

środa, 3 lipca 2019 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: lipiec 2019

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

Niepewny rezultat negocjacji pomiędzy USA a Chinami, pogarszająca się globalna sytuacja gospodarcza (dodatkowo potwierdzona zapowiedzią łagodzenia polityki monetarnej przez banki centralne) oraz ryzyko eskalacji konfliktu z Iranem skłaniają nas do obniżenia alokacji do pozycji neutralnej.

Ze spółek

Finanse

Wzrost wycen polskich banków w czerwcu spowodował spadek naszego potencjału wzrostu do <5%, co sugeruje selektywne i bardziej neutralne podejście inwestycyjne. Jednocześnie rynek nadal oczekuje na informacje dotyczące potencjalnego inwestora lub restrukturyzacji w GNB oraz Idea Banku. Bardziej interesująco wyglądają wyceny czeskich oraz regionalnych banków, gdzie widzimy dwucyfrowy potencjał wzrostu. Katalizatorem dla kursu KB i EBS może być pozytywna konkluzja sagi podatkowej w Czechach.

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. Ciekawie nie przestaje rozczarowywać inwestorów.

Paliwa

Marże rafineryjne już się znormalizowały po mocnych odczytach majowych i perspektywy na drugie półrocze są dla sektora mało budujące, szczególnie że baza odniesienia 2H'18 jest wymagająca. Utrzymujemy negatywne nastawienie do LTS i PKN. Liczymy na odbicie cen gazu i dlatego podtrzymujemy rekomendację kupuj dla PGN.

Energetyka

WIG-Energia zaliczył w ostatnich dniach spektakularne odbicie, ale nadal dystans do europejskiej grupy porównawczej jest znaczący w ujęciu YTD. Podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do sektora zwracając uwagę na potencjalne katalizatory (poprawa wyników w kolejnych okresach, wypłata rekompensat, PEP40, fundusz modernizacyjny).

Telekomunikacja, media, IT

W czerwcu zrealizowały się nasze rekomendacje na PLY (wzrost notowań o >105% od wydania naszego raportu z listopada'18) i OPL. Obecnie mamy do nich neutralne nastawienie, na ich tle CPS wygląda mało atrakcyjnie przy obecnej waluacji rynkowej. Inwestorów przestrzegamy przed nadmiernym optymizmem dot. podwyżki cen. Potencjał do dalszych wzrostów w sektorze jest już ograniczony. W sektorze IT nasz wybór to niezmiennie CMR i ASE.

Przemysł, surowce

Wśród naszych faworytów pozostają Cognor, Famur, Kernel, Pozbud i TIM. Unikaliśmy Alumental i Impexmetal. Słabsze wyniki Boryszew w 2Q'19 mogą prowadzić do naruszenia umów z bankami (kowenanty). Ciekawie w perspektywie kolejnych kilku kwartałów może naszym zdaniem wyglądać Astarta (rekordowo niski areał buraka na Ukrainie). Kurs JSW prawdopodobnie zdyskontował już większość ryzyk, czas na odreagowanie.

Deweloperzy

W raporcie z 6.VI wskazaliśmy, że bardziej wymagający rynek nie powinien na razie zaszkodzić DOM i 1AT. Jednocześnie preferujemy 1AT, które wyróżnia się dobrym przygotowaniem ofertowym i obecnością na rynkach wzrostowych, co potwierdzają dobre wolumeny sprzedaży 1H19 (+25% r/r).

Handel

Wyniki sprzedażowe w czerwcu powinny być wspierane przez dobre warunki pogodowe. Naszym zdaniem najlepiej z sektora będą się zachowywały EAT, LPP oraz VRG. Słabe wyniki w 2Q'18 powinno zaraportować CCC, a rezultaty EUR będą nadal pod presją prowadzonych działań reorganizacyjnych.

