
Soda (USD/t)	0,0%	0,0%	0,0%
Soda Ciech (PLN/t)	0,0%	0,0%	0,0%
Soda vol (tys. ton)	-3,5%	-2,4%	-2,1%
Węgiel do celów energetycznych (PLN/t)	0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel koksowy (USD/t)	0,0%	0,0%	0,0%
Gaz ziemny (PLN/m3)	0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA soda	704	540	573	607	630
EBITDA organika	97	76	96	102	109
EBITDA krzemiany	37	34	37	41	42
EBITDA pozostałe	-5	9	9	9	9
EBITDA/t soda	306	243	260	267	274
Przepływy oper.	**629**	**454**	**577**	**670**	**697**
Amortyzacja	244	275	291	339	344
Kapitał obrotowy	-66	-97	-58	-11	-9
Przepływy inw.	**-389**	**-627**	**-545**	**-678**	**-331**
CAPEX	402	595	545	678	331
Przepływy fin.	**-164**	**-125**	**-160**	**-18**	**-301**
Dywidenda/buyback	0	-395	0	-57	-141
FCF	234	-170	33	-7	369
FCF/EBITDA	28%	-26%	5%	-1%	47%
CFO/EBITDA	75%	69%	81%	88%	88%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2020P
Aktywa	4 644	4 831	5 050	5 417	5 514
Aktywa trwałe	3 205	3 559	3 813	4 154	4 142
Kapitał własny	2 188	1 970	2 255	2 480	2 642
Udział mniejszości	-3	0	0	0	0
Dług netto	865	1 464	1 491	1 618	1 452
Dług netto/EBITDA (x)	1,0	2,2	2,1	2,1	1,8
Dług netto/kap. wł. (x)	0,4	0,7	0,7	0,7	0,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	4,0	4,4	4,2	4,1	2,8	4,1
Maksimum	25,9	19,0	16,8	14,5	12,7	11,4
Mediana	10,0	9,8	8,9	6,6	5,3	5,4
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

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)	2 200	2 275	2 300	2 300	2 300	2 300	2 300	2 300	2 300	2 300	2 301
Przychody	3 812	3 990	4 134	4 189	4 222	4 247	4 265	4 282	4 300	4 319	4 349
EBITDA	714	759	791	825	824	819	806	794	782	769	761
marża EBITDA	18,7%	19,0%	19,1%	19,7%	19,5%	19,3%	18,9%	18,5%	18,2%	17,8%	17,5%
EBIT	423	420	447	491	495	482	461	441	422	404	394
Podatek	78	77	83	93	95	93	89	86	82	79	77
CAPEX	-545	-678	-331	-313	-319	-332	-340	-348	-356	-363	-368
Kapitał obrotowy	-58	-11	-9	-3	-2	-2	-1	-1	-1	-1	-2
FCF	33	-7	369	415	408	392	376	360	343	326	315
PV FCF	32	-6	309	324	296	265	236	209	185	163	
WACC	7,0%	7,0%	7,1%	7,2%	7,2%	7,3%	7,3%	7,4%	7,4%	7,5%	7,6%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	2 015
Dług netto	1 464
Inne korekty	-169
Wycena DCF na akcję (PLN)	61,02

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	42,45
DCF	50%	61,02
Cena wynikowa		51,74
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		**55,00**

Grupa Azoty

akumuluj (obniżona)

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

Spadek cen gazu ziemnego, jaki obserwowaliśmy w 2Q'19 przy mniej dynamicznym spadku cen nawozów na rynku krajowym powinien pozytywnie przekładać się na wyniki tego okresu. Naszym zdaniem biorąc pod uwagę udany 2Q'19, mniejsze o 20% r/r zapasy nawozów u krajowych dystrybutorów oraz możliwe wejście w życie ceł zaporowych na import RSM w 2H'19 – rynek może przesunąć swoje całoroczne oczekiwania na poziomie EBITDA do 1,4-1,5 mld PLN (konsens 1,3 mld PLN). Pozytywnie na wycenę wpływa również pojawienie się nowych inwestorów w finansowaniu projektu PDH. Wyższa oczekiwana EBITDA w 2019 roku oraz mniejsze wydatki związane z kluczowym projektem PDH powodują, że dług netto w relacji do EBITDA na koniec 2019 roku spadnie według nas do 1,8x, co naszym zdaniem pozytywnie przełoży się na postrzeganie ryzyka przez inwestorów. Podwyższamy naszą prognozę EBITDA na 2019 rok o 10% do 1450 mln PLN oraz aktualizujemy wycenę do 44,42 PLN/akcja (wcześniej 45,39 PLN/akcja). W związku ze wzrostem kursu akcji obniżamy naszą rekomendację do akumuluj (wcześniej kupuj).

Cena bieżąca	39,86 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	44,42 PLN	+11,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**akumuluj**	**44,42 PLN**	**2019-06-03**
poprzednia	kupuj	45,39 PLN	2019-05-09

Podstawowe dane			**ATT PW**	**vs. WIG**
Ticker	ATT PW	Zmiana 1M	+0,4%	+3,4%
ISIN	PLZATRM00012	Zmiana YTD	+27,8%	+27,5%
Liczba akcji (mln)	99,2	Średni obrót 1M		3,3 mln PLN
MC (mln PLN)	3 953,9	Średni obrót 6M		3,9 mln PLN
EV (mln PLN)	7 220,1	EV/EBITDA 12M fwd	5,3	-18,6%
Free float	29,0%	EV/EBITDA 5Y avg	6,5	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	9 617	9 999	12 325	12 398	12 723
EBITDA skor.	1 262	805	1 447	1 158	1 165
marża EBITDA	13,1%	8,1%	11,7%	9,3%	9,2%
EBIT skor.	672	122	696	415	434
Zysk netto skor.	550	43	472	252	247
P/E skor.	7,2	92,7	8,4	15,7	16,0
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA skor.	3,9	8,5	5,0	7,1	8,2
DPS	0,79	1,20	0,00	0,00	0,76
DYield	2,0%	3,0%	0,0%	0,0%	1,9%

Zmiana prognoz	**2019P**	**2020P**	**2021P**
EBITDA	+10,1%	-0,9%	-1,1%
Zysk netto	+26,8%	-4,3%	-5,1%
Mocznik (PLN/t)	0,0%	0,0%	0,0%
Saletra (PLN/t)	0,0%	0,0%	0,0%
Gaz ziemny (PLN/m3)	0,0%	0,0%	0,0%
Melamina (PLN/t)	0,0%	0,0%	0,0%
Poliamid 6 (PLN/t)	0,0%	0,0%	0,0%
Propylen (PLN/t)	0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA nawozy	484	82	756	523	544
EBITDA tworzywa	221	192	183	171	147
EBITDA chemia	348	282	270	222	230
EBITDA Compo	0	0	127	123	126
EBITDA pozostałe	134	208	111	121	118
Przepływy oper.	**1 087**	**1 043**	**1 145**	**1 113**	**1 110**
Amortyzacja	590	683	751	743	731
Kapitał obrotowy	13	155	-216	-3	-14
Przepływy inw.	**-709**	**-1 761**	**-1 372**	**-2 040**	**-2 199**
CAPEX	1 063	2 042	1 387	2 040	2 199
Przepływy fin.	**39**	**440**	**-119**	**481**	**1 078**
Dywidenda/buyback	-78	-119	0	0	-75
FCF	49	-1 158	-267	-939	-1 098
FCF/EBITDA	4%	-151%	-18%	-81%	-94%
CFO/EBITDA	92%	136%	79%	96%	95%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	11 738	14 160	14 644	15 519	17 072
Aktywa trwałe	8 070	9 886	10 553	11 855	13 330
Kapitał własny	6 856	6 703	7 172	7 423	7 595
Udział mniejszości	588	625	639	646	654
Dług netto	367	2 226	2 627	3 673	4 984
Dług netto/EBITDA (x)	0,3	2,9	1,8	3,2	4,3
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	8,9	8,7	6,9	5,8	5,0	4,4
Maksimum	20,5	15,0	13,0	9,4	8,1	7,5
Mediana	12,8	9,9	8,3	7,6	6,8	6,4
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

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	12 325	12 398	12 723	13 618	14 600	14 869	15 091	15 245	15 402	15 492	15 640
EBITDA	1 447	1 158	1 165	1 460	1 620	1 672	1 646	1 633	1 618	1 599	1 614
marża EBITDA	11,7%	9,3%	9,2%	10,7%	11,1%	11,2%	10,9%	10,7%	10,5%	10,3%	10,3%
EBIT	696	415	434	508	667	729	742	757	740	707	723
Podatek	111	54	50	45	64	79	85	91	90	85	89
CAPEX	-1 387	-2 040	-2 199	-844	-572	-619	-660	-814	-832	-878	-892
Kapitał obrotowy	-216	-3	-14	-39	-43	-12	-10	-7	-7	-4	-6
FCF	-267	-939	-1 098	532	942	961	891	721	690	633	628
PV FCF	-259	-854	-944	428	706	673	580	438	389	332	
WACC	6,9%	6,5%	6,2%	6,4%	6,6%	6,7%	6,8%	6,9%	7,0%	7,0%	7,1%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	7 985
Dług netto	2 226
Inne korekty	-625
Wycena DCF na akcję (PLN)	51,76

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	31,81
DCF	50%	51,76
Cena wynikowa		41,78
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		**44,42**

Paliwa

Lotos

sprzedaj (podtrzymana)

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

Problemy z rurociągiem Przyjaźń, deklaracja o zainteresowaniu projektem PDH i niepewność o przyszłe wyniki wyborów (temat fuzji) doprowadziły do mocnej przeceny Lotosu, ale w ostatnim tygodniu spadki zostały w dużym stopniu odrobione. Rezultat głosowania do europarlamentu odbudował wiarę w wezwanie ze strony Orlenu, nawet jeszcze w 3Q, co może znów stanowić wsparcie dla notowań. Niemniej jednak 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 niski dyferencjał Ural/Brent. Implikuje to wyraźne pogorszenie makro w ujęciu r/r w 2Q. Nie można też zapominać o dużej wrażliwości wyników segmentu wydobywczego na spadające spotowe ceny gazu. Kwestia udziału w projekcie PDH może jeszcze wrócić ze swoim negatywnym oddziaływaniem, szczególnie że trudno o znalezienie racjonalnych przesłanek za taką decyzję (brak synergii po stronie dostaw i technologii), szczególnie że mowa o udziale mniejszościowym (wygląda to na dostarczenie brakującego finansowania). Rekomendacja sprzedaj pozostaje bez zmian, ale aktualizujemy prognozy i wycenę (do 65,95 PLN vs 65,41 PLN) z uwagi na aplikację efektu MSSF16 (wzrost EBITDA, amortyzacji i długu netto) i niższe ceny gazu 2019.

Cena bieżąca	87,82 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	65,95 PLN	-24,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**sprzedaj**	**65,95 PLN**	**2019-06-03**
poprzednia	sprzedaj	65,41 PLN	2019-04-02

Podstawowe dane			**LTS PW**	**vs. WIG**
Ticker	LTS PW	Zmiana 1M	+6,4%	+9,5%
ISIN	PLLOTOS00025	Zmiana YTD	-0,8%	-1,1%
Liczba akcji (mln)	184,9	Średni obrót 1M	29,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	16 235,6	Średni obrót 6M	29,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	19 826,4	EV/EBITDA 12M fwd	5,2	-10,7%
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	29 084,8	29 633,1	29 963,2
EBITDA	3 072,8	3 704,0	2 747,8	3 053,6	3 453,1
marża EBITDA	12,7%	12,3%	9,4%	10,3%	11,5%
EBIT	2 228,5	2 981,3	1 864,0	2 055,1	2 367,5
Zysk netto	1 671,8	1 587,4	1 122,8	1 220,7	1 321,5
P/E	9,7	10,2	14,5	13,3	12,3
P/BV	1,5	1,3	1,3	1,2	1,1
EV/EBITDA	6,1	4,9	7,2	6,1	5,2
DPS	1,00	1,00	3,00	1,82	1,98
DYield	1,1%	1,1%	3,4%	2,1%	2,3%
Zmiana prognoz			**2019P**	**2020P**	**2021P**
EBITDA LIFO			+5,7%	+4,7%	+4,3%
Zysk netto			+3,0%	+1,0%	+2,2%
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%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA LIFO skor.	**3 050**	**3 126**	**2 667**	**3 144**	**3 408**
upstream	863	917	724	1 049	1 377
rafineria	2 058	2 022	1 739	1 885	1 818
detal	139	181	204	210	214
EV/EBITDA LIFO skor.	**6,1**	**5,8**	**7,4**	**5,9**	**5,2**
Efekt LIFO	171	500	81	-90	45
Inne zd. jednorazowe	-148	78	0	0	0
Saldo finansowe	**219**	**-259**	**-154**	**-83**	**-160**
Przerób ropy mln ton	**9,6**	**10,8**	**10,4**	**10,2**	**10,2**
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	7,7	7,1	6,1	7,0	6,8
detal EBITDA/tonę	119	144	130	132	135
upstream $ EBITDA/boe	26,9	34,1	27,2	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

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	**3 127**	**2 328**	**1 705**	**2 812**	**2 452**
CFO/EBITDA LIFO skor.	103%	74%	64%	89%	72%
Capex	**1 439**	**967**	**1 588**	**1 325**	**1 046**
Kapitał obrotowy	4 035	4 816	5 583	5 264	5 382
Kapitał własny	10 712	12 035	12 640	13 652	14 559
Dług netto	**2 505**	**1 943**	**3 591**	**2 399**	**1 571**
Dług netto/EBITDA (x)	0,8	0,5	1,3	0,8	0,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	3,0	2,9	2,4	2,0	1,8	1,7
Maksimum	22,2	15,9	15,2	11,1	10,5	10,0
Mediana	9,0	7,7	7,5	4,7	4,2	4,0
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

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	27 809	27 979	27 814	27 565	27 565	27 565	27 565	27 565	27 624	27 678	27 678
EBITDA	2 024	2 005	2 076	2 027	2 022	2 018	2 013	2 008	2 003	1 994	1 994
marża EBITDA	7,3%	7,2%	7,5%	7,4%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,2%	7,2%
EBIT	1 356	1 236	1 286	1 197	1 236	1 206	1 189	1 171	1 152	1 127	1 277
Podatek	258	235	244	228	235	229	226	222	219	214	243
CAPEX	-703	-715	-717	-717	-717	-717	-717	-717	-717	-717	-717
Kapitał obrotowy	-768	319	-118	-2	28	21	43	10	5	2	2
FCF	296	1 374	997	1 081	1 099	1 092	1 113	1 078	1 072	1 065	1 037
PV FCF	280	1 202	810	815	767	706	665	597	550	505	
WACC	7,7%	8,1%	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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	13 910
Dług netto	3 034
Petrobaltic	1 861
Wycena DCF na akcję (PLN)	68,89

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	55,17
DCF	50%	68,89
Cena wynikowa		62,03
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		**65,95**

MOL

trzymaj (podtrzymana)

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

MOL, podobnie jak polscy konkurenci odrobił już większość strat związanych z wstrzymaniem dostaw rurociągiem Przyjaźń, niemniej jednak za wcześnie naszym zdaniem na formułowanie optymistycznych tez o braku negatywnego wpływu tego zdarzenia na wyniki 2Q. Niskie ceny gazu póki co nie wpływają 1:1 na segment wytwarzania z uwagi na duży udział regulowanej sprzedaży, ale w drugim półroczu może pojawić się z tego tytułu presja na przychodach. W kontekście zakładanego przez nas scenariusza systematycznego pogarszania się marż w obszarze downstream, MOL pozostaje w naszej opinii ciekawszym wyborem od Lotosu czy Orlenu z uwagi na swój profil biznesowy, poza tym nadal jest wyceniany ze znacznym dyskontem do polskich rafinerii. 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 ciekawe akwizycje. 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. Rekomendacja trzymaj pozostaje bez zmian, ale aktualizujemy prognozy z uwagi na aplikację efektu MSSF16 (wzrost EBITDA, amortyzacji i długu netto) i niższe ceny gazu 2019. Wycena mimo aktualizacji prognoz i wskaźników w metodzie porównawczej pozostaje niezmieniona na 3 223 HUF.

Cena bieżąca	3 276 HUF	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	3 223 HUF	-1,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**trzymaj**	**3 223 HUF**	**2019-06-03**
poprzednia	trzymaj	3 223 HUF	2019-04-02

Podstawowe dane			**MOL HB**	**vs. WIG**
Ticker	MOL HB	Zmiana 1M	-0,6%	+2,5%
ISIN	HU0000153937	Zmiana YTD	+6,4%	+6,1%
Skor. l. akcji (mln)	738,1	Średni obrót 1M	2 720,6 mln HUF	
MC (mln HUF)	2 418 108,8	Średni obrót 6M	2 030,3 mln HUF	
EV (mln HUF)	3 197 874,3	EV/EBITDA 12M fwd	4,4	+2,3%
Free float	53,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,3	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mld HUF)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	4 130,3	5 168,7	4 828,4	5 173,0	5 163,1
EBITDA	672,7	764,4	613,6	727,8	757,7
marża EBITDA	16,3%	14,8%	12,7%	14,1%	14,7%
EBIT	354,4	352,9	208,8	308,2	339,4
Zysk netto	307,0	301,2	148,6	229,5	254,9
P/E	7,9	8,0	16,3	10,5	9,5
P/BV	1,4	1,2	1,2	1,1	1,1
EV/EBITDA	4,7	4,0	5,2	4,4	4,0
DPS	78,13	127,50	142,50	152,64	160,27
DYield	2,4%	3,9%	4,3%	4,7%	4,9%

Zmiana prognoz	**2019P**	**2020P**	**2021P**
CCS EBITDA	+0,0%	+2,0%	+1,9%
Zysk netto	-8,6%	-1,1%	-0,4%
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**	**609**	**728**	**758**
upstream	235	344	298	360	357
rafineria	198	183	135	158	176
detal	97	115	120	127	133
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**	**4,0**
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	3,6	4,3	4,7
upstream $ EBITDA/boe	23,7	34,8	30,0	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**

Bilans i CF

(md HUF)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	**560**	**596**	**590**	**648**	**690**
CFO/EBITDA LIFO skor.	83%	82%	97%	89%	91%
Capex	**286**	**380**	**528**	**490**	**402**
Kapitał obrotowy	248	300	281	301	300
Kapitał własny	1 741	1 994	2 021	2 123	2 244
Dług netto	**435**	**314**	**457**	**438**	**293**
Dług netto/EBITDA (x)	0,6	0,4	0,7	0,6	0,4

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	3,0	2,9	2,4	2,0	1,8	1,7
Maksimum	22,2	15,9	15,2	11,1	10,5	10,0
Mediana	9,3	8,1	7,8	5,0	4,3	4,2
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

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	316	368	400	439	443	443	443	442	442	444	444
marża EBITDA	7,0%	7,6%	8,3%	9,1%	9,2%	9,2%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%
EBIT	108	147	172	201	208	207	203	199	193	189	224
Podatek	29	38	44	52	54	54	53	52	50	49	43
CAPEX	-404	-367	-280	-241	-220	-220	-220	-220	-220	-220	-220
Kapitał obrotowy	20	-20	1	0	1	2	1	1	1	0	0
FCF	-98	-58	77	146	170	171	171	172	173	175	181
PV FCF	-92	-50	62	108	116	107	99	92	85	79	
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%

Podsumowanie DCF

(mld HUF)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 703
Dług netto i korekty	181
Segment wydobywczy	640
Wycena DCF na akcję (HUF)	3 097

Wycena

(HUF)	waga	cena
Porównawcza	50%	2 946
DCF	50%	3 097
Cena wynikowa		3 022
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		**3 223**

PGNiG

kupuj (bez zmian)

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

W kwietniu podnieśliśmy naszą rekomendację dla PGNiG, licząc na odbicie cen gazu w kolejnych miesiącach. Jednak póki co kontrakty spotowe testują nowe minima, a kurs Spółki spadł o kolejne 10%, co plasuje PGNiG wśród najgorszych inwestycji w europejskim sektorze gazowym w ujęciu YTD. Koncernowi nie pomagał również rosnący spread ropa-gaz (ryzyko dla obrotu w średnim terminie), opóźniający się finalny wyrok arbitrażu, obniżka taryf w dystrybucji czy agresywne prognozy Zarządu w zakresie Capex (przypominamy że realizacja prognoz w poprzednich latach sięgała na tym poziomie 60%). Uwzględniając gorsze otoczenie dla segmentów wydobycia i obrotu w tym roku, obniżamy nasze prognozy EBITDA o około 8%, utrzymując jednocześnie pozytywny scenariusz na lata kolejne. W średnim terminie fundamenty są w naszej opinii wciąż relatywnie mocne, co też zdaje się być odzwierciedlone w krzywej terminowej (1Y FWD ~20 EUR/MWh). Sezon wiosenno-letni nie jest oczywiście dobrym otoczeniem dla odbicia na rynku gazu, ale w naszej opinii kolejne miesiące będą coraz lepsze z uwagi na: i) powrót wyższego popytu w Chinach, ii) aktywny arbitraż LNG, iii) parytet kosztów w produkcji energii elektrycznej iiii) powrót do parytetu ropa-gaz. Przy takich założeniach wskaźnik EV/EBITDA wraca w latach 2019-20 w okolice 4,0x, a wciąż mocny bilans (gotówka netto mimo wdrożenia MSSF16) daje szanse na wzrost dywidend (rosnące potrzeby budżetowe) lub akwizycje konwertujące nadpłynność na strumień EBITDA. Nie można też mimo dotychczasowych opóźnień zapominać o zbliżającym się rozstrzygnięciu arbitrażu. W tym kontekście utrzymujemy nasze pozytywne podejście do akcji PGNiG bez zmian.