Kluczowe rekomendacje

Pozytywne: ATT, 1AT, CEZ, COG, EAT, EBS, ENA, ENG, FMF, JSW, KER, LPP, OTP, PEO, PGE, PGN, PKO, POZ, VST, TIM, TPE

Negatywne: AML, CPS, EUR, ING, IPX, LTS, PKN

Indeksy	Kurs bieżący	1M	YTD
WIG	60 538	+4,5%	+5%
ATX	2 985	+3,5%	+11%
BUX	40 767	-0,3%	+4%
PX	1 041	+0,9%	+10%

Indeksy sektorowe WIG		1M	YTD
WIG20	2 341	+4,7%	+3%
mWIG40	4 109	+4,7%	+7%
sWIG80	11 786	+3,4%	+14%
Banki	7 958	+6,1%	+7%
Budownictwo	2 121	+6,0%	+11%
Chemia	10 741	+2,2%	+15%
Energia	2 254	+5,1%	-7%
Górnictwo	3 527	+4,6%	+3%
Informatyka	2 438	+4,7%	+22%
Media	5 286	+7,1%	+17%
Nieruchomości	2 231	+6,0%	+17%
Odzież	5 746	+6,1%	-5%
Paliwa	6 736	-6,0%	-16%
Spożywczy	3 344	+3,7%	-1%
Telekomunikacja	894	+24,1%	+44%

Top 5 / Worst 5		1M	YTD
Bumeh	4,30	+43,3%	+86%
Trakcja	2,38	+37,7%	-40%
Orange	6,77	+31,5%	+41%
Play	33,34	+27,2%	+70%
PHN	13,00	+26,8%	+47%
CI Games	0,98	-14,8%	+20%
Idea Bank	2,12	-17,8%	-13%
Ursus	0,86	-21,1%	-43%
CFI Holding	0,36	-24,2%	-37%
Prairie Mining	0,64	-31,2%	-43%

Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
Alior Bank	kupuj ►	72,30 PLN ▼
Atal	akumuluj ►	41,89 PLN ▼
Ciech	trzymaj ▼	41,72 PLN ▼
Cognor	akumuluj ►	1,84 PLN ▲
Dom Dev	trzymaj ►	79,80 PLN ▼
Famur	kupuj ►	6,96 PLN ▲
Grupa Azoty	akumuluj ►	45,93 PLN ▲
Grupa Kęty	trzymaj ▲	345,32 PLN ▲
Handlowy	akumuluj ►	59,45 PLN ▼
ING BSK	redukuj ▼	191,80 PLN ►
JSW	akumuluj ▲	50,02 PLN ▼
KGHM	trzymaj ►	98,35 PLN ▲
LPP	akumuluj ►	8500 PLN ▲
OTP Bank	kupuj ▲	13046 HUF ►
Pekao	akumuluj ▼	121,00 PLN ►
Play	trzymaj ▼	29,00 PLN ►
PZU	trzymaj ▼	43,38 PLN ►
Stelmet	trzymaj ►	7,95 PLN ▼
Wirtualna Polska	trzymaj ▼	61,50 PLN ►

Spis treści

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

Rynek akcji

Oczekiwanie na pozytywne efekty szczytu G20 i zapowiedź banków centralnych o łagodzeniu polityki monetarnej pozwoliły S&P500 na osiągnięcie historycznego szczytu notowań. Od długiego czasu pozostawaliśmy pozytywni na globalny rynek akcji. Perspektywa najbliższych miesięcy skłania nas jednak do obniżenia alokacji w akcje do pozycji neutralnej. Ustalenia szczytu G20 ponownie otwierają negocjacje pomiędzy USA a Chinami. Wydaje się jednak, że stronom daleko do osiągnięcia konsensusu, który pozwoliłby światowej gospodarce powrócić na ścieżkę szybszego wzrostu. Momentum makro nadal pogarsza się (pomimo pakietu stymulacyjnego w Chinach), co będzie obniżało konsensus prognoz zysków spółek i zwiększało ryzyko recesji (już nie tylko w przemyśle). Dane za 1Q wskazują, że amerykańskie korporacje pomniejszyły Q/Q wartość skupu akcji, co było istotnym składnikiem popytu na akcje szczególnie w okrasach wyprzedzających aktywów. Potwierdzeniem tego scenariusza jest działanie banków centralnych, które na tą chwilę inwestorzy kierowani doświadczeniem ostatnich kilku lat przyjmują entuzjastycznie. Historycznie, początek cyklu obniżek stóp procentowych w USA zapoczątkowywał zarówno falę wzrostową na S&P, jak i zwiastował początek recesji i bessy. Warto przy tym pamiętać, że bilans ECB to już 40% PKB Strefy Euro, a bilans BoJ odpowiada 101% PKB Japonii. Dodatkowym elementem ryzyka pozostaje eskalacja konfliktu USA-Iran. Czynnikiem wspierającym rynek akcji w krótkim okresie jest relatywnie wysoki poziom gotówki w globalnych funduszach inwestycyjnych.

Wojna handlowa

W poprzednim miesiącu wskazywaliśmy, że przy silnych negatywnych oczekiwaniach inwestorów z przełomu maja/czerwca, szczyt G20 jest chyba ostatnią szansą na załagodzenie sporu pomiędzy USA a Chinami przed przyszłorocznymi wyborami w USA. Pomimo nadal pogarszającego się otoczenia makro inwestorzy spekulowali zakładając pozytywny rezultat szczytu, co finalnie okazało się słuszną strategią. Prezydent Trump zgodził się na powrót do rozmów i czasowe niewprowadzanie nowych тариф celnych (obecnie 250 mld USD, potencjalnie dodatkowe 300 mld USD). Ponadto, do pakietu negocjowanych tematów dołączono Huawei, w stosunku do którego Amerykanie mogą złączyć sankcje.

Na dziś wiemy, że strony nadal chcą rozmawiać. Po szczycie brakuje jednak konkretnych ustaleń. Oprócz problemu stawek celnych na towary, przez kilka kwartałów strony nie były w stanie znaleźć konsensusu w tak trudnych kwestiach jak: wartość intelektualna, transfer technologii, dostęp do rynków i ograniczenia inwestycyjne, a są one częścią całego pakietu ustaleń. Przebieg negocjacji pokazał siłę strony chińskiej, czego przykładem może być chociażby groźba odcięcia Amerykanów od dostaw metali ziem rzadkich (w odpowiedzi na restrykcje w stosunku do chińskich spółek technologicznych). Biorąc pod uwagę, że Trump będzie działał w coraz większym stopniu pod presją rozpoczętej kampanii wyborczej, skłonność Chin do ustępstw będzie niewielka. Uważamy że pozytywny wpływ na rynek szczytu G20 wkrótce skończy się i powrócą obawy o makro i eskalację konfliktu na Bliskim Wschodzie.

Konflikt z Iranem w tle wojny handlowej

Od kiedy Trump w 2018 roku zerwał porozumienie z 2015 roku ws. zaprzestania przez Iran produkcji wzbogaconego uranu w zamian za zniesienie sankcji, konflikt systematycznie nasila się. W maju Trump skierował do Zatoki Perskiej zespół

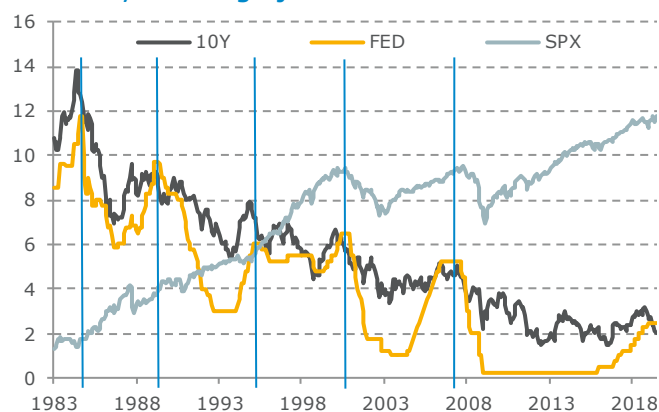
bojowy z lotniskowcem na czele, a Iran ogłosił, że wycofuje się ze zobowiązań umowy z 2015 roku. Ponadto zapowiedział, że jeżeli do 7 lipca (60 dni) nie zostanie wypracowane porozumienie, wznowi produkcję uranu. Zestrzelenie amerykańskiego drona, atak na dwa tankowce w Zatoce Omańskiej i medialny przekaz Trumpa, że „w ostatniej chwili odwołał odwetowy atak na Iran” to bezpośrednie dowody na to, jak bardzo sytuacja zaostrzyła się w ostatnich dwóch tygodniach. Konflikt USA z Iranem mającym polityczne wsparcie Rosji i Chin może być dla tych dwóch ostatnich korzystny. Z jednej strony zawyża ceny ropy naftowej, a z drugiej odciąga USA od kwestii sporu handlowego i sytuacji na Morzu Południowochińskim. Nie przypadkowe jest również zerwanie rozejmu w Donbasie i nasilenie działań „zaczepnych” ze strony separatystów. Trumpowi będzie ciężko wycofać się ze złożonych deklaracji ws. Iranu, a Chiny i Rosja będą doprowadzać do dalszych prowokacji, co będzie przekładać się na rosnące obawy inwestorów.