Cena bieżąca	5,60 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	6,47 PLN	+15,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**kupuj**	**6,47 PLN**	**2019-05-28**

Podstawowe dane			**PGN PW**	**vs. WIG**
Ticker	PGN PW	Zmiana 1M	-3,1%	-0,0%
ISIN	PLPGNIG00014	Zmiana YTD	-19,0%	-19,3%
Liczba akcji (mln)	5 778,3	Średni obrót 1M	25,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	32 358,6	Średni obrót 6M	33,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	32 667,1	EV/EBITDA 12M fwd	4,7	-6,2%
Free float	28,1%	EV/EBITDA 5Y avg	5,1	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**
Przychody	35 857,0	41 234,0	35 386,4	38 679,7	42 921,9
EBITDA	6 579,0	7 115,0	6 834,8	8 253,0	8 792,9
marża EBITDA	18,3%	17,3%	19,3%	21,3%	20,5%
EBIT	3 910,0	4 395,0	3 996,0	5 160,7	5 610,9
Zysk netto	2 923,0	3 212,0	2 894,2	3 734,2	4 063,6
P/E	11,1	10,1	11,2	8,7	8,0
P/BV	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	5,0	4,5	4,8	3,9	3,6
DPS	0,20	0,07	0,11	0,20	0,26
DYield	3,6%	1,2%	2,0%	3,6%	4,6%

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.	**7 261**	**7 511**	**6 964**	**8 158**	**8 718**
EBITDA	6 579	7 115	6 835	8 253	8 793
wydobycie	3 865	5 019	3 797	4 535	4 916
obrót	-435	-848	173	616	621
dystrybucja	2 493	2 385	2 185	2 238	2 251
energetyka	843	788	894	1 084	1 231
pozostałe	-187	-229	-214	-220	-225
Saldo finansowe	**12**	**107**	**-27**	**-22**	**-24**
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	**-2,2**	**-6,6**	**-1,0**	**1,7**	**1,7**

Bilans i CF

(mln PLN)	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**
CF operacyjny	**4 816**	**5 814**	**6 200**	**5 996**	**6 281**
CFO/EBITDA	73%	82%	91%	73%	71%
Capex	**3 162**	**4 534**	**4 924**	**4 461**	**4 014**
Kapitał obrotowy	5 280	5 358	4 754	5 197	5 767
Kapitał własny	33 626	36 634	38 842	41 369	43 889
Dług netto	**428**	**-223**	**311**	**41**	**-635**
Dług netto/EBITDA (x)	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1

Analiza porównawcza

	P/E			**EV/EBITDA**		
	19P	**20P**	**21P**	**19P**	**20P**	**21P**
Minimum	2,9	2,7	2,2	2,8	2,5	2,3
Maksimum	22,0	17,4	16,7	16,2	13,1	12,6
Mediana	12,2	10,8	10,2	6,1	5,7	5,4
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

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)	16,8	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	35 386	38 680	42 922	43 001	40 369	40 325	38 959	38 079	38 617	38 897	38 897
EBITDA	6 561	7 807	8 351	8 236	7 986	8 588	8 669	8 784	9 042	8 814	8 814
marża EBITDA	18,5%	20,2%	19,5%	19,2%	19,8%	21,3%	22,3%	23,1%	23,4%	22,7%	22,7%
EBIT	3 996	5 161	5 611	5 422	5 109	5 188	5 213	5 229	5 324	4 969	4 362
Podatek	1 074	1 405	1 524	1 440	1 342	1 315	1 371	1 411	1 509	1 378	1 378
CAPEX	-4 924	-4 461	-4 014	-4 681	-4 779	-4 334	-4 348	-4 381	-4 457	-4 452	-4 452
Kapitał obrotowy	604	-442	-570	-11	354	6	183	118	-72	-38	-38
FCF	1 166	1 499	2 243	2 104	2 218	2 944	3 133	3 110	3 003	2 947	2 947
PV FCF	1 109	1 309	1 798	1 548	1 499	1 826	1 784	1 626	1 441	1 298	
WACC	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	35 344
Dług netto	857
Inne korekty	833
Wycena DCF na akcję (PLN)	6,11

Wycena

(PLN)	**waga**	**cena**
Porównawcza	33%	7,33
DYield-porównawcza	17%	3,42
DCF	50%	6,11
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		**6,47**

PKN Orlen

sprzedaj (podtrzymana)

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

Wyniki wyborów do europarlamentu wskazują, że mandat dla lokalnej fuzji zostanie utrzymany, co znów winduje ceny Lotosu, a trudno uznać to za korzystny scenariusz dla Orlenu (zakup aktywów rafineryjnych na szczycie cyklu i wyceny). Przypominamy, że bilans Orlenu może dość szybko spuchnąć, szczególnie że Spółka wkracza w okres bardzo wysokich inwestycji organicznych, a dodatkowo w wyniku wdrożenia MSSF16 zwiększyła raportowane zadłużenie o 3,6 mld PLN (nie można tego nie uwzględniać w kalkulacji wskaźników, szczególnie że Orlen raportuje EBITDA bez korygowania o efekt tych księgowych rewolucji, mimo że w skali roku sztucznie poprawią one zyski na tym poziomie o około 0,5-0,6 mld PLN). Przypominamy, że po sprowadzeniu do pełnej porównywalności EBITDA LIFO byłaby w 1Q'19 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. Nie można też wykluczyć, że wstrzymanie dostaw rurociągiem będzie miało jakieś negatywne implikacje na rentowność w 2Q. Rekomendacja sprzedaj pozostaje bez zmian, ale aktualizujemy prognozy i wycenę (do 80,01 PLN vs 79,39 PLN) z uwagi na aplikację efektu MSSF16 (wzrost EBITDA, amortyzacji i długu netto), niższe ceny gazu 2019 oraz księgowy efekt NRV z 1Q'19.

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	96,78 PLN	
Cena docelowa	80,01 PLN	-17,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**sprzedaj**	**80,01 PLN**	**2019-06-03**
poprzednia	sprzedaj	79,39 PLN	2019-04-02

Podstawowe dane			**PKN PW**	**vs. WIG**
Ticker	PKN PW	Zmiana 1M	-1,1%	+2,0%
ISIN	PLPKN0000018	Zmiana YTD	-10,5%	-10,9%
Liczba akcji (mln)	427,7	Średni obrót 1M	83,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	41 393,7	Średni obrót 6M	78,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	48 904,4	EV/EBITDA 12M fwd	5,1	-8,6%
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	7 951,8	7 559,3	8 041,7
marża EBITDA	11,6%	8,9%	7,4%	6,9%	7,2%
EBIT	8 657,0	7 103,0	4 512,3	4 052,2	4 502,6
Zysk netto	6 655,0	5 463,0	3 586,0	3 208,9	3 472,9
P/E	6,2	7,6	11,5	12,9	11,9
P/BV	1,3	1,2	1,1	1,0	1,0
EV/EBITDA	4,1	4,8	6,2	6,3	5,6
DPS	3,00	3,00	3,50	3,00	3,00
DYield	3,1%	3,1%	3,6%	3,1%	3,1%

Zmiana prognoz	**2019P**	**2020P**	**2021P**
EBITDA LIFO	+9,8%	+6,6%	+5,9%
Zysk netto	+8,0%	+0,4%	+1,7%
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**	**7 313**	**7 694**	**7 974**
rafineria	4 689	3 751	2 455	2 890	3 315
petchem	3 034	2 069	2 315	2 439	2 350
detal	2 049	2 781	2 428	2 384	2 374
upstream	293	302	337	352	360
energetyka	129	190	505	367	325
koszty ogólne	-613	-749	-728	-739	-750
EV/EBITDA LIFO skor.	**4,7**	**5,6**	**6,6**	**6,1**	**5,6**
Efekt LIFO	788	860	399	-135	68
Inne zd. jednorazowe	709	572	240	0	0
Saldo finansowe	**60**	**-104**	**-84**	**-90**	**-214**
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	5,1	4,3	2,9	3,5	4,0
detal EBITDA/tonę	232	294	252	245	241
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**

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	**8 050**	**4 979**	**7 587**	**6 650**	**6 952**
CFO/EBITDA LIFO skor.	84%	60%	104%	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	37 724	39 651	41 842
Dług netto	**761**	**5 599**	**7 499**	**5 871**	**3 866**
Dług netto/EBITDA (x)	0,1	0,6	0,9	0,8	0,5

Analiza porównawcza

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

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	7 952	7 559	8 042	7 838	7 758	7 762	7 769	7 780	7 803	7 817	7 817
marża EBITDA	7,4%	6,9%	7,2%	7,0%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,8%	6,8%
EBIT	4 512	4 052	4 503	4 195	4 316	4 327	4 308	4 267	4 225	4 165	4 366
Podatek	857	770	855	797	820	822	818	811	803	791	830
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	3 321	2 983	3 461	3 545	3 437	3 430	3 440	3 458	3 488	3 512	3 189
PV FCF	3 139	2 611	2 799	2 645	2 361	2 181	2 025	1 885	1 760	1 641	
WACC	7,8%	8,0%	8,2%	8,4%	8,6%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	44 281
Dług netto	9 255
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	81,89

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	68,62
DCF	50%	81,89
Cena wynikowa		75,26
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		**80,01**

Energetyka

CEZ

trzymaj (bez zmian)

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

Ogłoszona aktualizacja polityki dywidendowej, choć na pierwszy rzut oka niewiele zmienia (zmiana przedziału wypłaty z 60-100% do 80-100% zysk netto) to w ostatnich dniach miała pozytywny wpływ na notowania Spółki. Wydaje się, że rynek skupił się na przedstawionym przez Zarząd zarysie nowej strategii Grupy, która zakłada ograniczenie capex (brak zagranicznych projektów OZE), dezinwestycje (sprzedaż aktywów w Turcji, Rumunii, Bułgarii i Polsce) oraz koncentrację nad rozwojem dystrybucji i odnawialnych źródeł w Czechach (oczekiwany nowy system wsparcia). Dodatkowo budująca była deklaracja dotycząca projektu atomowego, zgodnie z którą nawet jeśli umowa inwestycyjna z rządem będzie podpisana w tym roku to wydatki przygotowawcze w perspektywie najbliższych 5 lat nie przekroczą 100-150 mln EUR. Wszystko to razem uspokoiło inwestorów jeśli chodzi o perspektywę przepływów pieniężnych w średnim terminie. Nie zmienia to jednak faktu, że wycena CEZ jest już wymagająca i dlatego utrzymujemy neutralną rekomendację. Tegoroczny wskaźnik EV/EBITDA sięga około 7,5x, podczas gdy średnia za ostatnie 5 lat dla EV/EBITDA 12M FWD to 7,1x, a wskaźnik dla Stoxx Utilities wynosi obecnie 7,4x. Powodów do kupowania akcji nie daje też perspektywa relatywnie niższych dywidend w latach 2019-20 (Dyield średnio 4,9% i powrót do w okolice 6% dopiero w 2021 roku).

Cena bieżąca	538,50 CZK	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	565,50 CZK	+5,0%

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

Podstawowe dane			**CEZ CP**	**vs. WIG**
Ticker	CEZ CP	Zmiana 1M	+0,1%	+3,2%
ISIN	CZ0005112300	Zmiana YTD	+0,7%	+0,3%
Liczba akcji (mln)	538,0	Średni obrót 1M	159,6	mln CZK
MC (mld CZK)	289,7	Średni obrót 6M	133,9	mln CZK
EV (mld CZK)	440,1	EV/EBITDA 12M fwd	6,8	-5,1%
Free float	30,2%	EV/EBITDA 5Y avg	7,2	dyskonto

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	15,4	28,1	16,3	15,6	15,0
P/BV	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
EV/EBITDA	7,9	9,0	7,6	7,3	7,0
DPS	33,00	32,71	21,91	29,72	31,05
DYield	6,1%	6,1%	4,1%	5,5%	5,8%

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
dystrybucja	19 067	19 771	19 899	20 390	20 886
obrót	4 613	4 317	4 665	4 989	5 013
pozostałe	3 369	1 916	1 983	2 466	2 584
Saldo finansowe	**-2 867**	**-6 242**	**-7 096**	**-7 258**	**-8 390**
Produkcja energii TWh	**62,9**	**62,9**	**64,2**	**64,3**	**64,3**
w tym OZE	4,7	4,3	4,5	4,6	4,6
Wolumen obrotu TWh	**37,0**	**37,6**	**37,9**	**38,2**	**38,5**
dynamika r/r	-1,2%	1,6%	0,8%	0,8%	0,8%
marża obrotu CZK/MWh	124,6	114,7	123,0	130,5	130,2
WRA w mld CZK	**114,0**	**117,8**	**121,1**	**127,6**	**134,0**
zwrot na WRA (EBIT)	10,4%	11,0%	10,8%	10,5%	10,2%

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%

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%

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Enea

kupuj (bez zmian)

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

Enea w maju zachowywała się najlepiej w sektorze, ale nie było to trudne przy spadku indeksu WIG-Energia o 9%, szczególnie że Spółka najbardziej zaskoczyła wynikami za 1Q. Raport za ten okres stanowi wsparcie dla naszej tezy iż ubiegłoroczne rozczarowanie w obszarze wytwarzania i wydobycia wynikało z szeregu niekorzystnych zdarzeń o charakterze jednorazowym (problemy z dyspozycyjnością bloków, 250 mln PLN straty na tradingu/optymalizacji portfela, problem z bilansowaniem pozycji w obrocie, rekordowo niskie uzyski w Bogdance). W pierwszych miesiącach roku Spółka znacząco poprawiła rentowność na wytwarzaniu energii, a kolejne kwartały powinny być tylko lepsze biorąc pod uwagę powrót bloku 500 MW po remoncie kapitalnym. Zarząd Bogdanki zadeklarował, że utrzymanie wysokiej efektywności w kolejnych okresach jest realne, co również uwiarygadnia nasze całoroczne szacunki w tym segmencie. Zwracamy uwagę, że EBITDA w 1Q mogłaby być nawet wyższa gdyby nie konsolidacyjne wyłączenie 58 mln PLN zysku naliczonego na węglu z Bogdanki, który nie został jeszcze przerobiony w elektrowniach Grupy (będzie to odwrócone po wykorzystaniu tych zapasów). Jeśli chodzi o kwestię długu i przepływów pieniężnych, to podobnie jak u najbliższych konkurentów 1Q był zniekształcony przez zjawiska sezonowe (kapitał obrotowy), a capex nie może być ekstrapolowany 1:1 na kolejne okresy z uwagi na fakt zaksięgowania 0,18 mld PLN kontrybucji do projektu Ostrołęka C. Podsumowując, Enea to obecnie naszym zdaniem najciekawszy wybór w ramach sektora. Rekomendacja kupuj i wycena pozostają bez zmian.

Cena bieżąca	8,41 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	12,51 PLN	+48,8%

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

Podstawowe dane			**ENA PW**	**vs. WIG**
Ticker	ENA PW	Zmiana 1M	+11,3%	+14,4%
ISIN	PLENEA000013	Zmiana YTD	-15,1%	-15,4%
Liczba akcji (mln)	441,4	Średni obrót 1M	5,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 712,5	Średni obrót 6M	7,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	10 309,7	EV/EBITDA 12M fwd	3,3	-31,8%
Free float	48,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,8	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	3,5	5,4	3,1	2,8	2,3
P/BV	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	3,8	4,4	3,2	2,9	2,7
DPS	0,28	0,00	0,00	0,00	0,60
DYield	3,3%	0,0%	0,0%	0,0%	7,1%

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.	**2 649**	**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
dystrybucja	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%

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	**2 580**	**2 435**	**2 684**	**3 515**	**3 396**
CFO/EBITDA	96%	104%	82%	103%	90%
Capex	**2 058**	**1 979**	**2 505**	**2 873**	**3 046**
Kapitał obrotowy	698	605	874	432	411
Kapitał własny	13 078	14 097	15 258	16 518	17 808
Dług netto	**5 523**	**5 566**	**5 546**	**5 090**	**5 183**
Dług netto/EBITDA (x)	2,1	2,4	1,7	1,5	1,4

Analiza porównawcza

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

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%

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 jest wyceniana najwyżej w ramach polskiej grupy porównawczej (4,1x EV/EBITDA'19-21 vs średnia 3,3x), co ma oczywiście uzasadnienie w kontekście profilu biznesowego (dystrybucja i OZE), ale przy aktualnie fatalnym sentymencie do sektora nie przemawia na korzyść Spółki. W tym kontekście trudno oczekiwać, aby koncern był liderem ewentualnego odbicia WIG-Energia. Niemniej jednak dostrzegamy szereg argumentów, które powinny wspierać naszą rekomendację kupuj w najbliższych miesiącach. Wiele wskazuje na to, że rząd w końcu osiągnie kompromis z KE ws rekompensat za zamrożenie cen energii, co pozwoli odwrócić rezerwy i straty poniesione przez Energę w 1Q, bez których EBITDA obrotu sięgnęłaby 77 mln PLN vs zakładane 53 mln PLN, co wskazuje że wówczas nasza całoroczna prognoza na poziomie 100 mln PLN byłaby mocno zrewidowana w górę. Rezultat wypracowany przez segment dystrybucji również wskazuje, iż nasze szacunki są dość konserwatywne, a segment wytwarzania powinien korzystać na większej dostępności bloków i wyższej produkcji z elektrowni wodnych (warunki hydrologiczne). Zwracamy również uwagę, że w kontekście obaw o zaostrzenie polityki klimatycznej w nowej kadencji europarlamentu, Spółka ma relatywnie niewielką ekspozycję na wytwarzania węglowe, a segment OZE będzie beneficjentem ewentualnych wzrostów cen uprawnień do emisji. Nie jest też wykluczone, że nasze założenia dla zielonych certyfikatów będą musiały być podwyższone przy wycofaniu się rządu z nowego mechanizmu kalkulacji opłaty zastępczej.