Gra pod obniżki stóp procentowych w USA i przywrócenie QE w Europie

Obok rosnących oczekiwań na pozytywne zakończenie szczytu G20, inwestorzy pozytywnie reagowali na kolejne sygnały z FED o coraz bardziej prawdopodobnych obniżkach stóp procentowych. Powell zasugerował takie działanie w trakcie konferencji po ostatnim posiedzeniu komitetu. FED obniżył projekcje inflacji oraz długoterminowej stopy bezrobocia, wskazuje na to również rozkład „kropek”, czyli oczekiwań członków FOMC. Rynki dyskontują jedną obniżkę stóp w tym roku ze 100% prawdopodobieństwem. Pierwsza obniżka może mieć miejsce już w lipcu, co wraz z nadziejami po szczycie G20 może mieć wpływ na decyzje zakupowe inwestorów – tym bardziej, że przed G20 fundusze posiadały relatywnie dużo gotówki w portfelach. Wejście w fazę ponownego łagodzenia monetarnego zapowiedział również Prezes ECB. W przypadku braku poprawy gospodarczej i wzrostu inflacji, Draghi dopuszcza kolejną obniżkę stóp procentowych jak również zmianę parametrów programu skupu aktywów.

Obecnie kluczowym pytaniem pozostaje, czy obniżki FED będą poprzedzały recesję w USA, czy jedynie „soft patch” gospodarki. W obu scenariuszach będzie miała miejsce różna reakcja giełdy. W przypadku ostatnich dwóch cykli obniżek (2000, 2007) ich początek pokrywał się ze szczytem na S&P500. Następnie gospodarka wchodziła w dotkliwą recesję. Kiedy FED zaczął obniżać stopy procentowe w 1984 i 1995 rynki akcji kontynuowały wzrosty. Wreszcie w 1989 roku obniżka zapowiadała ponad roczną korektę indeksu po czym ceny akcji znów zaczynały rosnąć.

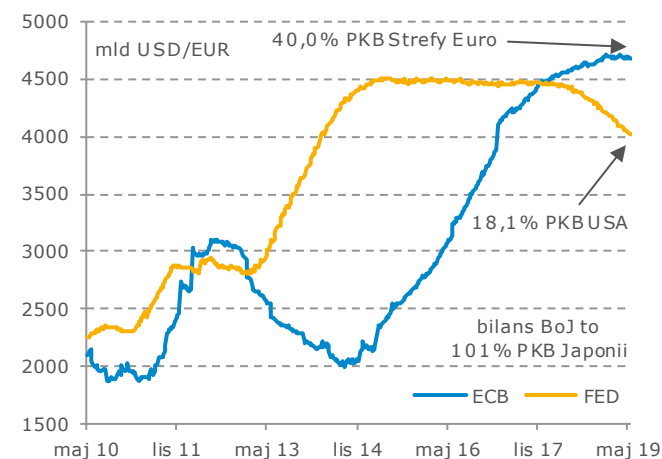
FED Funds, 10Y obligacje i S&P500



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Kolejne obniżki stóp procentowych następują z coraz niższego poziomu nominalnego, dlatego ich wpływ (skuteczność) na realną gospodarkę może być mniejszy – czego najlepszym przykładem jest Strefa Euro i Japonia. W związku z tym banki centralne wykorzystały skup aktywów, jako narzędzie polityki monetarnej. FED rozpocznie łagodzenie polityki monetarnej w relatywnie komfortowych warunkach, tj. obniżki stóp z poziomu 2,5% i relacji bilans FED / PKB na poziomie 18,1%. W przypadku ECB sytuacja jest dużo trudniejsza – 0% stopa referencyjna i 40% relacja bilans banku / PKB Strefy. W przypadku drugiego wskaźnika trudno mówić o poziomie docelowym/ostrożawczym, jeżeli weźmiemy pod uwagę, że w Japonii wynosi on już 101%!

Bilans ECB i FED

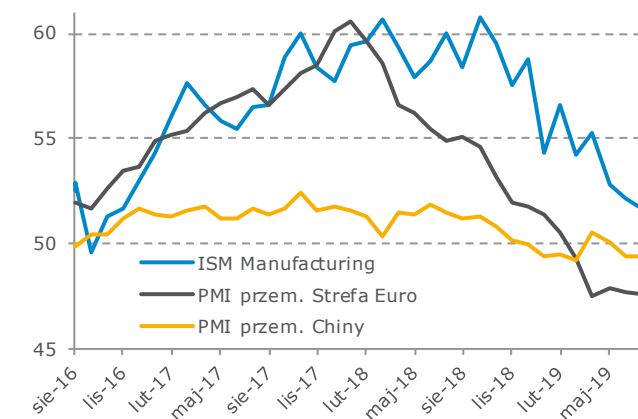


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Otoczenie makro nadal pogarsza się

Czerwcowe wskaźniki wyprzedzające nie wskazują na zbliżające się ożywienie gospodarcze. PMI w przemyśle zarówno USA, Chin, jak i Strefy Euro nadal znajdują się w kontrakcji, co potwierdzają chociażby subindeksy nowych zamówień. W poprzednich cyklach wzrost ISM Manufacturing zwykle poprzedzał kilkumiesięczny wzrost wskaźnika nowe zamówienia minus zapasy, co obecnie nie ma miejsca. Efekt szczytu G20 również nie jest dla przedsiębiorców sygnałem do zwiększenia aktywności gospodarczej, w tym szczególnie rozpoczęcia nowych inwestycji.

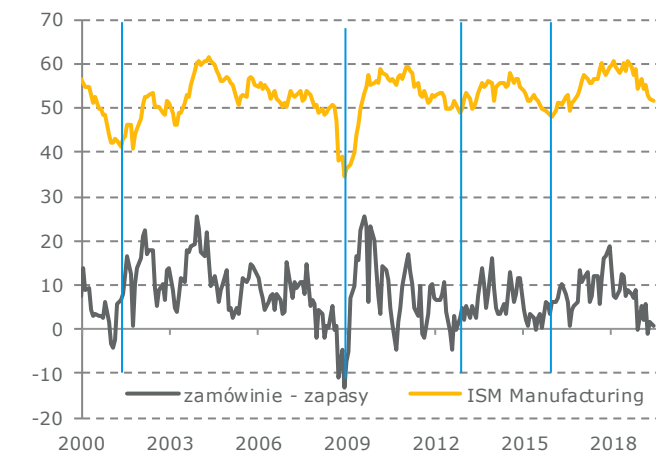
Wskaźniki wyprzedzające w przemyśle USA, Chin i Strefy Euro



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Znamienne jest to, że pomimo wprowadzenia w Chinach szeregu pakietów stymulacyjnych, dane makro nadal nie pokazują ożywienia, co świadczy o dużo silniejszym wpływie niepewności związanej z sytuacją geopolityczną niż wynikałoby z prostego przeliczania udziału wymiany handlowej obłożonej dodatkowymi cłami. Taką niepewność w Europie (oprócz coraz trudniejszej sytuacji na eksportowych rynkach zbytu) wprowadza Trump „podrzucając” co jakiś czas informację o możliwym nałożeniu ceł na towary z Europy (m.in. przemysł samochodowy, lotniczy)...

ISM Manufacturing na tle różnicy pomiędzy subindeksem nowych zamówień i zapasów



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Spadek wartości skupu akcji w 1Q

Jak podaje WSJ w 1Q amerykańskie firmy zmniejszyły środki przeznaczone na skup akcji własnych do 205,8 mld USD z rekordowych 223 mld USD w 4Q'18 (-7,7% Q/Q). To nadal ogromna kwota wspierająca ceny akcji na giełdzie, jednak pojawiły się obawy inwestorów, że tendencja ta może nasilić się w kolejnych kwartałach. Jako powód zmniejszenia zakupów wymienia się obawy firm o skutki wojny handlowej i niepokój związany z nadchodzącą recesją/spowolnieniem. W 2018 roku przedsiębiorstwa były beneficjentem obniżek podatków, co wygenerowało znaczące nadwyżki finansowe, a w br. dynamika zysków może być nawet ujemna. Buy-backi poza łagodzeniem ewentualnego spadku cen akcji (szczególnie widoczne w 4Q'18), miały również przełożenie na obniżenie P/E dla spółek i indeksów. Warto zwrócić uwagę, że jedynie sektor technologiczny (Apple, Oracle) zwiększył wydatki na skup akcji (udział TMT w łącznych wydatkach to 33%). Oznacza to, że w przypadku „szerokiego” rynku cięcie jest jeszcze większe (przemysł -15,6%, handel -29%).