Cena bieżąca	7,74 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	12,21 PLN	+57,8%

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

Podstawowe dane			**ENG PW**	**vs. WIG**
Ticker	ENG PW	Zmiana 1M	+4,5%	+7,5%
ISIN	PLENERG00022	Zmiana YTD	-13,1%	-13,5%
Liczba akcji (mln)	414,1	Średni obrót 1M	3,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 204,9	Średni obrót 6M	5,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	8 308,2	EV/EBITDA 12M fwd	3,9	-17,8%
Free float	48,5%	EV/EBITDA 5Y avg	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	4,1	4,3	4,4	4,8	4,7
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	3,4	4,1	3,9	4,1	4,3
DPS	0,19	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	2,5%	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
obrót	85	-85	100	124	147
pozostałe	-46	-70	-71	-73	-74
Saldo finansowe	**-208**	**-223**	**-221**	**-285**	**-323**
Produkcja energii TWh	**4,3**	**3,9**	**3,8**	**3,8**	**3,8**
w tym OZE	0,7	0,5	0,6	0,6	0,6
Wolumen obrotu TWh	**20,6**	**19,8**	**20,1**	**20,4**	**20,7**
dynamika r/r	5,0%	-4,1%	1,5%	1,5%	1,5%
marża obrotu PLN/MWh	3,1	3,9	5,0	6,1	7,1
WRA w mld PLN	**11,7**	**12,2**	**12,7**	**13,1**	**13,5**
zwrot na WRA (EBIT)	8,2%	7,7%	6,9%	6,9%	6,8%

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%

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%

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 w maju przetestował swoje minima z września ubiegłego roku, a głównymi katalizatorami były rozczarowujące wyniki za 1Q oraz doniesienia o możliwych kolejnych akwizycjach w kontekście pojawiających się na rynku okazji. Trudno doszukiwać się w raporcie za 1Q pozytywów, szczególnie w kontekście rezultatów wypracowanych przez najbliższą konkurencję. PGE zawiodła, gdyż: 1) operator redukował elektrownie na węgiel brunatny, 2) wzrosty cen węgla przekroczyły +20% r/r, 3) spółka źle zabezpieczyła portfel sprzedażowy w detalu, 4) energia na koszty strat sieciowych w dystrybucji została kupiona w 2H'18 po wysokich cenach. Tegoroczne wyniki, nawet mimo oczekiwanych dodatnich dynamik w wytwarzaniu (efekt bazy i zmian w sposobie księgowania CO_2) trudno będzie już „uratować" (obniżamy nasze prognozy dla segmentu obrotu), ale w naszej opinii te „wpadki" są jednorazowe i nie rzutują na prognozy na kolejne lata. Dodatkowo zgodnie z deklaracją CFO, Spółka w tym roku rozliczy darmowe 10.9 mln ton uprawnień otrzymanych na poczet aktywów EDF. W tym kontekście korygujemy nasze prognozy na lata 2019-20 (zamiast w 2020 ten pozytywny efekt pojawia się już teraz). Zmiana na wycenie jest tylko kosmetyczna (cena docelowa 13,39 PLN vs 13,38 PLN poprzednio) i utrzymujemy rekomendację kupuj. Widoczny w 1Q wzrost długu netto w dużej mierze wynika z czynników sezonowych (kapitał obrotowy) i księgowych (efekt MSSF16), a w kolejnych okresach ulegnie normalizacji. Symptomatyczna jest też deklaracja Zarządu o powrocie do wypłaty dywidend w przyszłym roku.

Cena bieżąca	9,23 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	13,39 PLN	+45,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**13,39 PLN**	**2019-06-03**
poprzednia	kupuj	13,38 PLN	2019-05-09

Podstawowe dane			**PGE PW**	**vs. WIG**
Ticker	PGE PW	Zmiana 1M	-0,9%	+2,2%
ISIN	PLPGER000010	Zmiana YTD	-7,7%	-8,1%
Liczba akcji (mln)	1 869,8	Średni obrót 1M	19,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	17 258,1	Średni obrót 6M	24,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	27 998,5	EV/EBITDA 12M fwd	3,8	-19,8%
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	38 896,3	42 882,2	41 715,9
EBITDA	7 650,0	6 364,0	8 211,1	8 091,0	9 624,1
marża EBITDA	33,1%	24,5%	21,1%	18,9%	23,1%
EBIT	3 552,0	2 471,0	4 129,0	3 870,6	5 330,1
Zysk netto	2 600,0	1 498,0	3 088,7	2 861,2	4 062,0
P/E	6,6	11,5	5,6	6,0	4,2
P/BV	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	3,4	4,4	3,4	3,5	2,6
DPS	0,00	0,00	0,00	0,41	0,38
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	4,5%	4,1%

Zmiana prognoz	**2019P**	**2020P**	**2020P**
EBITDA	+12,3%	-10,4%	0,0%
Zysk netto	+31,5%	-20,8%	-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**	**7 042**	**8 091**	**9 624**
EBITDA	7 650	6 364	8 211	8 091	9 624
wytwarzanie	4 099	2 938	4 977	4 465	5 890
OZE	364	463	492	510	538
dystrybucja	2 333	2 463	2 443	2 524	2 602
obrót	811	263	305	598	599
pozostałe	43	237	-6	-6	-6
Saldo finansowe	**-330**	**-279**	**-300**	**-322**	**-299**
Produkcja energii TWh	**56,8**	**65,9**	**64,7**	**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	7,4	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%

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	**7 934**	**5 102**	**7 717**	**6 899**	**8 820**
CFO/EBITDA	104%	80%	94%	85%	92%
Capex	**6 071**	**6 393**	**6 704**	**5 679**	**4 551**
Kapitał obrotowy	3 762	5 290	5 057	5 575	5 423
Kapitał własny	45 128	46 727	49 745	51 763	55 038
Dług netto	**7 487**	**9 421**	**9 653**	**9 600**	**6 416**
Dług netto/EBITDA (x)	1,0	1,5	1,2	1,2	0,7

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	2,5	2,1	1,9	3,1	2,9	2,7
Maksimum	26,4	24,0	20,8	15,2	10,4	9,9
Mediana	14,6	13,1	11,8	7,5	7,2	6,5
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

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	38 896	42 882	41 716	41 942	40 219	40 406	40 609	40 811	41 026	41 440	41 440
EBITDA	8 211	8 091	9 624	9 276	7 952	7 792	7 775	7 721	7 842	7 973	7 973
marża EBITDA	21,1%	18,9%	23,1%	22,1%	19,8%	19,3%	19,1%	18,9%	19,1%	19,2%	19,2%
EBIT	4 129	3 871	5 330	4 789	3 457	3 104	2 880	2 603	2 487	2 368	3 132
Podatek	785	735	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	233	-518	152	-29	224	-24	-26	-26	-28	-54	-54
FCF	956	1 158	4 212	3 831	3 077	2 643	2 568	2 465	2 500	2 519	2 483
PV FCF	908	1 017	3 412	2 861	2 119	1 677	1 503	1 330	1 243	1 155	
WACC	8,1%	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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	34 841
Dług netto	10 296
Inne korekty	-1 074
Wycena DCF na akcję (PLN)	12,55

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	25,57
DYield-porównawcza	0%	6,39
DCF	100%	12,55
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		**13,39**

Tauron

kupuj (bez zmian)

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

Akcje Tauronu od początku roku straciły już prawie 30%, a sentymentu nie były w stanie odwrócić nawet zaskakująco mocne wyniki za 1Q. Oczywiście ten rezultat z początku roku należy oczyścić o kilka zdarzeń jednorazowych i uwzględnić odwrócenie efektu bilansowania w dystrybucji, niemniej jednak ten raport uwiarygadnia nasze roczne prognozy na poziomie skorygowanego strumienia EBITDA (wykonanie 34%). Naturalnie obawy rynku skoncentorwane są obecnie na bilansie Spółki, który akurat w 1Q nie zachwycił, gdyż z jednej strony dług został księgowo powiększony o 0,63 mld PLN z uwagi na wdrożenie MSSF16, a z drugiej przepływy z operacji zaskoczyły in minus z uwagi na odpływ gotówki w kapitale obrotowym na ponad 1,1 mld PLN. W efekcie wskaźnik DN/EBITDA wzrósł do 2,74x (kalkulacja na metodologii do kowenantów kredytowych). Uważamy jednak, że sytuacja w kolejnych kwartałach będzie się pod tym względem poprawiać. Nie można tez przejść obojętnie obok aktualizacji kierunków strategicznych (harmonogram zamykania starych bloków węglowych, dezinwestycje w cieple, ECSW, atomie i wydobyciu na rzecz rozwoju OZE). To pierwsza w sektorze tak mocna deklaracja zmiany profilu i wygaszenia lokalizacji z wysoko emisyjnymi źródłami wytwórczymi. O ile inwestycje w nowe źródła odnawialne będą zależały od powodzenia w zakresie dezinwestycji to jasny sygnał o ograniczeniu ekspozycji na węgiel powinien być odbierany przez rynek pozytywnie, szczególnie że pojawiające się spekulacje o powołaniu rządowej spółki restrukturyzacji elektrowni uwiarygadniają ten scenariusz. Rekomendacja kupuj pozostaje bez zmian.

Cena bieżąca	1,59 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	2,89 PLN	+82,1%

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

Podstawowe dane			**TPE PW**	**vs. WIG**
Ticker	TPE PW	Zmiana 1M	-9,0%	-5,9%
ISIN	PLTAURN00011	Zmiana YTD	-27,5%	-27,9%
Liczba akcji (mln)	1 752,5	Średni obrót 1M	9,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 781,3	Średni obrót 6M	10,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	13 552,6	EV/EBITDA 12M fwd	4,0	-15,0%
Free float	59,6%	EV/EBITDA 5Y avg	4,7	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	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	1 753,3	2 040,9	2 272,0
Zysk netto	1 380,7	194,0	1 128,3	1 330,4	1 508,0
P/E	2,0	14,3	2,5	2,1	1,8
P/BV	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
EV/EBITDA	3,3	3,9	3,8	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
obrót	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%

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%

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%

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 Szpigiel +48 22 438 24 06 pawel.szpigiel@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	4,92 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	4,70 PLN	-4,5%

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

Podstawowe dane			**NET PW**	**vs. WIG**
Ticker	NET PW	Zmiana 1M	+0,6%	+3,7%
ISIN	PLNETIA00014	Zmiana YTD	-1,6%	-2,0%
Liczba akcji (mln)	337,0	Średni obrót 1M	0,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 658,3	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 935,8	EV/EBITDA 12M fwd	5,4	+9,6%
Free float	33,0%	EV/EBITDA 5Y avg	5,0	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	46,7	25,6	33,0	27,4	23,3
P/BV	0,9	0,9	0,9	0,8	0,9
EV/EBITDA	5,1	5,2	5,6	5,6	5,5
DPS	0,20	0,00	0,00	0,00	0,40
DYield	4,1%	0,0%	0,0%	0,0%	8,1%
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
rozl. międzyop. i hurt.	234	237	244	249	253
inne	188	205	213	217	222
Koszty sprzedaży	275	268	270	274	278
Koszty ogól. 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**

Bilans i CF

(mln PLN)	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**
CF operacyjny	**346**	**366**	**342**	**341**	**354**
CFO/EBITDA	90%	100%	99%	96%	95%
Capex	**-268**	**-278**	**-390**	**-390**	**-221**
Aktywa ogółem	2 401	2 468	2 517	2 657	2 591
Kapitał własny	1 778	1 869	1 919	1 980	1 911
Dług netto	**285**	**217**	**278**	**342**	**366**
Dług netto/EBITDA (x)	0,7	0,6	0,8	1,0	1,0

Analiza porównawcza

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

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%

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Orange Polska

kupuj (bez zmian)

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

Orange Polska zaraportowało zestaw dobrych wyników za 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. 4,5x na EV/EBITDA'19 jest naszym zdaniem niski i tworzy okazję inwestycyjną. Nie zmieniamy pozytywnego podejścia.

Cena bieżąca	5,15 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	6,40 PLN	+24,3%

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

Podstawowe dane			**OPL PW**	**vs. WIG**
Ticker	OPL PW	Zmiana 1M	+6,5%	+9,6%
ISIN	PLTLKPL00017	Zmiana YTD	+7,5%	+7,1%
Liczba akcji (mln)	1 312,0	Średni obrót 1M	9,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	6 756,8	Średni obrót 6M	9,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	13 030,0	EV/EBITDA 12M fwd	4,5	-1,9%
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	-	675,7	64,6	23,7	17,6
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	4,7	4,7	4,5	4,1	3,9
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,9%
Zmiana prognoz			**2019P**	**2020P**	**2021P**
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

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 usł. głosowe (tys.)	3 684	3 407	3 014	2 602	2 396
Przychody	**11 381**	**11 101**	**11 096**	**11 214**	**11 308**
telefonia komórkowa	6 141	2 461	2 302	2 175	2 096
telefonia 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 nal.	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**

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%

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Play

kupuj (bez zmian)

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

Notowania Play od wydania naszego raportu analitycznego z paź'18 wzrosły o >60%, wyprzedzając konkurencyjny Cyfrowy Polsat o >45%. Pomimo tego sądzimy, że spółka ma dalszy potencjał do wzrostów. Wyniki za 1Q'19 potwierdzają naszą tezę o przełamaniu spadkowego trendu na wynikach z 2018 r. Play zaraportował wzrost skorygowanej EBITDA o >11%, w całym 2019 r. spodziewamy się lepszego wyniku o >7%. Spółka generuje wciąż najwyższy FCFE Yield w sektorze (11,1-11,7% w 2019-20) i deklaruje jego wypłatę na poziomie 40-50% w kolejnych latach, co z kolei implikuje (3) najwyższy w sektorze poziom dywidendy DYield'19/20 5,5%/5,0% vs. CPS = 3,6%/3,6% i OPL = 0,0%/0,0%. Pozwala na to pozycja bilansowa grupy. Dług netto/ EBITDA wynosi 2,7x, spółka ma duże możliwości do dalszego zadłużenia się, stąd aukcja częstotliwości 5G w przyszłym roku nie powinna złamać polityki dywidendowej, co jest obecnie kluczową obawą inwestorów. Poziom ceny docelowej, tj. 29,00 PLN implikuje >10% wzrostu. Stąd, nie zmieniamy pozytywnego podejścia.

Cena bieżąca	26,22 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	29,00 PLN	+10,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**kupuj**	**29,00 PLN**	**2019-05-31**

Podstawowe dane			**PLY PW**	**vs. WIG**
Ticker	PLY PW	Zmiana 1M	+8,3%	+11,4%
ISIN	LU1642887738	Zmiana YTD	+35,5%	+35,1%
Liczba akcji (mln)	253,7	Średni obrót 1M	16,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	6 652,0	Średni obrót 6M	13,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	12 878,8	EV/EBITDA 12M fwd	5,6	-2,7%
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	6 964	7 062	7 184
EBITDA	1 904	2 160	2 282	2 346	2 397
marża EBITDA	28,5%	31,6%	32,8%	33,2%	33,4%
EBIT	1 107	1 371	1 472	1 517	1 479
Zysk netto	387	744	839	889	865
P/E	17,2	8,9	7,9	7,5	7,7
P/BV	-	-	24,5	8,0	4,9
EV/EBITDA	7,0	6,2	5,6	5,8	5,4
DPS	0,00	2,57	1,45	1,31	1,37
DYield	0,0%	9,8%	5,5%	5,0%	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	12 707	12 848	12 989
ARPU (PLN)	32,0	32,3	32,7	32,9	33,1
Przychody	**6 670**	**6 839**	**6 964**	**7 062**	**7 184**
przychody z usług	4 878	5 083	5 157	5 225	5 309
obrót sprzętem	1 792	1 756	1 807	1 836	1 875
Koszty	**4 766**	**4 679**	**4 682**	**4 716**	**4 787**
interkonekt	1 729	1 922	1 781	1 768	1 762
koszty kontraktów	429	421	449	453	457
sprzęt	1 410	1 442	1 464	1 491	1 528
koszty osobowe	526	255	282	291	300
usługi obce	606	515	579	617	653
pozostałe	65	124	128	96	87
EBITDA skoryg.	**2 298**	**2 159**	**2 312**	**2 376**	**2 427**
marża	34,4%	31,6%	33,2%	33,6%	33,8%
Zysk netto	**387**	**744**	**839**	**889**	**865**

Bilans i CF

(mln PLN)	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**
CF operacyjny	**1 389**	**2 037**	**2 025**	**2 071**	**2 126**
CFO/EBITDA skor.	60%	94%	88%	87%	88%
Capex	**-650**	**-781**	**-836**	**-1 821**	**-807**
Aktywa ogółem	8 831	8 521	8 644	9 420	9 562
Kapitał własny	-213	-201	271	828	1 344
Dług netto	**6 710**	**6 653**	**6 227**	**6 840**	**6 404**
Dług netto/EBITDA (x)	2,9	3,1	2,7	2,9	2,6

Analiza porównawcza

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

Model DCF

(mln PLN)	**19P**	**20P**	**21P**	**22P**	**23P**	**24P**	**25P**	**26P**	**27P**	**28P**	**+**
Przychody	6 964	7 062	7 184	7 290	7 368	7 435	7 494	7 557	7 614	7 666	7 666
EBITDA	2 282	2 346	2 397	2 435	2 480	2 485	2 486	2 493	2 499	2 501	2 501
marża EBITDA	33,4%	33,7%	33,9%	33,9%	34,0%	33,7%	33,4%	33,3%	33,1%	32,8%	32,8%
Amortyzacja	810	829	918	940	1 001	1 024	1 032	1 024	1 013	1 001	1 001
EBIT	1 472	1 517	1 479	1 495	1 479	1 462	1 454	1 470	1 486	1 500	1 500
Podatek	280	288	281	284	281	278	276	279	282	285	285
NOPLAT	**1 192**	**1 229**	**1 198**	**1 211**	**1 198**	**1 184**	**1 178**	**1 190**	**1 204**	**1 215**	**1 215**
CAPEX	-836	-1 821	-807	-1 693	-1 166	-999	-712	-718	-723	-1 401	-728
Kapitał obr. + inne	-240	-233	-248	-262	-254	-252	-251	-253	-251	-250	-250
FCF	**926**	**4**	**1 061**	**196**	**779**	**957**	**1 248**	**1 243**	**1 242**	**565**	**1 237**
PV FCF	889	3	886	153	566	649	788	730	678	286	
WACC	7,3%	7,2%	7,3%	7,1%	7,2%	7,2%	7,4%	7,5%	7,7%	7,7%	
Dług netto / EV	49,5%	51,8%	50,2%	52,2%	51,8%	50,6%	48,1%	45,3%	42,0%	42,2%	
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,3
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	13 754
Dług netto	6 034
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	30,43

Wycena

(PLN)	**waga**	**cena**
Porównawcza	50%	23,43
DCF	50%	30,43
Cena wynikowa		26,96
Koszt kapitału 9M		7,6%
Cena docelowa za 9M		**29,00**

Agora

kupuj (bez zmian)

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

Notowania Agory wzrosły w ostatnim miesiącu o 1,2%, były lepsze od szerokiego indeksu o >4 p.p. Agora opublikowała wyniki za 1Q'19 lepsze od naszych oczekiwań. Pozytywne zeskoczenie wygenerował głównie segment Film i Książka, gdzie księgowane są wyniki sieci kin Helios. Segment wygenerował obroty 37% wyższe R/R, dzięki rekordowej sprzedaży biletów w kinach i dodatkowym przychodom z działalności produkcji i dystrybucji filmowej. EBITDA, z pominięciem wpływu wprowadzenia standardu MSSF16, była w segmencie wyższa R/R o >28%. Agora wygenerowała także wysoki CFO, dzięki dobrej gospodarce kapitałem obrotowym (54,3 mln PLN w kwartale). Z drugiej strony, w wynikach widoczne jest spowolnienie na rynku reklamowym. Zarząd jest przekonany, że do końca roku rynek reklamy wróci do średnich jednocyfrowych wzrostów. Nasza prognoza na linię EBITDA w MSR17 (tj. 104 mln PLN) jest naszym zdaniem ambitnym zadaniem i zakłada polepszenie biznesów reklamowych w 2H'19. Niemniej jednak podtrzymujemy do spółki pozytywne podejście z/w na sukcesy w biznesie kinowym.