Michał Marczak

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

Sektory

Finanse

- Wbrew naszym przypuszczeniom BFG nie zaadresował w czerwcu trudnej sytuacji Idea Banku poprzez wprowadzenie mechanizmu restrukturyzacji. Z drugiej strony wprowadzenie w życie programu masowych zwolnień w Idea Banku może sugerować przyzwolenie regulatora na wprowadzenie planu naprawczego. Podtrzymujemy nasze zdanie, że finalne decyzje odnośnie przyszłości Idea Banku zostaną podjęte dopiero po ogłoszeniu pozyskania lub braku potencjalnego inwestora przez GNB.
- Potwierdziły się nasze przewidywania dotyczące potencjalnie wyższej przyszłorocznej dywidendy w PKO i BHW. Informacje o pozostawieniu niepodzielonego zysku i ewentualnej chęci jego wypłaty pozytywnie zaskoczyły inwestorów, co zostało odzwierciedlone we wzroście kursów akcji. Uważamy, że zarówno w przypadku PKO BP jak i Banku Handlowego istnieje nadal potencjał wzrostu dla wyceny chociaż już ograniczony.
- W przeglądzie miesięcznym obniżamy naszą neutralną rekomendację dla ING do redukuj. Uważamy, że wycena jest dość wymagająca, a ewentualne pozytywne rewizje prognoz będą kosmetyczne. Warto również wspomnieć o PZU (rekomendacja obniżona z akumuluj do trzymaj), które powinno odczuć ostatnie gwałtowne zjawiska pogodowe (burze, gradobicia, huragany, suszę i powodzie). Uważamy, że istnieje uzasadnione ryzyko wyższego niż oczekiwano wzrostu odszkodowań w 2019 roku, co z kolei może się odbić na dywidendzie w 2020 roku.
- Na pozostałych rynkach CEE kluczową informacją jest powstanie Narodowego Funduszu Rozwoju w Czechach, który jednak nie powinien mieć znaczącego wpływu na rentowność banków. Wstępnie wielkość funduszu została ustalona na 7 mld CZK, które zostaną wniesione w 2020 roku przez 4 największe czeskie banki (CS, CSOB, KB i UniCredit), przy czym kontrybucja reszty sektora nie została wykluczona. Fundusz będzie miał na celu długoterminowe inwestycje w strategiczne, rentowne projekty, które będą akceptowane przez komitet składający się z banków oraz strony rządowej. Uczestnicy funduszu otrzymają udziały inwestycyjne, a cała inwestycja będzie ujęta w kapitałach własnych i nie będzie miała wpływu na RZIS. Fundusz będzie zarządzany przez Czesko-Morawski Bank Gwarancji i Rozwoju.
- Na rynku europejskim ton nadawał EBC. Stopy procentowe pozostały bez zmian, a ujawnione szczegóły TLTRO III okazały się mniej szczodre od poprzedniej rundy finansowania, co było zgodne z oczekiwaniami. EBC opublikował również nowe prognozy dotyczące PKB Eurostrefy, prognoza na obecny rok została podwyższona (+10 pb), zaś na przyszły rok obniżona (-20 pb). Najważniejsze wydaje się jednak wystąpienie Mario Draghiego w Sintrze. Przewodniczący EBC powiedział, że bankierzy centralni są gotowi na dalsze cięcia stóp procentowych lub wznowienie skupu aktywów, jeżeli inflacja nie zbliży się do celu. Wypowiedź ta wywołała spekulacje rynkowe odnośnie zbliżającej się obniżki stóp procentowych. Obecnie rynek ocenia, że z 65% prawdopodobieństwem stopy zostaną obniżone we wrześniu.
- **Kluczowe rekomendacje:** PKO BP (kupuj), Pekao (akumuluj), Erste Bank (kupuj), OTP Bank (kupuj), Kruk (kupuj)