Cena bieżąca	12,55 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	16,00 PLN	+27,5%

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

Podstawowe dane			**AGO PW**	**vs. WIG**
Ticker	AGO PW	Zmiana 1M	+1,2%	+4,3%
ISIN	PLAGORA00067	Zmiana YTD	+25,5%	+25,1%
Liczba akcji (mln)	46,6	Średni obrót 1M	0,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	584,6	Średni obrót 6M	0,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	592,8	EV/EBITDA 12M fwd	6,0	+11,0%
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	-	114,9	41,7	22,1	13,8
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	20,3	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
wyłączenia	-34	-29	-26	-26	-26
EBITDA	**30**	**89**	**104**	**117**	**135**
marża	2,6%	7,6%	8,9%	9,7%	10,6%
Zysk netto	**-83,5**	**5,1**	**14,0**	**26,4**	**42,5**

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

redukuj (bez zmian)

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

Notowania Cyfrowego Polsatu od 5 miesięcy wzrosły o >15%, wyprzedzając szeroki rynek o blisko 17 p.p. W tym czasie spółka ogłosiła wypłatę dywidendy, co oceniamy pozytywnie (de facto od długiego czasu wskazywaliśmy na możliwość wypłaty zysku dla akcjonariuszy). Z drugiej strony obecny DivYield = 3,6% jest dość niski vs. spółki porównywalne (mediana DivYield'19 dla spółek porównywalnych wynosi obecnie 5,4%) oraz vs. konkurencyjny PLY PW (DivYield'19 = 5,5%). Ponadto oczyszczony o konsolidację Netii i wpływ wprowadzenia standardu MSSF16 wynik EBITDA jest niższy R/R o 6%, co jest rozczarowujące. Pomimo tego spółka jest notowana na EV/EBITDA'19 = 6,8x, z >10% premią do peer grupy, co naszym zdaniem nie jest uzasadnione. Wynik EBITDA w MSR17 szacujemy na 3,75 mld PLN, jest on 2,4% niższy niż wynik proforma w 2018 r. Cyfrowy Polsat pozostaje więc jedyną z trzech dużych spółek w polskim sektorze telekomunikacyjnym notującym spadki wyników (vs. PLY +7,1%, OPL + 2,4%). Za ten spadek nie odpowiada tylko Netia, ale także słabość rynku reklamowego (w 1Q'19 -3,1% wydatki na reklamę TV i sponsoring w Polsce). Podtrzymujemy negatywne podejście do spółki. Naszym zdaniem Play pozostaje ciekawszym wyborem w sektorze.

Cena bieżąca	26,10 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	24,60 PLN	-5,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**redukuj**	**24,60 PLN**	**2019-05-31**

Podstawowe dane			**CPS PW**	**vs. WIG**
Ticker	CPS PW	Zmiana 1M	-1,1%	+1,9%
ISIN	PLCFRPT00013	Zmiana YTD	+15,7%	+15,3%
Liczba akcji (mln)	639,5	Średni obrót 1M	10,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	16 692,1	Średni obrót 6M	11,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	28 323,1	EV/EBITDA 12M fwd	6,8	-2,5%
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	10 686	11 394	11 548	11 759
EBITDA	3 617	3 698	4 179	4 255	4 356
marża EBITDA	36,8%	34,6%	36,7%	36,9%	37,0%
EBIT	1 834	1 727	1 966	2 127	2 317
Zysk netto	981	834	1 224	1 431	1 595
P/E	17,0	20,0	13,6	11,7	10,5
P/BV	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA	7,5	7,4	6,8	6,6	6,2
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**
Liczba RGUs pospaid	**16,52**	**16,91**	**17,32**	**17,44**	**17,51**
w tym Pay TV	4,94	5,10	5,13	5,17	5,20
w tym mobile	6,93	7,35	7,60	7,65	7,66
Przychody	**9 829**	**10 686**	**11 394**	**11 548**	**11 759**
zmiana		8,7%	6,6%	1,3%	1,8%
EBIT	**1 834**	**1 727**	**1 966**	**2 127**	**2 317**
marża	18,7%	16,2%	17,3%	18,4%	19,7%
EBITDA	**3 617**	**3 698**	**4 179**	**4 255**	**4 356**
marża	36,8%	34,6%	36,7%	36,9%	37,0%
Koszty finansowe	-509	-387	-379	-342	-323
Inne	10	-34	0	0	0
Zysk brutto	**1 335**	**1 306**	**1 587**	**1 785**	**1 994**
Podatek	-390	-490	-347	-339	-379
Zyski mniejszości	-35	-18	15	15	20
Zysk netto	**981**	**834**	**1 224**	**1 431**	**1 595**

Bilans i CF

(mln PLN)	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**
CF operacyjny	**2 941**	**2 915**	**3 134**	**3 329**	**3 453**
CFO/EBITDA	81%	79%	75%	78%	79%
Capex	**-739**	**-928**	**-1 380**	**-1 984**	**-1 306**
Aktywa ogółem	27 756	30 697	30 350	28 249	28 712
Kapitał własny	12 074	13 227	14 128	14 963	15 963
Dług netto	**10 518**	**10 092**	**10 839**	**10 431**	**9 342**
Dług netto/EBITDA (x)	2,9	2,7	2,6	2,5	2,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18	**19P**	**20P**	**18**	**19P**	**20P**
Minimum	7,0	4,9	3,7	3,3	2,9	2,6
Maksimum	73,9	108,8	168,2	30,7	18,1	17,3
Mediana	6,0	5,8	5,7	13,1	13,0	11,6
waga	33%	33%	33%	0%	0%	0%

Model DCF

(mln PLN)	**19P**	**20P**	**21P**	**22P**	**23P**	**24P**	**25P**	**26P**	**27P**	**28P**	**+**
Przychody	11 394	11 548	11 759	11 946	12 132	12 301	12 473	12 649	12 832	13 013	
EBITDA	3 749	3 825	3 926	3 981	4 030	4 061	4 091	4 119	4 145	4 168	
marża EBITDA	32,9%	33,1%	33,4%	33,3%	33,2%	33,0%	32,8%	32,6%	32,3%	32,0%	
Amortyzacja	1 783	1 699	1 609	1 523	1 453	1 411	1 382	1 353	1 449	1 458	
EBIT	1 966	2 127	2 317	2 458	2 577	2 650	2 709	2 765	2 696	2 710	
Podatek	373	404	440	467	490	504	515	525	512	515	
NOPLAT	**1 592**	**1 723**	**1 877**	**1 991**	**2 087**	**2 147**	**2 195**	**2 240**	**2 184**	**2 195**	
CAPEX	-1 380	-1 984	-1 306	-2 325	-2 670	-1 674	-1 396	-1 983	-1 440	-1 458	
Kapitał obrotowy	-267	-158	-94	-84	-85	-85	-83	-92	-103	-116	
FCF	**1 728**	**1 279**	**2 086**	**1 105**	**785**	**1 799**	**2 097**	**1 518**	**2 090**	**2 080**	**2 080**
PV FCF	1 662	1 152	1 756	870	578	1 239	1 348	912	1 170	1 085	
WACC	6,8%	6,8%	6,9%	7,0%	6,9%	7,0%	7,1%	7,1%	7,2%	7,3%	
Dług netto / EV	36,0%	35,0%	32,1%	31,9%	33,1%	31,7%	29,4%	28,9%	26,6%	24,3%	
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	26 596
Dług netto	10 092
Inne korekty	797
Wycena DCF na akcję (PLN)	24,56

Wycena

(PLN)	**waga**	**cena**
Porównawcza	50%	21,70
DCF	50%	24,56
Cena wynikowa		23,13
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		**24,60**

Wirtualna Polska

akumuluj (bez zmian)

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

Podtrzymujemy pozytywne podejście do Wirtualnej Polski. Spółka zaraportowała w 1Q'19 wzrost przychodów bez barteru o >33% 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 >10%, 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 zapewnia, że grupa nie bierze pod uwagę emisji akcji na cele inwestycyjne.

Cena bieżąca	57,80 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	61,50 PLN	+6,4%

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

Podstawowe dane			**WPL PW**	**vs. WIG**
Ticker	WPL PW	Zmiana 1M	-2,4%	+0,7%
ISIN	PLWRTPL00027	Zmiana YTD	+9,5%	+9,1%
Liczba akcji (mln)	29,8	Średni obrót 1M	0,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 721,0	Średni obrót 6M	0,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 900,1	EV/EBITDA 12M fwd	9,1	-11,7%
Free float	53,0%	EV/EBITDA 5Y avg	10,3	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**
Przychody	466	567	625	675	718
EBITDA	130	163	196	216	230
marża EBITDA	27,8%	28,7%	31,5%	31,9%	32,1%
EBIT	79	107	136	152	163
Zysk netto	45	76	95	111	122
P/E	38,1	22,6	18,1	15,5	14,1
P/BV	4,1	3,7	3,3	2,9	2,6
EV/EBITDA	14,7	12,5	9,7	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**

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%

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%

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 (podtrzymana)

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

Od początku roku notowania Asseco Poland wzrosły o 19%, wyprzedzając szeroki indeks o >18 p.p. Po publikacji wyników za 1Q'19 korygujemy nasze prognozy finansowe i poziom wskaźników dla spółek porównywalnych. Nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 50,80 PLN, co implikuje zaledwie 0,6% potencjału spadkowego. Zalecamy neutralne nastawienie do spółki. Podtrzymujemy nasze zdanie, że spółce ciężko będzie pobić wynik netto z 2018 r. dla akcjonariuszy jednostki dominującej w tym roku. Szacujemy 310 mln PLN, co implikuje P/E'19 = 13,6x. Spadek wyniku będzie rezultatem spadku obrotów w jednostce dominującej o ze względu na niższe obroty w bankowości (brak Deutsche Bank) oraz przestój w administracji publicznej. Portfel zamówień na rynku Polskim (z wyjątkiem Asseco BS) jest 10% niższy R/R. Kluczowym argumentem wspierającym Asseco Poland jest wysoki poziom dywidendy. Jednak dzień dywidendy za 2018 r. jest już za nami.

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	51,10 PLN	
Cena docelowa	50,80 PLN	-0,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**trzymaj**	**50,80 PLN**	**2019-06-03**
poprzednia	trzymaj	53,00 PLN	2019-03-05

Podstawowe dane			**ACP PW**	**vs. WIG**
Ticker	ACP PW	Zmiana 1M	-1,4%	+1,7%
ISIN	PLSOFTB00016	Zmiana YTD	+18,7%	+18,3%
Liczba akcji (mln)	83,0	Średni obrót 1M		4,2 mln PLN
MC (mln PLN)	4 241,3	Średni obrót 6M		4,3 mln PLN
		P/E 12M fwd	12,6	+0,6%
Free float	68,0%	P/E 5Y avg	12,5	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	7 829	9 329	9 929	10 288	10 581
EBITDA	922	1 256	1 506	1 546	1 576
marża EBITDA	11,8%	13,5%	15,2%	15,0%	14,9%
EBIT	585	797	847	881	909
Zysk netto	467	333	310	318	322
P/E	9,1	12,7	13,7	13,3	13,2
P/BV	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
P/S	0,54	0,45	0,43	0,41	0,40
DPS	3,01	3,01	3,07	2,29	2,27
DYield	5,9%	5,9%	6,0%	4,5%	4,4%

Zmiana prognoz	**2019P**	**2020P**	**2021P**
Przychody	+1,8%	+5,9%	+7,0%
EBITDA	+7,0%	+28,6%	+26,2%
EBIT	+0,9%	+6,7%	+3,4%
Zysk brutto	+19,2%	+10,9%	+7,0%
Zysk netto	+0,1%	+5,0%	+5,3%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	**7 829**	**9 329**	**9 929**	**10 288**	**10 581**
zmiana		19,1%	6,4%	3,6%	2,8%
rynek polski	1 558	1 614	1 571	1 614	1 653
rynek pd-wsch. Europy	571	670	770	820	846
rynek zachodnioeur.	638	705	762	800	816
rynek środkowoeur.	791	957	1 024	1 055	1 087
rynek izraelski	5 161	5 403	5 798	5 995	6 175
rynek wschodnioeur.	19	4	4	4	4
EBIT	**585**	**797**	**847**	**881**	**909**
Amortyzacja	337	460	659	665	668
EBITDA	**922**	**1 256**	**1 506**	**1 546**	**1 576**
marża	11,8%	13,5%	15,2%	15,0%	14,9%
Jednostki stowarzyszone	-150	-260	-371	-392	-413
Podatek	-122	-182	-209	-212	-214
Zysk netto	**467**	**333**	**310**	**318**	**322**

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	**691**	**1 001**	**405**	**1 113**	**1 151**
CFO/EBITDA	75%	80%	27%	72%	73%
Capex	**-226**	**-240**	**-298**	**-360**	**-423**
Aktywa ogółem	11 882	12 642	13 610	14 062	14 522
Kapitał własny	5 601	5 718	5 773	5 901	6 035
Dług netto	**360**	**305**	**600**	**117**	**-333**
Dług netto/EBITDA (x)	0,4	0,2	0,4	0,1	-0,2

Analiza porównawcza

	P/E		
	19P	20P	21P
Maximum	25,1	22,9	21,1
Minimum	7,7	7,2	6,9
Mediana	15,4	14,0	12,8
waga	33%	33%	33%

Skrót z modeli DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Asseco Poland (matka)											
Przychody	907	827	847	864	881	899	917	935	954	973	973
EBITDA MSR17	242	182	176	177	179	180	181	183	186	188	188
NOPLAT	150	117	118	118	119	120	120	121	123	123	123
FCF	**108**	**124**	**106**	**112**	**118**	**115**	**116**	**116**	**117**	**118**	**118**
WACC	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	
Asseco Business Solutions											
Przychody	258	273	284	293	300	307	314	322	330	337	344
EBITDA MSR17	94	101	108	111	114	117	120	123	126	129	132
NOPLAT	61	66	71	73	75	77	79	81	83	85	86
FCF	**48**	**59**	**63**	**66**	**68**	**70**	**71**	**73**	**75**	**77**	**78**
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	0,0%	
Asseco South Eastern Europe											
Przychody	637	678	711	737	757	773	785	794	801	806	822
EBITDA MSR17	121	129	137	143	148	152	157	161	166	170	173
NOPLAT	61	65	68	70	72	73	74	74	75	75	77
FCF	**31**	**36**	**39**	**45**	**49**	**53**	**58**	**62**	**66**	**70**	**72**
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	

Podsumowanie SOTP

(mln PLN)	metoda	udział	wycena
Asseco PL matka*	DCF	100%	1 280
ACE	10x PE	93%	755
ABS	DCF	22%	959
ASEE	DCF	51%	1 110
R. zachodnioeurop.	10x PE	100%	361
Formula Systems	rynek	26%	2 689
Pozostałe	10x PE	0%	187
Razem			**4 009**
Wycena 1 akcji			48,30

** korekta długu netto o wypłaconą dywidendę*

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	47,21
SOTP	50%	48,30
Cena wynikowa		47,75
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		**50,80**

Comarch

kupuj (bez zmian)

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

Notowania Comarchu od początku roku o blisko 29%. Pomimo tego widzimy potencjał do dalszych wzrostów. Comarch zaraportował zestaw bardzo dobrych wyników za 1Q'19. Wzrost zysku EBITDA z pomięciem pozostałej działalności operacyjnej (duża ilość zdarzeń jednorazowych zarówno w 1Q'19, jak i w 1Q'18) oraz pozytywnego wpływu wprowadzenia IFRS16 od początku roku szacujemy na >70%. Ten imponujący wynik utwierdza nas w przekonaniu, że konsensus rynkowy dla spółki (212 mln PLN na linii EBITDA) jest zbyt niski. Nasza prognoza to 242 mln PLN w IFRS16 i 226 mln PLN bez wpływu nowego standardu (w MSR17). Spółka jest notowana obecnie na atrakcyjnym poziomie EV/EBITDA'19 = 7,1x. 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. Podtrzymujemy pozytywne podejście do Spółki. Comarch jest naszym zdaniem bardziej atrakcyjnym wyborem niż Asseco Poland.

Cena bieżąca	194,00 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	230,00 PLN	+18,6%

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

Podstawowe dane			**CMR PW**	**vs. WIG**
Ticker	CMR PW	Zmiana 1M	+3,7%	+6,8%
ISIN	PLCOMAR00012	Zmiana YTD	+27,6%	+27,3%
Liczba akcji (mln)	8,1	Średni obrót 1M		0,3 mln PLN
MC (mln PLN)	1 577,9	Średni obrót 6M		0,4 mln PLN
EV (mln PLN)	1 595,9	EV/EBITDA 12M fwd	7,0	-6,3%
Free float	59,2%	EV/EBITDA 5Y avg	7,5	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**
Przychody	1 102	1 365	1 523	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	36,6	30,5	16,0	14,4	13,4
P/BV	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	16,2	9,0	7,1	6,7	6,4
DPS	1,50	1,50	1,50	5,00	5,00
DYield	0,8%	0,8%	0,8%	2,6%	2,6%

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	**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**

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%

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%

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**

11 bit studios

kupuj (bez zmian)

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

W maju rozpoczęliśmy wydawanie rekomendacji dla 11 bit studios z rekomendacją kupuj i ceną docelową 518 PLN. Prezes w udzielonym pod koniec maja wywiadzie, wskazuje że stopień zaawansowania Children of Morta (projekt wydawniczy) oraz Frostpunk wejsrji konsolowej jest podobny. Zarzad planuje premierę obu produkcji w drugiej połowie 2019 roku. Prezes 11B wskazuje, że Children of Morta cieszy się wyższym zainteresowaniem na wishlist na platformie Steam niż Moonlighter. Niemniej potencjał sprzedażowy gry szacuje na podobny (według naszych szacunków 11B zaksięgowało kilkanaście mln PLN sprzedaży po potrąceniu tantiem z tego tytułu). Spółka potwierdziła, że jeszcze w 2019 roku opublikuje więcej informacji o kolejnym projekcie z segmentu wydawniczego (spółka ma podpisane umowy na 2 kolejne produkcje w ramach segmentu). Obecnie zespół deweloperski spółki liczy 70 osób (50 pracuje nad Frostpunk, 20 nad Projektem 8), który będzie sukcesywnie powiększany do 180 osób (celem strategicznym jest stworzenie trzech zespołów po około 60 osób każdy). W czerwcu odbywają się targi E3 w Los Angeles. Potencjalne informacje o planowanych premierach gier i konsol mogą przełożyć się na poprawę sentymentu do branży, na czym mogą skorzystać notowania 11B.

Cena bieżąca	397,50 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	518,00 PLN	+30,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**kupuj**	**518,00 PLN**	**2019-05-20**

Podstawowe dane			**11B PW**	**vs. WIG**
Ticker	11B PW	Zmiana 1M	+8,6%	+11,7%
ISIN	PL11BTS00015	Zmiana YTD	+62,9%	+62,5%
Liczba akcji (mln)	2,3	Średni obrót 1M		2,3 mln PLN
MC (mln PLN)	909,2	Średni obrót 6M		3,0 mln PLN
EV (mln PLN)	855,8	EV/EBITDA 12M fwd	21,9	+103,6%
Free float	-	EV/EBITDA 5Y avg	10,7	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	19,2	82,1	79,6	87,0	195,0
EBITDA	9,2	51,4	45,8	36,2	128,4
marża EBITDA	48,2%	62,6%	57,6%	41,7%	65,8%
EBIT	7,5	46,9	41,7	28,7	117,5
Zysk netto	3,6	37,5	34,1	24,0	96,6
P/E	-	24,2	26,6	37,9	9,4
P/BV	19,7	10,1	7,3	6,1	3,7
EV/EBITDA	95,4	17,2	18,7	23,1	5,9
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	-	-	-
Zysk netto	-	-	-
Frostpunk (S)	-	-	-
Projekt 8 (S)	-	-	-
Wydawnicza (S)	-	-	-

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
TWOM (S)	17,6	18,3	16,4	16,4	15,6
Frostpunk (S)	0,0	53,8	50,9	44,4	43,7
Projekt 8 (S)	0,0	0,0	0,0	0,0	90,3
Zewn. projekty (S)	1,9	14,8	22,5	47,4	82,6
Usługi obce	-5,9	-16,5	-24,3	-40,9	-56,8
OCF/EBITDA	87,3%	75,9%	86,2%	85,3%	69,3%
Przepływy oper.	**8,1**	**39,0**	**39,5**	**30,9**	**89,0**
Amortyzacja	1,7	4,5	4,2	7,5	10,9
Kapitał obrotowy	2,6	-8,0	0,4	-1,3	-19,2
Przepływy inw.	**-10,0**	**-55,6**	**-9,1**	**-10,1**	**-11,1**
CAPEX	-7,4	-26,6	-9,1	-10,1	-11,1
Nakłady na produkcję	**1,0**	**12,6**	**-1,3**	**-1,3**	**-1,3**
FCF	-1,5	10,1	24,6	13,2	84,1
FCF/EBITDA	-16%	20%	54%	36%	65%
FCF Yield	1%	3%	1%	9%	8%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa trwałe	0,8	18,7	18,8	18,8	18,8
Należności	2,7	14,6	14,1	15,4	34,6
Produkcja w toku	13,1	17,1	22,1	24,6	24,8
Środki pieniężne	28,2	24,3	53,4	73,0	149,6
Lokaty	0,0	27,0	27,0	27,0	27,0
Dług netto	-28,2	-24,3	-53,4	-73,0	-149,6
Dług netto/EBITDA (x)	-3,0	-0,5	-1,2	-2,0	-1,2

Analiza porównawcza

	P/E 12M fwd 4Y avg	EV/EBIT 12M fwd 4Y avg
Minimum	15,1	6,0
Maksimum	26,0	17,8
Mediana	19,2	12,2
waga	50%	50%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
TWOM (tys. szt.)	420	420	399	379	360	0	0	0	0	0	0
Frostpunk (tys. szt.)	1 000	1 000	950	903	677	508	381	247	247	247	0
Kolejne projekty (tys. szt.)			1 359	1 200	2 695	2 460	2 403	3 710	3 252	2 802	0
Przychody	80	87	195	197	262	223	196	257	248	209	-
EBITDA	46	36	128	119	178	136	106	166	158	118	-
marża EBITDA	57,6%	41,7%	65,8%	60,6%	68,0%	60,8%	54,4%	64,8%	63,5%	56,6%	-
EBIT	42	29	118	104	160	121	93	152	143	114	-
Podatek	8	5	22	20	30	23	18	29	27	22	-
CAPEX	-9	-10	-11	-12	-14	-15	-16	-18	-20	-22	-
Kapitał obrotowy	-4	-8	-11	-16	-19	-15	-13	-14	-14	-4	-
FCF	25	13	84	72	116	83	59	105	96	70	72
PV FCF	25	12	71	56	83	55	36	60	50	34	-
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	-
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	-

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	4,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 252
Dług netto	-24
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	558,10

Wycena

(PLN)	waga	
Porównawcza	50%	558,10
DCF	50%	416,50
cena wynikowa		487,30
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		**518,00**

CD Projekt

akumuluj (bez zmian)

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

Wyniki CD Projekt za 1Q'19 były powyżej oczekiwań rynkowych (+25% na EBIT). EBIT uległ obniżeniu o 26% r/r w rezultacie rozpoznania kosztów produkcji gry Gwint i Wojna Krwi oraz wyższych nakładów na marketing. CD Projekt poinformował o uruchomieniu testów beta platformy GOG Galaxy 2.0 dającej możliwość łączenia graczy oraz bibliotek gier graczy między platformami. Potencjalne pozytywne przyjęcie platformy może przełożyć się na wzrost liczby aktywnych użytkowników i obroty GOG.com. Na telekonferencji wynikowej, zarząd spółki poinformował, że wzrost należności na koniec kwartału był związany z wypłaceniem zaliczek na wersję kolekcjonerską gry oraz z wypłaceniem zaliczek na kampanię marketingowe w trakcie E3 oraz w kolejnych miesiącach. Powyższe, wyraźnie wskazuje na przygotowywanie się spółki do kampanii marketingowej Cyberpunk 2077 oraz zwiększa prawdopodobieństwo ogłoszenia daty premiery gry (możliwe ogłoszenie podczas konferencji Microsoft odbywającej się 9 czerwca 2019). 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.

Cena bieżąca	207,80 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	237,50 PLN	+14,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**akumuluj**	**237,50 PLN**	**2019-05-09**

Podstawowe dane			**CDR PW**	**vs. WIG**
Ticker	CDR PW	Zmiana 1M	-1,9%	+1,2%
ISIN	PLOPTTC00011	Zmiana YTD	+43,8%	+43,4%
Liczba akcji (mln)	96,1	Średni obrót 1M	61,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	19 973,7	Średni obrót 6M	53,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	19 437,3	EV/EBITDA 12M fwd	18,3	-21,1%
Free float	65,3%	EV/EBITDA 5Y avg	23,1	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	98,8	-	-	10,2	10,5
P/BV	22,4	19,9	19,3	6,8	4,3
EV/EBITDA	77,8	164,9	440,5	7,4	7,3
DPS	1,06	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Zmiana prognoz	**2019P**	**2020P**	**2021P**
EBITDA	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto	0,0%	0,0%	0,0%
W3 (S)	0,0%	0,0%	0,0%
Gwint (S)	0,0%	0,0%	0,0%
C2077 (S)	0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	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 inw.	**-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%

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%

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%	-

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**

Przemysł, surowce

Famur

kupuj (podtrzymana)

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

Famur kolejny kwartał z rzędu opublikował wyniki finansowe, które były wyższe r/r i lepsze od oczekiwań. Naszym zdaniem głównym motorem wzrostu wyników w 2019 roku będzie rosnąca rentowność w efekcie wzrostu stawek dzierżawnych oraz cen na rynku. W ostatnich 12 miesiącach wartość podpisanych nowych umów na dostawę sprzętu wyniosła 1156 mln PLN, co stanowi najwyższy wynik od 2012 roku. Nowe zamówienia dostarczane będą w 2H'19, co dynamizować będzie poprawę wyników w tych okresach. Obecnie Spółka korzysta z obserwowanych spadków cen stali, co przekłada się na wzrost marży na kontraktach, których ceny były podnoszone w 2018 roku. Zarząd zaproponował wypłatę 0,36 PLN dywidendy na akcję, co przy bieżącym kursie przekłada się na ponad 7% Dyield. Aktualizujemy naszą prognozę wyników w 2019 roku o wyższą rentowność w segmencie Underground. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla akcji Famur oraz obniżamy naszą cenę docelową o niższą wycenę porównawczą - obecnie 6,67 PLN/akcja (wcześniej 6,90 PLN/akcja).

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	4,85 PLN	
Cena docelowa	6,67 PLN	+37,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**6,67 PLN**	**2019-06-03**
poprzednia	kupuj	6,90 PLN	2019-05-09

Podstawowe dane			**FMF PW**	**vs. WIG**
Ticker	FMF PW	Zmiana 1M	+0,2%	+3,3%
ISIN	PLFAMUR00012	Zmiana YTD	-10,2%	-10,6%
Liczba akcji (mln)	574,8	Średni obrót 1M		0,8 mln PLN
MC (mln PLN)	2 787,6	Średni obrót 6M		0,9 mln PLN
EV (mln PLN)	2 624,9	EV/EBITDA 12M fwd	5,3	-9,7%
Free float	35,3%	EV/EBITDA 5Y avg	5,8	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	1 609	2 229	2 145	2 046	2 087
EBITDA	308	491	698	492	486
marża EBITDA	19,1%	22,0%	32,6%	24,1%	23,3%
EBIT	133	300	541	347	314
Zysk netto	49	208	454	277	253
P/E	55,9	13,4	6,1	10,1	11,0
P/BV	1,9	1,7	1,8	1,7	1,7
EV/EBITDA	9,4	6,2	3,8	5,0	4,9
DPS	0,00	0,44	0,36	0,37	0,39
DYield	0,0%	9,1%	7,5%	7,6%	8,0%

Zmiana prognoz	**2019P**	**2020P**	**2021P**
Przychody	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA	+4,1%	0,0%	0,0%
Zysk netto	+5,2%	0,0%	0,0%
Obroty Underground	0,0%	0,0%	0,0%
Obroty Surface	0,0%	0,0%	0,0%
Marża Underground	+1,8%	0,0%	0,0%
Marża Surface	0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Obroty Underground	1 019	1 407	1 508	1 550	1 582
Obroty Surface	292	371	381	388	396
Marża Underground	25,0%	30,6%	32,8%	30,2%	27,7%
Marża Surface	8,3%	3,9%	7,1%	7,1%	7,1%
Przepływy oper.	**192**	**215**	**512**	**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**	**-218**	**-223**
Zmiana długu	-88	-213	-200	0	0
Dywidenda/buyback	0	-253	-208	-213	-222
FCF	-91	173	629	382	289
FCF/EBITDA	-30%	35%	90%	78%	59%
CFO/EBITDA	44%	44%	73%	94%	85%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	3 138	2 880	2 614	2 654	2 695
Aktywa trwałe	1 099	1 158	730	667	617
Goodwill	222	222	222	222	222
Kapitał własny	1 437	1 625	1 586	1 650	1 681
Udział mniejszości	115	-37	-32	-32	-32
Dług netto	80	286	-130	-294	-360
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	9,1	9,0	8,8	5,9	5,7	5,4
Maksimum	17,5	16,3	15,5	11,0	9,2	8,5
Mediana	11,7	11,1	10,6	7,8	7,1	6,7
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

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	698	492	486	490	491	491	496	503	509	511	515
marża EBITDA	32,6%	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	541	347	314	352	356	360	363	367	371	373	377
Podatek	73	65	59	67	68	69	70	70	71	72	73
NOPAT	469	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	629	382	289	283	280	276	277	280	283	284	288
PV FCF	599	336	234	211	192	175	162	151	140	130	
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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	2 331
Dług netto	286
Inne korekty	58
Wycena DCF na akcję (PLN)	7,11

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	5,43
DCF	50%	7,11
Cena wynikowa		6,27
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		**6,67**

Grupa Kęty

redukuj (obniżona)

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 3Q'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. Naszym zdaniem grupie Kęty niezwykle trudno będzie powtórzyć ubiegłoroczne wysokie wyniki finansowe w 2Q'19 (prognoza Zarządu pod koniec czerwca). Aktualizujemy nasze prognozy o słabsze wyniki segmentu wyrobów wyciskanych oraz prawdopodobnie wyższą dywidendę. Obniżamy naszą cenę docelową do 326,37 PLN/akcja (wcześniej 341,33 PLN/akcja) oraz obniżamy rekomendację do redukuj (wcześniej trzymaj).

Cena bieżąca	347,50 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	326,37 PLN	-6,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**redukuj**	**326,37 PLN**	**2019-06-03**
poprzednia	trzymaj	341,33 PLN	2019-04-02

Podstawowe dane			**KTY PW**	**vs. WIG**
Ticker	KTY PW	Zmiana 1M	+2,4%	+5,4%
ISIN	PLKETY000011	Zmiana YTD	+5,6%	+5,2%
Liczba akcji (mln)	9,5	Średni obrót 1M		0,3 mln PLN
MC (mln PLN)	3 317,0	Średni obrót 6M		0,5 mln PLN
EV (mln PLN)	4 258,7	EV/EBITDA 12M fwd	8,7	-6,4%
Free float	42,0%	EV/EBITDA 5Y avg	9,3	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	2 643	2 994	2 958	3 150	3 248
EBITDA	421	463	452	482	489
marża EBITDA	15,9%	15,5%	15,3%	15,3%	15,0%
EBIT	301	338	323	347	359
Zysk netto	236	268	240	257	267
P/E	14,0	12,4	13,8	12,9	12,4
P/BV	2,4	2,4	2,4	2,3	2,2
EV/EBITDA	9,2	8,8	9,4	8,9	8,7
DPS	30,00	23,94	24,00	20,09	22,90
DYield	8,6%	6,9%	6,9%	5,8%	6,6%

Zmiana prognoz	**2019P**	**2020P**	**2021P**
EBITDA	-1,8%	-2,0%	-2,0%
Zysk netto	-3,0%	-3,6%	-3,8%
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	-5,0%	-5,0%	-5,0%
EBITDA SSA	0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
EBITDA SOG	113	119	112	133	138
EBITDA SWW	150	163	158	163	164
EBITDA SSA	172	190	189	194	195
EBITDA pozostałe	-13	-8	-8	-8	-8
EBITDA/użyte aluminium	5	5	5	5	5
Przepływy oper.	**276**	**293**	**289**	**335**	**388**
Amortyzacja	120	126	129	135	130
Kapitał obrotowy	-91	-114	-30	-83	-33
Przepływy inw.	**-187**	**-229**	**-200**	**-150**	**-120**
CAPEX	187	229	200	150	120
Przepływy fin.	**-85**	**-43**	**-155**	**-201**	**-268**
Dywidenda/buyback	-285	-229	-229	-192	-219
FCF	86	72	165	188	273
FCF/EBITDA	20%	15%	37%	39%	56%
CFO/EBITDA	66%	63%	64%	69%	79%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Aktywa	2 499	2 780	2 885	2 995	3 035
Aktywa trwałe	1 439	1 575	1 722	1 741	1 735
Kapitał własny	1 363	1 396	1 407	1 472	1 520
Udział mniejszości	1	1	1	1	1
Dług netto	591	774	941	977	957
Dług netto/EBITDA (x)	1,4	1,7	2,1	2,0	2,0
Dług netto/kap. wł. (x)	0,4	0,6	0,7	0,7	0,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	3,4	2,9	2,8	3,3	3,0	2,5
Maksimum	47,0	21,6	17,6	34,5	10,1	9,3
Mediana	13,1	9,5	8,2	7,4	5,9	5,8
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)	99	104	108	111	113	115	117	118	118	118	118
Przychody	2 958	3 150	3 248	3 318	3 356	3 403	3 447	3 459	3 459	3 459	3 459
EBITDA	452	482	489	494	499	505	508	506	503	503	503
marża EBITDA	15,3%	15,3%	15,0%	14,9%	14,9%	14,8%	14,7%	14,6%	14,6%	14,5%	14,5%
EBIT	323	347	359	367	374	377	377	374	368	365	365
Podatek	56	60	63	64	66	66	67	66	65	65	65
CAPEX	-200	-150	-120	-122	-125	-127	-130	-132	-135	-138	-138
Kapitał obrotowy	-30	-83	-33	-23	-13	-16	-15	-7	-4	-4	-4
FCF	165	188	273	284	296	295	297	301	299	297	297
PV FCF	158	167	225	218	211	195	182	171	157	144	
WACC	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	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	1 828
Dług netto	774
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	371,54

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	242,45
DCF	50%	371,54
Cena wynikowa		307,00
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		**326,37**

JSW

trzymaj (bez zmian)

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

Wyniki 1Q'19 okazały się lepsze od oczekiwań. W 2Q'19 prawdopodobnie wydobycie węgla nadal znajdować się będzie pod presją. Naszym zdaniem w 2Q'19 nadal oczyszczone o zdarzenia jednorazowe wyniki będą pod presją. Kluczowym wydarzeniem w czerwcu będzie wybór nowego zarządu w związku z wygaśnięciem kadencji dotychczasowych członków. Według nas istnieje ryzyko, że nowy zarząd może mieć inne nowe pomysły na zagospodarowanie wolnych środków i przyszły rozwój Grupy niż oczekują tego inwestorzy. Nie zmieniamy naszej ceny docelowej (54,80 PLN/akcja) oraz rekomendacji trzymaj (bez zmian).

Cena bieżąca	50,20 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	54,80 PLN	+9,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**trzymaj**	**54,80 PLN**	**2019-05-09**

Podstawowe dane			**JSW PW**	**vs. WIG**
Ticker	JSW PW	Zmiana 1M	-11,1%	-8,0%
ISIN	PLJSW0000015	Zmiana YTD	-25,4%	-25,7%
Liczba akcji (mln)	117,4	Średni obrót 1M	13,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	5 894,1	Średni obrót 6M	14,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 226,0	EV/EBITDA 12M fwd	1,7	-49,2%
Free float	44,8%	EV/EBITDA 5Y avg	3,4	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	3,3	5,6	14,8	34,6
P/BV	0,9	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA skor.	1,3	1,0	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	**2019P**	**2020P**	**2021P**
EBITDA (skor.)	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto (skor.)	0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel koksowy (USD/t)	0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel do celów energetycznych (PLN/t)	0,0%	0,0%	0,0%
Koks (USD/t)	0,0%	0,0%	0,0%
Prod. węgla (tys. t)	0,0%	0,0%	0,0%
Prod. w. koks. (tys. t)	0,0%	0,0%	0,0%
Prod. 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 (podtrzymana)

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

W 3Q'19 (1Q'19) Kernel niespodziewanie negatywnie zaskoczył wynikami w efekcie słabszego wyniku zależnej spółki teradingowej Avere oraz przesunięcia części zysków segmentu rolnego na ostatni kwartał roku obrotowego. Pozytywnie wyróżniał się dobry przepływ gotówki z działalności operacyjnej oraz ograniczenie zadłużenia. W ostatnim kwartale ze względu na efekt niskiej bazy Kernel prawdopodobnie co najmniej podwoi wynik na poziomie EBITDA. Szansą na wzrost wyników w kolejnym sezonie jest zmiana standardów rachunkowości MSSF 16 (Kernel cały areał gruntów leasinguje). Dobrą informacją może być potencjalna sprzedaż udziałów w porcie w Tamanie, co mogłoby uwolnić zamrożone zasoby gotówki (nawet powyżej 100 m USD dla Kernel). Aktualizujemy nasze prognozy dla Grupy Kernel oraz obniżamy cenę docelową do 58,63 PLN/ akcja oraz podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj.

Cena bieżąca	46,50 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	58,63 PLN	+26,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**58,63 PLN**	**2019-06-03**
poprzednia	kupuj	62,86 PLN	2019-03-05

Podstawowe dane			**KER PW**	**vs. WIG**
Ticker	KER PW	Zmiana 1M	-9,7%	-6,6%
ISIN	LU0327357389	Zmiana YTD	-4,5%	-4,9%
Liczba akcji (mln)	82,7	Średni obrót 1M	1,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 843,7	Średni obrót 6M	1,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	7 265,2	EV/EBITDA 12M fwd	5,1	+23,4%
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	340	400	461
marża EBITDA	14,7%	9,3%	9,7%	8,8%	9,1%
EBIT	265	140	246	305	357
Zysk netto	176	52	197	194	244
P/E	5,7	19,2	5,1	5,2	4,1
P/BV	0,9	0,9	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA	4,8	7,3	5,6	4,8	4,0
DPS	0,24	0,25	0,25	0,95	1,29
DYield	2,0%	2,0%	2,1%	7,9%	10,6%
Zmiana prognoz			**18/19P**	**19/20P**	**20/21P**
EBITDA			-6,2%	-4,7%	-4,0%
Zysk netto			+4,2%	-9,1%	-7,3%
Marża olej (USD/t)			-9,8%	0,0%	0,0%
Pszenica (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Kukurydza (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Sprzedaż oleju luz. (tys. ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Produkcja zbóż (tys. ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Handel zbożami (tys. ton)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln USD)	16/17	17/18	18/19P	19/20P	20/21P
EBITDA olej butelkowany	17	13	13	15	16
EBITDA olej luzem	83	63	90	126	166
EBITDA przeładunek	48	39	35	55	63
EBITDA produkcja zbóż	144	89	162	160	173
EBITDA handel zbożami	23	17	44	46	49
Przepływy oper.	**77**	**82**	**221**	**269**	**371**
Amortyzacja	54	83	93	96	104
Kapitał obrotowy	-212	-63	-154	-113	-67
Przepływy inw.	**-223**	**-156**	**-329**	**-108**	**-83**
CAPEX	182	179	329	108	83
Przepływy fin.	**173**	**76**	**53**	**-187**	**-283**
Dywidenda/buyback	-20	-20	-21	-79	-106
FCF	-93	-14	-145	164	292
FCF/EBITDA	-29%	-6%	-43%	41%	63%
CFO/EBITDA	24%	37%	65%	67%	81%

Bilans

(mln USD)	16/17	17/18	18/19P	19/20P	20/21P
Aktywa	2 009	2 211	2 589	2 771	2 867
Aktywa trwałe	888	1 006	1 245	1 262	1 246
Kapitał własny	1 153	1 171	1 296	1 411	1 548
Udział mniejszości	5	7	7	7	7
Dług netto	508	619	885	901	816
Dług netto/EBITDA (x)	1,6	2,8	2,6	2,3	1,8
Dług netto/kap. wł. (x)	0,4	0,5	0,7	0,6	0,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	3,8	3,4	2,2	3,1	3,8	2,8
Maksimum	54,8	28,0	16,4	18,7	12,4	12,6
Mediana	11,9	11,4	10,4	7,6	7,2	6,7
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln USD)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Marża olej (USD/t)	69	90	102	111	108	104	100	96	92	91	92
Pszenica (USD/t)	170	190	195	195	195	195	195	195	195	195	195
Kukurydza (USD/t)	175	185	194	194	194	194	194	195	196	197	197
Przychody	3 520	4 564	5 085	5 344	5 412	5 501	5 584	5 667	5 756	5 852	5 942
EBITDA	340	400	461	504	485	478	469	465	463	468	474
marża EBITDA	9,7%	8,8%	9,1%	9,4%	9,0%	8,7%	8,4%	8,2%	8,1%	8,0%	8,0%
EBIT	246	305	357	399	381	374	366	356	351	342	347
Podatek	2	15	18	21	20	20	20	19	43	42	42
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	-145	164	292	354	344	327	311	297	268	271	277
PV FCF	-143	141	217	226	190	155	127	105	84	73	
WACC	15,7%	15,3%	15,4%	15,6%	15,7%	15,8%	15,8%	15,9%	15,4%	15,5%	15,6%
Risk-free rate	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%

Podsumowanie DCF

(mln USD)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 175
Dług netto	619
Inne korekty	7
Wycena DCF na akcję (PLN)	46,70

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	57,71
DCF	50%	46,70
Cena wynikowa		52,20
Koszt kapitału 9M		12,3%
Cena docelowa za 9M		**58,63**

KGHM

trzymaj (podtrzymana)

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

W 1Q'19 KGHM pozytywnie zaskoczył wynikami finansowymi. Zarząd nie oczekuje dodatkowych wypłat nagród dla kadry pracowniczej oraz nie widzi ryzyka zawiązywania dodatkowych rezerw na poczet zamykanej kopalni w zagłębiu Sudbury. Kolejnym pozytywnym czynnikiem jest obniżenie podatku od wydobycie miedzi, co będzie miało pozytywny wpływ na wyniki w 2H'19. Naszym zdaniem wszystkie te czynniki powodują, że KGHM zachowuje się znacznie bardziej odpornie niż ceny głównych wydobywanych surowców (miedź, srebro). Po dużej przecenie podstawowych surowców liczba otwartych pozycji na metalach wyraźnie spadła, co budzi nadzieje, że przy pojawieniu się jakiejkolwiek pozytywnej informacji odbicie na surowcach będzie zdecydowane. Niestety przy słabszym outlooku na surowce nasze wycena spada do poziomu 91,71 PLN/akcja (wcześniej 105,57 PLN/akcja). Obniżamy nasze prognozy cen na 2019 i 2020 rok dla miedzi (odpowiednio z 6500 USD/t do 6350 USD/t oraz z 6800 USD/t do 6500 USD/t) i srebra (w 2019 roku 16 USD/oz do 15,5 USD/oz). Podtrzymujemy rekomendację trzymaj dla Grupy KGHM.

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	95,00 PLN	
Cena docelowa	91,71 PLN	-3,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**trzymaj**	**91,71 PLN**	**2019-06-03**
poprzednia	trzymaj	105,57 PLN	2019-04-02

Podstawowe dane			**KGH PW**	**vs. WIG**
Ticker	KGH PW	Zmiana 1M	-4,6%	-1,5%
ISIN	PLKGHM000017	Zmiana YTD	+6,9%	+6,5%
Liczba akcji (mln)	200,0	Średni obrót 1M	49,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	19 000,0	Średni obrót 6M	54,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	23 490,1	EV/EBITDA 12M fwd	4,3	-13,4%
Free float	63,2%	EV/EBITDA 5Y avg	4,9	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	20 275	20 526	22 558	22 994	23 695
EBITDA skor.	5 753	4 972	5 132	5 045	5 360
marża EBITDA	28,4%	24,2%	22,7%	21,9%	22,6%
EBIT skor.	4 144	3 176	3 279	3 113	3 376
Zysk netto skor.	1 792	1 888	2 260	2 125	2 321
P/E skor.	10,6	10,1	8,4	8,9	8,2
P/BV	1,1	1,0	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA skor.	4,5	5,2	4,6	4,5	4,0
DPS	1,00	0,00	0,00	1,50	3,19
DYield	1,1%	0,0%	0,0%	1,6%	3,4%

Zmiana prognoz	**2019P**	**2020P**	**2021P**
EBITDA (skor.)	-6,1%	-9,5%	0,0%
Zysk netto (skor.)	-10,1%	-16,0%	0,0%
Miedź (USD/t)	-2,3%	-4,4%	0,0%
Srebro (USD/oz)	-3,1%	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**	**5 495**	**4 165**	**4 415**
Amortyzacja	1 609	1 796	1 853	1 932	1 984
Kapitał obrotowy	-1 270	1 412	1 278	4	7
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**	**-741**
Dywidenda/buyback	-200	0	0	-300	-637
FCF	788	1 924	2 698	1 389	1 838
FCF/EBITDA	27%	41%	53%	28%	34%
CFO/EBITDA	53%	77%	107%	83%	82%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	34 122	37 237	40 037	41 977	43 847
Aktywa trwałe	26 515	29 375	30 319	31 164	31 758
Kapitał własny	17 694	19 133	21 393	23 218	24 901
Udział mniejszości	91	92	92	92	92
Dług netto	6 570	6 992	4 398	3 413	2 317
Dług netto/EBITDA (x)	2,2	1,5	0,9	0,7	0,4
Dług netto/kap. wł. (x)	0,4	0,4	0,2	0,1	0,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	8,0	5,0	4,9	2,4	1,2	0,8
Maksimum	25,0	15,3	13,9	8,2	7,4	6,9
Mediana	12,4	10,4	9,2	5,2	4,5	4,2
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Miedź (USD/t)	6 350	6 500	6 800	6 800	6 800	6 800	6 800	6 800	6 800	6 800	6 800
Srebro (USD/oz)	15,5	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	22 558	22 994	23 695	23 821	23 769	23 711	23 503	22 059	22 090	22 124	22 205
EBITDA	5 132	5 045	5 360	5 319	5 244	5 106	4 849	4 725	4 693	4 357	4 330
marża EBITDA	14,5%	13,5%	14,2%	14,2%	14,0%	13,7%	12,6%	12,9%	12,7%	11,1%	11,7%
EBIT	3 279	3 113	3 376	3 382	3 330	3 241	2 971	2 841	2 806	2 460	2 605
Podatek	914	884	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	1 278	4	7	1	-1	-1	-2	-15	0	0	1
FCF	2 698	1 389	1 838	2 702	2 579	2 430	2 195	2 055	2 016	1 718	1 808
PV FCF	2 586	1 235	1 508	2 032	1 774	1 541	1 283	1 107	1 001	786	
WACC	7,6%	7,7%	8,0%	8,3%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	14 852
Dług netto	6 992
Inne korekty	290
Wycena DCF na akcję (PLN)	89,41

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	83,13
DCF	50%	89,41
Cena wynikowa		86,27
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		**91,71**

Stelmet

trzymaj (bez zmian)

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

Stelmet w sezonie 2018/2019 odczuje wyraźny wzrost kosztów produkcji w zakresie zakupu energii elektrycznej (+6,6 mln PLN), kosztów zakupu surowca drzewnego (+13,4 mln PLN) oraz kosztów pracy (+5,5 mln PLN). Naszym zdaniem spółce nie uda się przenieść wszystkich wydatków na klientów końcowych, co przełoży się na spadek wyników w sezonie 2018/2019 (EBITDA -17% r/r). Zarząd zapowiada 2-6% podwyżki cenników w zależności od regionu, ale zważając na realizację ubiegłorocznych składanych zapowiedzi należałoby podejść do nich ostrożnie. Obok presji kosztowej zastrzeżenia budzi bardzo słabe zarządzanie Grupy na rynkach eksportowych. Przy okazji wyników za 2Q'18 Zarząd poinformował, że w poprzednim sezonie przez nieefektywną logistykę nie udało się na czas dostarczyć produktów do klientów z Wielkiej Brytanii. W efekcie zmieniono kierownictwo w tamtejszym podmiocie oraz rozpoczęto restrukturyzację firmy. Czynnikiem ryzyka dla spółki jest również potencjalny BREXIT, gdyż Stelmet na rynku brytyjskim plasuje około 30% swojej sprzedaży. Nie zmieniamy naszej rekomendacji trzymaj dla Grupy Stelmet oraz ceny docelowej (8,36 PLN/akcja).

Cena bieżąca	7,70 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	8,36 PLN	+8,6%

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

Podstawowe dane			**STL PW**	**vs. WIG**
Ticker	STL PW	Zmiana 1M	+1,3%	+4,4%
ISIN	PLSTLMT00010	Zmiana YTD	+6,4%	+6,0%
Liczba akcji (mln)	29,4	Średni obrót 1M		0,0 mln PLN
MC (mln PLN)	226,1	Średni obrót 6M		0,0 mln PLN
EV (mln PLN)	388,6	EV/EBITDA 12M fwd	6,3	-8,7%
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	11,6	23,6	22,2	16,7	14,5
P/BV	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	7,1	5,9	6,9	6,0	5,4
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 inw.	**-62**	**-24**	**-29**	**-18**	**-27**
CAPEX	62	23	29	18	27
Przepływy fin.	**76**	**-9**	**-31**	**-29**	**-33**
Dywidenda/buyback	0	0	-2	-6	-9
FCF	-11	9	19	35	30
FCF/EBITDA	-18%	13%	34%	58%	47%
CFO/EBITDA	68%	46%	86%	88%	89%

Bilans

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

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	8,0	7,1	7,3	3,9	3,4	4,2
Maksimum	58,4	45,9	14,3	17,4	15,9	9,3
Mediana	14,3	11,5	10,0	7,0	6,3	6,1
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	206
Dług netto	182
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	9,10

Wycena

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

Deweloperzy

Atal

trzymaj (bez zmian)

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

Atal pozytywnie zaskoczył w 1Q'19 wysokimi marżami (28,2%) przez co ZN był 7,5% powyżej naszych prognoz i 6% od konsensusu. W efekcie wykonanie naszej rocznej prognozy to 27% ZN przy przekazaniach na poziomie 24%. Ponadto Spółka pozytywnie zaskoczyła poziomem wolumenów sprzedaży. Po 4 miesiącach br Atal zanotował wzrost wolumenów o 14% r/r, czemu sprzyjała istotna rozbudowa oferty. W 1Q'19 Spółka powiększyła ofertę do blisko 4,4 tys. (+51% r/r). W efekcie Zarząd Spółki podwyższył cel sprzedaży na ten rok do 2,8 tys. mieszkań (vs. 2,5 tys. poprzednio oraz 2,4 tys. w 2018), który po pierwszych trzech miesiącach jest już zrealizowany w 38%. Spółka istotnie powiększyła ofertę przede wszystkim w Poznaniu i Katowicach (czyli na rynkach utrzymujących się obecnie w trendzie wzrostowym sprzedaży) oraz odbudowała ofertę w Krakowie. Dzięki udanym akwizycjom nowych gruntów, bank ziemi wzrósł na koniec 1Q'19 do najwyższego poziomu w historii Spółki (12,6 tys. mieszkań, co odpowiada 5,2-letniej sprzedaży, znacznie powyżej swojej konkurencji). Sprzedaż po czterech pierwszych miesiącach realizuje już 41% naszej rocznej prognozy sprzedaży, co przy wysokiej ofercie sprzyja jej przekroczeniu i w konsekwencji zwiększeniu potencjału przekazań w przyszłych latach. W najbliższym czasie dokonamy aktualizacji naszych prognoz.

Cena bieżąca	39,90 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	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	0,0%	+3,1%
ISIN	PLATAL000046	Zmiana YTD	+42,5%	+42,1%
Liczba akcji (mln)	38,7	Średni obrót 1M	0,2 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	+2,7%
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%

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%**

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%

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%

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

Od ostatniego naszego Przeglądu miesięcznego, w Spółce nie pojawiły się nowe informacje cenotwórcze. Przypominamy, że w kwietniu Dom zaprezentował nominalnie bardzo dobre wyniki w 1Q, przy wysokiej marży 27,4%, choć zgodne z oczekiwaniami. W odróżnieni od ubiegłych lat 1Q miał istotne znaczenie dla całorocznego zysku netto, którego wykonanie wynosi obecnie 38%. Na konferencji wynikowej Zarząd Spółki przekazał, że oczekuje zbliżonego r/r ZN i podtrzymała plan wprowadzenia do realizacji w tym roku około 3,9 tys. lokali (+8% r/r, (z czego ponad ¼ została już wprowadzona). W efekcie zakłada zwiększenie oferty do około 3 tys. lokali (2,6 tys. w Q1). Znacząca rozbudowa nastąpi w Trójmieście i we Wrocławiu. W Warszawie ze względu na relatywnie krótki bank ziemi, Spółka w całym roku zakłada wprowadzenia niecałe 20% mniej r/r. W całym 2019 planuje zwiększenie wydatków na akwizycję nowych gruntów nawet do 500 mln PLN (vs. 300 mln PLN w 2018). Obecny bank ziemi (7,8 tys.) pozwala na realizację ponad 2-letniej sprzedaży, lecz łącznie z ofertą w pełni zabezpiecza nasze prognozy 2019-21. Ponadto spółka kontroluje ~4,8 tys. gruntów na podstawie umów przedwstępnych (co po ich finalizacji mogłoby się przełożyć na 3,4-letnią sprzedaż). Biorąc pod uwagę dobry track record w zakresie uruchamiania inwestycji na nowych gruntach, nie widzimy zagrożeń dla poziomu realizowanych inwestycji po 2020 r. Operacyjnie spółka prezentuje się dobrze a przekaz z konferencji wspiera nasze prognozy.

Cena bieżąca	82,00 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	84,40 PLN	+2,9%

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

Podstawowe dane			**DOM PW**	**vs. WIG**
Ticker	DOM PW	Zmiana 1M	0,0%	+3,1%
ISIN	PLDMDVL00012	Zmiana YTD	+30,2%	+29,8%
Liczba akcji (mln)	25,0	Średni obrót 1M	0,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 047,4	Średni obrót 6M	0,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	2 182,3	EV/EBITDA 12M fwd	7,6	-17,6%
Free float	25,2%	EV/EBITDA 5Y avg	9,3	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	10,7	9,0	9,3	8,2	10,4
P/BV	2,0	2,0	2,0	1,9	2,0
EV/EBITDA	8,7	7,3	7,7	7,1	9,5
DPS	5,05	7,60	9,05	8,86	9,97
DYield	6,2%	9,3%	11,0%	10,8%	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%

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%**

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%

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%

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. Wzrost EBITDA wyniósł 25% r/r w 1Q'19 i był wspierany przez konsolidację wyników restauracji Sushi Shop. Wysoka dynamika poprawy EBITDA Spółki powinna zostać utrzymana w 2-3Q'19, co naszym zdaniem będzie wspierało zachowanie się kursu Spółki. Zarząd AmRest zapowiedział otwarcie w 2019 roku przynajmniej 400 restauracji netto (po uwzględnieniu zamknięć. W każdym z kolejnych dwóch lat AmRest planuje otwarcie więcej niż 400 restauracji, a wzrost będzie w większym zakresie napędzany otwarciami franczyzowych placówek. Taki model ekspansji wymaga niższych nakładów kapitałowych, zmniejsza ryzyko dla spółki oraz powinien pozwolić na stopniowe zmniejszanie zadłużenia. Biorąc pod uwagę oczekiwane przyśpieszenie tempa poprawy EBITDA r/r względem 1Q'19 w kolejnych kwartałach oraz solidne fundamenty do wzrostu wyników w średnim terminie, uważamy AmRest za jedną z ciekawszych opcji inwestycyjnych z sektora.

Cena bieżąca	38,30 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	48,00 PLN	+25,3%

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

Podstawowe dane			**EAT PW**	**vs. WIG**
Ticker	EAT PW	Zmiana 1M	-6,1%	-3,1%
ISIN	NL0000474351	Zmiana YTD	-4,3%	-4,6%
Liczba akcji (mln)	219,6	Średni obrót 1M	2,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	8 408,9	Średni obrót 6M	4,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	10 935,5	EV/EBITDA 12M fwd	11,1	+4,3%
Free float	31,1%	EV/EBITDA 5Y avg	10,7	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	42,6	43,9	36,0	26,3	18,7
P/BV	6,2	4,6	4,1	3,6	3,0
EV/EBITDA	15,8	15,2	12,4	9,9	7,8
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**
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	17%	17%	17%	17%	17%	17%

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

Notowania CCC uległy istotnej korekcie po publikacji słabych wyników za 1Q'19, niskiej dynamiki sprzedaży w kwietniu oraz po komentarzu zarządu dotyczącym wyników sprzedażowych w maju. Potencjalny niski wynik spółki w miesiącach kwiecień-maj, połączony z presją na marżę brutto na sprzedaży r/r (gorszy sales-mix, niesprzyjający kurs USDPLN, wyższy udział markowych produktów w sprzedaży, rosnący udział e-commerce w sprzedaży) oraz presja kosztowa (wysoka baza kosztowa wykazana w 1Q'19), negatywnie wpłyną na rezultaty spółki w 2Q'19. Czynnik niższej sprzedaży spółki w 2Q'19 wywołany efektem pogodowym uznajemy jako przejściowy. Niemniej wysoka baza kosztowa wykazana w 1Q'19 powinna się utrzymywać w kolejnych negatywnie wpływając na rezultaty spółki. Oprócz zwiększonych kosztów związanych z konsolidacją KVAG, DeeZee oraz Gino Russi, uwagę w 1Q'19 zwraca wzrost kosztów G&A z 36 mln PLN w 1Q'18 do 72 mln PLN w 1Q'19 przy wzroście powierzchni o 22% r/r. Uzasadnieniem wzrostu mogą być potencjalne dodatkowe koszty sponsoringu grupy kolarskiej CCC oraz płatności do Unicef, które mogą się utrzymywać w kolejnych kwartałach. Biorąc powyższe pod uwagę, dokonamy rewizji naszych prognoz w najbliższym czasie.

Cena bieżąca	156,70 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	275,00 PLN	+75,5%

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

Podstawowe dane			**CCC PW**	**vs. WIG**
Ticker	CCC PW	Zmiana 1M	-23,3%	-20,3%
ISIN	PLCCC0000016	Zmiana YTD	-18,9%	-19,3%
Liczba akcji (mln)	41,1	Średni obrót 1M	24,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	6 444,6	Średni obrót 6M	22,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	7 384,4	EV/EBITDA 12M fwd	7,8	-49,1%
Free float	59,4%	EV/EBITDA 5Y avg	15,2	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	22,4	-	14,8	11,9	11,2
P/BV	5,9	5,6	4,8	3,6	2,8
EV/EBITDA	13,9	7,4	6,0	5,0	4,5
DPS	2,47	2,30	1,87	1,87	1,87
DYield	1,6%	1,5%	1,2%	1,2%	1,2%

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%

Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

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

*szacunki Domu Maklerskiego mBanku

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	17%	17%	17%	17%	17%	17%

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%

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

redukuj (bez zmian)

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

W maju kurs Dino negatywnie zareagował na wyrok Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej o podważeniu decyzji Komisji Europejskiej w sprawie podatku od sprzedaży detalicznej (wyrok nie jest prawomocny). Niemniej początkowa negatywna reakcja na kursie akcji szybko skorygowana przez inwestorów. Potencjalne ryzyko związane z wprowadzeniem podatku od sprzedaży detalicznej będzie naszym zdaniem wywierało presję na notowania spółki w najbliższych miesiącach. W maju, Dino opublikowało wyniki za 1Q'19 nieznacznie powyżej oczekiwań rynkowych. Sprzedaż porównywalna była na poziomie 5% (zgodnie z oczekiwaniami). Dzięki istotnej poprawie marży brutto na sprzedaży, spółka była w stanie poprawić marżę EBITDA r/r w 1Q'19 pomimo presji na koszty wynagrodzeń. Poprawa marży brutto na sprzedaży wynika ze stopniowego wzrostu cen oraz z uzyskiwania coraz lepszych warunków zakupowych. W kolejnych kwartałach dynamika lfl 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). Pomimo oczekiwanej poprawy wyników w kolejnych kwartałach, uważamy że obecna wycena dyskontuje zbyt optymistyczną ścieżkę wzrostu wyników spółki w kolejnych latach.

Cena bieżąca	124,40 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	112,70 PLN	-9,4%

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

Podstawowe dane			**DNP PW**	**vs. WIG**
Ticker	DNP PW	Zmiana 1M	0,0%	+3,1%
ISIN	PLDINPL00011	Zmiana YTD	+29,8%	+29,4%
Liczba akcji (mln)	98,0	Średni obrót 1M	26,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	12 196,2	Średni obrót 6M	21,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	12 836,1	EV/EBITDA 12M fwd	16,0	+1,6%
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	57,1	39,7	30,2	23,5	19,7
P/BV	13,5	10,1	7,5	5,7	4,4
EV/EBITDA	32,6	23,6	17,9	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%

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%

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%

Podsumowanie DCF

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

redukuj (podtrzymana)

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

Kurs Eurocash negatywnie zareagował na publikację wyników za 1Q'19 oraz na ogłoszenie wyroku Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej w sprawie podatku od sprzedaży detalicznej. Pomimo wysokiego udziału hurtu w sprzedaży Eurocash, potencjalna kwota podatku płacona od sprzedaży detalicznej wyniósłby około 30 mln PLN, co stanowi około 7,2% naszej prognozy EBITDA dla 2020P roku. Dodatkowo zarząd spółki potwierdził spekulacje dotyczącą zakończenia współpracy między Eurocash i PKN Orlen, co powinno przełożyć się na zmniejszenie sprzedaży o 600 mln PLN oraz utratę około 3-5% rocznej EBITDA. Potencjalne uwzględnienie obu powyższych czynników przełożyłoby się na brak wzrostu wyniku EBITDA r/r w 2020 roku. Korygujemy nasze prognozy dla Eurocash o utratę kontraktu z PKN Orlen, co w efekcie przełożyło się na zmniejszenie EBITDA/zysku netto o odpowiednio –1%/-3,5% w 2019 roku oraz –4%/-9,5% w 2020 roku. Wzrost wyceny spółek porównywalnych od momentu wydania ostatniej rekomendacji częściowo kompensuje negatywny wpływ obniżenia prognoz na wycenę. Uwzględniając powyższe oraz odcięcie dywidendy, wyznaczamy cenę docelową na 18,10 PLN i podtrzymujemy rekomendację redukuj.

Cena bieżąca	19,31 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	18,10 PLN	-6,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**redukuj**	**18,10 PLN**	**2019-06-03**
poprzednia	redukuj	18,90 PLN	2019-05-09

Podstawowe dane			**EUR PW**	**vs. WIG**
Ticker	EUR PW	Zmiana 1M	-8,4%	-5,3%
ISIN	PLEURCH00011	Zmiana YTD	16,3%	15,9%
Liczba akcji (mln)	139,2	Średni obrót 1M		4,2 mln PLN
MC (mln PLN)	2 687,2	Średni obrót 6M		6,4 mln PLN
EV (mln PLN)	3 013,8	EV/EBITDA 12M fwd	7,3	-29,8%
Free float	53,0%	EV/EBITDA 5Y avg	10,4	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	20 814	22 833	23 640	23 711	24 135
EBITDA skor.	440	361	374	375	401
marża EBITDA	2,1%	1,6%	1,6%	1,6%	1,7%
EBIT	38	214	158	181	217
Zysk netto	-59	110	72	102	144
P/E	-	24,5	37,3	26,4	18,6
P/BV	2,6	2,6	2,6	2,4	2,2
EV/EBITDA	14,1	7,5	8,0	7,1	6,0
DPS	0,80	0,76	1,00	0,26	0,37
DYield	4,1%	3,9%	5,2%	1,3%	1,9%

Zmiana prognoz	**2019P**	**2020P**	**2021P**
EBITDA	-1,1%	-4,0%	-3,6%
Zysk netto	-3,5%	-9,5%	-6,9%
Hurt (EBITDA)	-1,0%	-3,9%	-3,8%
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)	17 794	17 606	17 789	17 833	17 856
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**	**710**	**715**	**770**
D&A	183	204	217	220	226
D&A (leasing)			330	328	330
Kapitał obrotowy	247	196	31	16	36
Przepływy inw.	**-336**	**-462**	**-148**	**-148**	**-150**
CAPEX	-307	-445	-148	-148	-150
Przepływy fin.	**-117**	**-126**	**-630**	**-613**	**-616**
Dywidenda/buyback	-111	-106	-139	-36	-51
FCF	-271	446	200	211	266
FCF/EBITDA	-123%	107%	53%	53%	60%
CFO/EBITDA	223%	139%	190%	178%	174%

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	350	195	-10
Dług netto/EBITDA (x)	1,7	0,9	0,9	0,5	0,0

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	12,8	11,9	10,6	5,4	4,7	4,5
Maksimum	28,5	21,8	17,4	17,8	13,9	11,3
Mediana	16,1	13,1	11,9	7,8	6,5	6,2
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Hurt (EBITDA)	401	413	417	418	418	419	419	420	420	420	420
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	23 640	23 711	24 135	24 304	24 347	24 371	24 389	24 403	24 417	24 432	24 432
EBITDA	375	401	442	474	503	532	533	533	533	534	534
marża EBITDA	1,58%	1,69%	1,83%	1,95%	2,07%	2,18%	2,18%	2,18%	2,18%	2,18%	2,18%
EBIT	140	163	198	227	256	284	285	285	304	304	304
Podatek	40	40	44	46	49	53	52	52	55	55	55
CAPEX	-148	-148	-150	-151	-153	-154	-156	-157	-159	-229	-229
Kapitał obrotowy	31	16	36	22	16	15	14	14	14	14	14
FCF	200	211	266	281	299	320	321	319	333	263	263
PV FCF	191	187	218	213	210	209	193	178	173	126	
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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	3 559
Dług netto	521
Inne korekty	61
Wycena DCF na akcję (PLN)	21,39

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	12,77
DCF	50%	21,39
Cena wynikowa		17,08
Koszt kapitału 9M		5,7%
Cena docelowa za 9M		**18,10**

Jeronimo Martins

trzymaj (bez zmian)

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

W maju kurs Jeronimo Martins cofnął się z pod doniesienia o podatku od sprzedaży detalicznej. Naszym zdaniem sprawa podatku może być czynnikiem hamującym potencjalne wzrostu kursu spółki w najbliższym czasie. 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 2019 roku oczekujemy, że sieć Biedronka powiększy się o 110 sklepów netto, a łączny Capex JMT wyniesie 725 mln EUR w 2019 roku. Naszym zdaniem kurs JMT będzie silnie reagował na doniesienia dotyczące potencjalnego wprowadzenia podatku od sprzedaży detalicznej. Kolejnym potencjalnie pozytywnym zdarzeniem cenotwórczym powinna być publikacja wyników spółki pod koniec lipca 2019.

Cena bieżąca	13,63 EUR	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	14,30 EUR	+5,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**trzymaj**	**14,30 EUR**	**2019-05-09**

Podstawowe dane			**JMT PL**	**vs. WIG**
Ticker	JMT PL	Zmiana 1M	-4,2%	-1,1%
ISIN	PTJMT0AE0001	Zmiana YTD	+36,0%	+35,7%
Liczba akcji (mln)	629,3	Średni obrót 1M	13,9 mln EUR	
MC (mln EUR)	8 574,1	Średni obrót 6M	10,9 mln EUR	
EV (mln EUR)	8 968,6	EV/EBITDA 12M fwd	8,3	-12,3%
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	22,2	21,4	19,4	17,4	16,5
P/BV	4,8	4,8	4,4	4,0	3,7
EV/EBITDA	9,4	9,3	8,5	7,7	7,3
DPS	0,69	0,64	0,27	0,29	0,30
DYield	5,1%	4,7%	2,0%	2,1%	2,2%

Zmiana prognoz	**2019P**	**2020P**	**2021P**
EBITDA	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto	0,0%	0,0%	0,0%
Biedronka (s/mkw. r/r)	0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
Pingo Doce (s/mkw. r/r)	0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
Recheio (s/mkw. r/r)	0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.

Wyniki i przepływy operacyjne (bez MSSF 16)

(mln 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%

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%

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%

Podsumowanie DCF

(mln EUR)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,8%
Zdyskontowana 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

akumuluj (podwyższona)

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

W ostatnim miesiącu kurs spółki spadł o około 18% w reakcji na niesprzyjające warunki pogodowe w okresie kwiecień-maj (negatywny wpływ na sprzedaż) oraz umocnienie się USDPLN, co będzie miało wpływ na rentowność spółki w 2H'19. Ostateczne wyniki za 1Q'19 były zgodne z wstępnymi szacunkami na poziomie sprzedaży/EBIT. Spółka podała, że sprzedaż porównywalna w maju spadła o 12% r/r, a sprzedaż w kwietniu była „zadowalająca". Zwracamy uwagę, że na wyniki 2Q'19 wpływ będą miały (i) niska dynamika sprzedaży (efekt wysokiej bazy oraz niesprzyjające warunki pogodowe) oraz (ii) presja na marżę brutto na sprzedaży (wyższy kurs UDSPLN podczas zakupu kolekcji SS'19). Aprecjacja USDPLN w ostatnich tygodniach może przełożyć się na podwyższone koszty zakupu kolejnej kolekcji spółki (obecnie kurs jest o 7% wyżej r/r). Spółka potwierdziła cel marży brutto na sprzedaży w granicach 54-55% w 2019 roku oaz 53-54% w okresie od początku 2019 roku do końca stycznia 2020. Nieznacznie rewidujemy nasze oczekiwania sprzedaży/mkw., kosztów SG&A/mkw. oraz zakładamy wyższą efektywną stawkę podatkową. W efekcie przeprowadzonych zmian prognoz korygujemy EBITDA/zysk netto w 2019 roku o odpowiednio –0,6%/-12,9%. Aktualizujemy wycenę spółek porównywalnych po istotnych spadkach spółek porównywalnych w kwietniu. Istotnym potencjalnie negatywnym zdarzeniem cenotwórczym będzie publikacja szacunkowych wyników spółki za 2Q'19 na początku kwietnia. Uwzględniając istotną korektę kursu spółki oraz dobre perspektywy na 2H'19, podwyższamy naszą rekomendację do akumuluj z ceną docelową 8300 PLN.

Cena bieżąca	7 335,00 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	8 300,00 PLN	+13,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**akumuluj**	**8 300,00 PLN**	**2019-06-03**
poprzednia	trzymaj	8 400,00 PLN	2019-04-02

Podstawowe dane			**LPP PW**	**vs. WIG**
Ticker	LPP PW	Zmiana 1M	-13,0%	-9,9%
ISIN	PLLPP0000011	Zmiana YTD	-6,6%	-6,9%
Liczba akcji (mln)	1,9	Średni obrót 1M	17,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	13 587,5	Średni obrót 6M	18,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	12 878,6	EV/EBITDA 12M fwd	9,6	-31,2%
Free float	69,5%	EV/EBITDA 5Y avg	13,9	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	7 029	8 047	9 164	10 361	11 608
EBITDA	872	1 106	1 257	1 422	1 586
marża EBITDA	12,4%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%
EBIT	578	757	841	931	1 016
Zysk netto	441	505	669	761	834
P/E	30,8	26,9	20,3	17,8	16,3
P/BV	5,6	4,7	3,9	3,3	2,8
EV/EBITDA	15,2	11,6	10,2	9,0	7,8
DPS	35,71	39,96	59,97	77,32	62,23
DYield	0,5%	0,5%	0,8%	1,1%	0,8%

Zmiana prognoz	**2019P**	**2020P**	**2021P**
EBITDA	-0,6%	-0,2%	-0,9%
Zysk netto	-12,9%	-10,4%	-14,4%
Sprzedaż det/mkw.	-2,6%	-4,3%	-5,2%
SG&A/mkw.	+2,6%	+1,9%	+2,0%
Powierzchnia	+1,1%	+2,1%	+3,3%

Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Sprzedaż/mkw (Polska)	595	557	586	568	562
Sprzedaż/mkw (Rosja)	591	590	608	591	584
Sprzedaż/mkw (Czechy)	666	759	776	753	744
Sprzedaż/mkw (Niemcy)	502	500	529	513	508
MBNS	52,9%	54,7%	53,7%	53,6%	53,6%
Przepływy oper.	**893**	**1 212**	**1 369**	**1 831**	**2 046**
D&A	293	349	417	491	570
Dodatkowy D&A (MSSF 16)			575	640	700
Kapitał obrotowy	**101**	**125**	**-44**	**-62**	**-58**
Przepływy inw.	-384	-704	-702	-983	-823
Przepływy fin.	**-360**	**21**	**-942**	**-807**	**-830**
Dywidenda/buyback	66	73	110	142	114
FCF	358	92	84	164	475
FCF/EBITDA	41%	8%	7%	12%	30%
CFO/EBITDA	102%	110%	72%	84%	85%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2020P
Powierzchnia (Polska)	514	529	542	559	570
Powierzchnia (Rosja)	194	206	229	258	287
Powierzchnia (Czechy)	44	48	54	62	68
Powierzchnia (Niemcy)	45	46	46	47	47
Środki pieniężne	515	1 045	776	817	1 211
Dług netto*	-316	-753	-709	-775	-1 184
Dług netto/EBITDA (x)*	-0,4	-0,7	-0,6	-0,5	-0,7

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	17,8	13,9	11,5	9,5	8,3	6,7
Maksimum	22,2	20,4	19,1	12,7	11,9	11,1
Mediana	19,6	18,3	17,4	9,9	9,0	8,6
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Sprzedaż det/mkw.	641	660	670	681	688	692	690	689	688	684	684
SG&A/mkw.	287	293	299	306	309	313	312	310	309	308	308
Powierzchnia	1 091	1 223	1 354	1 488	1 592	1 695	1 804	1 918	2 037	2 161	2 161
Przychody	8 047	9 164	10 361	11 608	12 715	13 650	14 487	15 378	16 323	17 226	18 626
EBITDA	1 106	1 249	1 422	1 586	1 705	1 711	1 774	1 879	1 973	2 037	2 207
marża EBITDA	13,7%	13,6%	13,7%	13,7%	13,4%	12,5%	12,2%	12,2%	12,1%	11,8%	11,8%
EBIT	757	841	931	1 016	1 120	1 144	1 219	1 329	1 423	1 482	1 589
Podatek	228	180	177	193	213	217	232	253	270	282	302
CAPEX	-799	-870	-983	-823	-512	-517	-539	-562	-584	-605	-617
Kapitał obrotowy	-14	123	98	95	86	72	64	68	72	70	74
FCF	92	84	164	475	895	904	939	997	1 047	1 081	1 214
PV FCF	0	80	144	385	668	622	595	582	564	536	
WACC	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdyskontowana wartość FCF	13 972
Dług netto	-753
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	7 900

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	7 500
DCF	50%	7 900
Cena wynikowa		7 820
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		**8 300**

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:
EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) - roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

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

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:
Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:
KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

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

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

Sporządzanie nowych rekomendacji zakończyło się 3 czerwca 2019 o godzinie 8:50.
Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 3 czerwca 2019 o godzinie 8:50.

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

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pośredniczył w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji: ABC Data, BoomBIT, Orbis, Polenergia, Polwax, 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_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

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

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

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

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

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

Grupy porównawcze wykorzystywane w wycenie poszczególnych spółek

11 bit studios	Activision, Blizzard, CAPCOM, Take Two Interactive, Ubisoft Entertainment, Electronic Arts, Paradox Interactive
Agora	Axel Springer, Cinemark Holdings, Cineworld, Daily Mail&General, IMAX Corp, JC Decaux, Lagardere, Sanoma, Schibsted, Stroeer Media,
AmRest	Alsea, Autogrill, Chipotle Mexican, Collins Foods, Jack In The Box, McDonalds, Mitchells & Butlers, Panera Bread, Starbucks, Texas Roadhouse, Wendy's, Yum! Brands
Asseco Poland	Atos, CAP Gemini, Comarch, Computacenter, Fiserv, Indra Sistemas, Oracle, Sage Group, SAP, Software AG
Atal	Archicom, Dom Development, i2 Development, JWC, LC Corp, Lokum Deweloper, Polnord, Ronson
CCC	Adidas, Asos, Boohoo.com, Caleries, Crocs, Foot Locker, Geox, Nike, Steven Madden, Tod's, Voox Net-a-Porter, Zalando
CD Projekt	Activision, Blizzard, CAPCOM, Take Two Interactive, Ubisoft Entertainment, Electronic Arts
CEZ, Enea, Energa, PGE, Tauron	CEZ, EDF, EDP, Endesa, Enea, Enel, Energa, EON, Innogy, PGE, RWE, Tauron
Ciech	Akzo Nobel, BASF, Bayer, Ciner Resources, Dow Chemical, GHCL, Hongda Xindye, Huntsman, MISR Chemical, OCI, Soda Samayii, Solvay, Shandong Haihua, Qingdao, Tata Chemicals, Tangshan Sanyou Chemical, Tessenderlo Chemie, Tronox, Wacker Chemie
Comarch	Asseco Poland, Atos, CAP Gemini, Computacenter, Fiserv INC, Indra Sistemas, Oracle Corp, Sage Group, SAP, Software AG, Tieto
Cyfrowy Polsat	BT Group, Comcast, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Iliad, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Netia, O2 Czech, Orange, Orange Polska, Shaw Communications, Talktalk Telecom, Tele2, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
Dino	Carrefour, Dixy Group, Eurocash, Jeronimo Martins, Magnit, Metro, O'Key Group, Tesco, X5
Dom Development	Archicom, Atal, LC Corp, Lokum Deweloper, Echo
Eurocash	Carrefour, Dixy Group, Jeronimo Martins, Magnit, Metro, O'Key Group, Tesco, X5
Famur	Epiroc, Caterpillar, Duro Felguera, Komatsu, Sandvik
Grupa Azoty	Acron, Agrium, CF Industries, Israel Chemicals, K+S, Mosaic, Phosagro, Potash, Yara
Jeronimo Martins	Carrefour, Eurocash, Magnit, Tesco, X5
JSW	Alliance Resource Partners, Peabody Energy, Arch Coal, Semirara Mining and Power, Bukin Asam, Henan Shenhou, Shanxi Xishan Coal & Elec, Yanzhou Coal Mining, Banpu Public, LW Bogdanka, Shaanxi Heimao, China Coal, Shougang Fushan Resources, Cokal, Teck Resources, Walter Energy, Stanmore Coal, Terracom, Cloud Peak Energy, Natural Resource Partners, Rio Tinto, BHP Billiton, Warrior Met Coal
Kernel	Astarta, Andersnons, ADM, Avangard, Bunge, China Agri Industries, Felda Global, Golden Agri Resources, GrainCorp, IMC, MHP, Milkiland, Nisshin Oillio Group, Ovostar, Wilmar
Kęty	Alcoa, Amag, Amcor, Bemis, Century Aluminium, China Hongoiao, Constelium, Impexmetal, Kaiser Aluminium, Mercor, Midas Holdings, Nippon Light Metal, Norsk Hydro, UACJ, United CO Rusal
KGHM	Anglo American, Antofagasta, BHP Billiton, Boliden, First Quantum Minerals, Freeport-McMoRan, Grupo Mexico, Hudbay, Lundin, MMC Norilsk Nickel, OZ Minerals, Rio Tinto, Sandfire Resources, Southern Copper, Vedanta Resources
Lotos, MOL	Aker BP, Bashneft, BP, ENI, Galp, Gazpromneft, Hellenic, Lotos, Lukoil, MOL, Motor Oil, Neste, OMV, OMV Petrom, PKN, Repsol, Rosneft, Saras, Shell, Statoil, Total, Tullow Oil, Tupras, Unipetrol
LPP	CCC, Gerry Weber, H&M, Hugo Boss, IC Companys, Inditex, Kappahl, Marks & Spencer, Next, Tom Tailor
Netia	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Mobile Telesystems, O2 Czech, Orange, Orange Polska, Rostelecom, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
Orange Polska	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Mobile Telesystems, Netia, O2 Czech, Orange, Rostelecom, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
PBKM	Attendo, Capio, Centrum Medyczne Enel-Med, China Cord Blood, Cordlife Group, Cryolife Inc, Express Scripts, HCA Healthcare, Korian, LabCorp, Life Healthcare Group, Netcare, Polmed, Quest Diagnostics, Vita 34, Voxel
PGNiG	A2A, BP, Centrica, Enagas, Endesa, Enea, Energa, Engie, ENI, EON, Galp Energia, Gas Natural, Gazprom, Hera, MOL, Novatek, OMV, Red Electrica, Romgaz, RWE, Shell, Snam, SSE, Statoil, Total
PKN Orlen	Braskem, Dow Chemical, Eastman, Galp, Hellenic, Huntsman, Indorama, Lotos, Lotte, Lyondellbasell, Mitsubishi, Mitsui, MOL, Motor Oil, Neste, OMV, OMV Petrom, Petronas, Saras, Tupras, Unipetrol, Westlake
Play	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Netia, O2 Czech, Orange, Orange Belgium, Orange Polska, Telecom Italia, TalkTalk, Tele2, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vimpel, Vodafone Group
Skarbiec Holding	Affilated Managers, AllianceBernstein, Ashmore Group, Blackrock, Brewin Dolphin, Eaton Vance Mgmt, Franklin Resources, GAM Holding, Invesco, Investec, Janus Henderson, Jupiter AM, Legg Mason, Liontrust AM, Och-Ziff Capital Mgmt., Schroders, Standard Life, T Rowe Price
Stelmet	AFG Arbonia, Canfor, Century Plyboards, Deceuninck, Duratex, Forte, Greenply Industries, Interfor, Inwido, Louisiana Pacific, Nobia, Pflaiderer, Rayonier, Uzin UTZ, Vanachai Group, Vilmorin, West Fraser
Wirtualna Polska	eBay, Facebook, Google, Mail.ru, Sina, Yahoo Japan, Yandex

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku wydane w przeciągu ostatnich 12 miesięcy

11 bit studios

rekomendacja	kupuj
data wydania	2019-05-20
cena docelowa (PLN)	518,00
kurs z dnia rekomendacji	398,00

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	kupuj
data wydania	2019-06-03	2019-02-01	2018-12-05	2018-10-04
cena docelowa (PLN)	77,00	87,00	92,50	96,00
kurs z dnia rekomendacji	52,80	57,50	56,65	62,90

Alumetal

rekomendacja	niedoważaj	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2019-05-29	2019-04-15	2019-03-28	2018-08-23
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	51,00	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	trzymaj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2019-06-03	2019-03-05	2019-02-04	2018-12-05	2018-09-03	2018-06-06
cena docelowa (PLN)	50,80	53,00	51,20	49,60	49,00	41,20
kurs z dnia rekomendacji	51,10	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

Atal

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

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
data wydania	2019-04-02	2019-02-04	2018-11-05	2018-07-04
cena docelowa (CZK)	565,50	537,80	518,72	440,96
kurs z dnia rekomendacji	540,50	568,00	549,00	550,00

Ciech

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-06-03	2019-05-09	2019-04-02	2019-02-04	2018-11-05	2018-08-02	2018-07-04	2018-06-06
cena docelowa (PLN)	55,00	68,11	68,66	75,82	77,05	82,52	81,14	88,64
kurs z dnia rekomendacji	42,65	44,85	54,80	52,40	42,58	56,95	53,05	60,20

Cognor

rekomendacja	przeważaj	równoważ	niedoważaj	równoważ
data wydania	2019-06-03	2019-05-09	2019-03-05	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,60	1,59	1,94	1,80

Comarch

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

Cyfrowy Polsat

rekomendacja	redukuj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2019-05-31	2018-11-26	2018-06-15
cena docelowa (PLN)	24,60	23,20	24,90
kurs z dnia rekomendacji	26,00	22,50	22,76

Dino

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

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

Elemental

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

Enea

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

Energa

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

Erbud

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

Ergis

rekomendacja	równoważ	przeważaj	przeważaj	niedoważaj
data wydania	2019-05-29	2019-04-29	2019-02-27	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,00	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	redukuj	sprzedaj	redukuj	trzymaj	kupuj
data wydania	2019-06-03	2019-05-09	2019-04-02	2019-02-04	2018-12-05	2018-10-01
cena docelowa (PLN)	18,10	18,90	18,90	17,90	18,20	26,40
kurs z dnia rekomendacji	19,31	21,00	22,58	20,13	18,00	18,08

Famur

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-06-03	2019-05-09	2019-02-04	2018-11-30	2018-08-02
cena docelowa (PLN)	6,67	6,90	6,61	6,41	6,56
kurs z dnia rekomendacji	4,85	4,82	4,98	5,58	5,20

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

Grupa Azoty

rekomendacja	akumuluj	kupuj	trzymaj	trzymaj	kupuj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2019-06-03	2019-05-09	2019-03-05	2018-11-23	2018-11-05	2018-09-03	2018-08-02
cena docelowa (PLN)	44,42	45,39	43,20	33,00	31,47	41,13	42,13
kurs z dnia rekomendacji	39,86	35,92	43,88	32,36	24,00	38,00	42,20

GTC

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

Handlowy

rekomendacja	akumuluj	kupuj	kupuj	trzymaj	redukuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2019-06-03	2019-05-21	2019-05-09	2019-03-05	2019-02-01	2018-12-05	2018-10-04
cena docelowa (PLN)	61,00	61,00	65,50	65,50	65,50	76,00	90,00
kurs z dnia rekomendacji	53,70	52,40	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
data wydania	2018-12-05	2018-06-22
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	11,30	15,40

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	sprzedaj	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
cena docelowa (PLN)	54,80	54,80	60,68	60,68	59,14	59,14	98,00	108,69	107,00	115,23
kurs z dnia rekomendacji	49,86	62,50	59,96	68,30	71,20	72,56	77,00	79,50	77,50	86,66

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	kupuj
data wydania	2019-06-03	2019-03-05	2018-11-05	2018-07-23
cena docelowa (PLN)	58,63	62,86	60,85	59,18
kurs z dnia rekomendacji	46,50	49,20	52,10	50,50

Grupa Kęty

rekomendacja	redukuj	trzymaj	trzymaj	redukuj	sprzedaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2019-06-03	2019-04-02	2019-01-18	2018-12-05	2018-10-29	2018-09-03	2018-08-02	2018-06-06
cena docelowa (PLN)	326,37	341,33	324,30	309,30	309,30	367,45	355,61	371,08
kurs z dnia rekomendacji	347,50	324,00	336,50	343,00	365,50	387,50	321,50	360,50

KGHM

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-06-03	2019-04-02	2019-02-04	2018-12-05	2018-10-15	2018-09-03	2018-08-02	2018-06-06
cena docelowa (PLN)	91,71	105,57	92,41	84,56	87,99	104,21	111,08	112,92
kurs z dnia rekomendacji	95,00	109,40	94,16	92,60	85,40	90,80	96,00	96,52

Komercni 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	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	trzymaj
data wydania	2019-06-03	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04	2018-11-15	2018-09-03	2018-08-02	2018-06-29
cena docelowa (PLN)	65,95	65,41	65,18	65,36	59,84	57,21	52,51	52,51
kurs z dnia rekomendacji	87,82	86,22	93,90	93,00	73,50	69,90	65,86	54,50

LPP

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2019-06-03	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04	2018-12-05	2018-10-01	2018-06-18
cena docelowa (PLN)	8300,00	8400,00	9300,00	9300,00	9300,00	10200,00	10200,00
kurs z dnia rekomendacji	7 335,00	8 405,00	7 990,00	8 370,00	7 730,00	8 625,00	9 025,00

Mangata

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	niedoważaj	równoważ
data wydania	2019-05-29	2019-05-09	2019-04-29	2018-10-01	2018-09-13	2018-06-22
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	69,50	69,00	71,00	65,40	91,20	90,00

Millennium

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	trzymaj	redukuj	sprzedaj
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	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2019-06-03	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04	2018-12-05	2018-11-15	2018-11-05	2018-09-03	2018-06-29
cena docelowa (HUF)	3223,00	3223,00	3423,00	3433,00	3280,00	3280,00	3296,00	3296,00	2995,00
kurs z dnia rekomendacji	3 276,00	3 278,00	3 250,00	3 284,00	3 206,00	3 088,00	3 006,00	2 870,00	2 654,00

Monnari

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

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	kupuj
data wydania	2019-05-30	2019-02-01	2018-12-05	2018-10-04
cena docelowa (PLN)	121,00	131,80	136,29	138,70
kurs z dnia rekomendacji	103,75	110,60	113,25	107,20

Pfleiderer Group

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	niedoważaj	równoważ	przeważaj
data wydania	2019-05-29	2019-04-16	2019-02-27	2019-01-30	2018-09-28	2018-08-08
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	20,40	25,50	28,40	32,60	36,45	37,30

PGE

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-06-03	2019-05-09	2019-04-02	2019-03-26	2019-02-04	2018-11-29
cena docelowa (PLN)	13,39	13,38	13,66	13,77	14,47	14,82
kurs z dnia rekomendacji	9,23	8,61	10,10	9,88	11,86	11,47

PGNiG

rekomendacja	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-05-28	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04	2018-11-05	2018-09-03	2018-06-29
cena docelowa (PLN)	6,47	6,92	7,08	7,72	7,72	7,86	8,28
kurs z dnia rekomendacji	5,58	6,31	6,58	7,63	6,35	5,82	5,53

PKN Orlen

rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	redukuj	sprzedaj	sprzedaj	redukuj
data wydania	2019-06-03	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04	2018-11-15	2018-11-05	2018-09-03	2018-08-02	2018-06-29
cena docelowa (PLN)	80,01	79,39	81,22	83,43	81,52	81,38	81,38	76,84	76,84
kurs z dnia rekomendacji	96,78	99,94	101,50	104,70	97,80	93,50	98,24	93,06	82,50

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	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	kupuj	kupuj	trzymaj	redukuj
data wydania	2019-05-31	2019-05-09	2019-04-12	2019-02-04	2018-11-26	2018-10-17	2018-08-30	2018-07-03
cena docelowa (PLN)	29,00	25,25	26,70	21,30	21,30	21,50	22,60	23,50
kurs z dnia rekomendacji	25,08	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
data wydania	2018-09-14
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	7,70

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	trzymaj	akumuluj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2019-06-03	2019-02-01	2018-12-05	2018-11-05	2018-10-04	2018-09-03
cena docelowa (PLN)	377,27	388,00	400,00	400,00	400,00	430,00
kurs z dnia rekomendacji	365,20	373,80	364,80	353,80	367,00	376,00

Skarbiec Holding

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-06-03	2018-12-05	2018-11-05	2018-08-31
cena docelowa (PLN)	28,17	31,36	31,02	36,86
kurs z dnia rekomendacji	16,50	23,50	21,70	25,30

Stelmet

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

Tarczyński

rekomendacja	równoważ	niedoważaj	niedoważaj
data wydania	2019-05-29	2019-04-29	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	15,40	15,60	17,50

Tauron

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

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
data wydania	2018-12-05	2018-09-27
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,60	5,18

Trakcja

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

TXM

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

Ulma

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

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	2019-05-29	2019-03-28	2018-12-05	2018-11-08
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,90	4,29	3,83	4,06

Wasko

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

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

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

Departament Analiz

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

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

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

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