Chemia

- Notowania indeksów MSCI Chemicals w Europie i na świecie w czerwcu odbiły po wyraźnej przecenie w maju. Obecnie oba notowane są blisko swoich trzyletnich średnich na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA. Osiągnięcie porozumienia na linii USA-Meksyk oraz zapowiedź kontynuacji negocjacji między USA, a Chinami sprzyja wycenie spółek chemicznych (duża ekspozycja na globalny wzrost gospodarczy i Chiny).
- Naszym zdaniem polski sektor chemiczny ma szansę wciąż zachowywać się lepiej od rynku z uwagi na oczekiwane wzrosty wyników w kolejnych kwartałach.
- Obecnie najbardziej atrakcyjnie wygląda Grupa Azoty (dobre perspektywy na 2Q'19 i 3Q'19 z uwagi na niskie ceny gazu i wzrosty cen nawozów saletranych na 3Q'19, naszym zdaniem całoroczny konsensus będzie musiał się przesunąć na powyżej 1,5 mld PLN EBITDA z 1,35 mld PLN obecnie, oczekiwania na tegoroczną EBITDA znajdują się w wyraźnym trendzie wzrostowym. Nad kursem Ciech od końca marca ciąży szereg negatywnych informacji (słabe wyniki 1Q'19, nowe inwestycje w energetyce, kontrole Urzędu Skarbowego).
- **Kluczowe rekomendacje:** Grupa Azoty (akumuluj)

Paliwa

- Ceny ropy Brent po spadku w okolice 60 USD/Bbl na początku czerwca, zdołały odrobić część strat, zarówno z uwagi na wzrost napięcia geopolitycznego (Iran) jak i spadki zapasów surowca w USA po dość mocnym ich zwiększeniu w kwietniu i maju. Poprawa sentymentu znalazła też odzwierciedlenie w liczbie pozycji spekulacyjnych, które w przypadku WTI wzrosły po 7 tygodniach spadków. Utrzymujemy nasze prognozy Brent na poziomie 70 USD/Bbl przy średniej YTD na 66 USD/Bbl.
- Ceny spotowe gazu w Europie spadły już w okolice 10 EUR/MWh z uwagi na wysokie zapasy i rozzaczarowujące dane o imporcie w Chinach w maju, co jest dość niepokojące w kontekście naszego założenia odbicia cen w przyszłym roku w okolice 20 EUR/MWh. Ceny w kontraktach rocznych wynoszą jednak 18,5 EUR/MWh, co potwierdzałoby naszą tezę, iż odczyty spotowe nie mogą być ekstrapolowane na kolejne kwartały, tym bardziej że nie uzasadniają tego też relacje cenowe węgiel-gaz oraz transgraniczne spready na LNG pomiędzy Europą i Azją.
- Marże rafineryjne po mocniejszych odczytach w maju już się znormalizowały, co było pochodną wznowienia dostaw rurociągiem Przyjaźń oraz wzrostów cen surowca. Z tego pierwszego powodu wzrósł dyferencjał Ural/Brent, który oscyluje obecnie powyżej 2 USD/Bbl. W krótkim terminie marże przerobowe mogą być wspierane przez decyzję o zamknięciu dużej rafinerii w USA w związku z pożarem (2% tamtejszych mocy), ale w średnim okresie rynek będzie naszym zdaniem pod wpływem uruchomienia nowych mocy i słabnącej dynamiki popytu.
- Wg danych POPIHN odczyty marż detalicznych na polskim rynku nie były w maju jednorodne, w przypadku benzyny notujemy spadek z 9 groszy na litrze do -7 groszy, natomiast na dieslu wzrost z -1 groszy do +7 groszy na litrze.
- W przypadku petrochemii odbicie cen ropy powoli niweluje wzrosty marż z maja i podtrzymujemy nasz negatywny scenariusz dla rentowności w tym obszarze.
- **Kluczowe rekomendacje:** Lotos (sprzedaj), PGNiG (kupuj), PKN Orlen (sprzedaj)

Energetyka

- Ceny energii na rynku niemieckim wróciły w okolice 50 EUR/MWh na fali wzrostów CO₂ (27 EUR/t) i odbicia cen węgla, który zachowuje się wyraźnie lepiej od gazu i póki co nie widać efektywnego arbitrażu na generacji pomiędzy tymi paliwami. CDS nadal utrzymuje się na historycznie wysokich poziomach ~3 EUR/MWh.
- W Polsce ceny energii z pewnym opóźnieniem odzwierciedlają wyższe ceny uprawnień do emisji, a kontrakt roczny zbliża się do 275 PLN/MWh. W tych okolicznościach modelowa marża zintegrowanej pionowo elektrowni węglowej spadła do 171 PLN/MWh ze 176 PLN/MWh notowanych w połowie miesiąca (dla porównania średnia marża z notowań z TGE w kontraktach na rok bieżący wyniosła 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.
- W lipcu należy oczekiwać rozporządzeń do znowelizowanej ustawy o cenach energii, co powinno otworzyć drogę do wypłat rekompensat w sierpniu, co zakończy wielomiesięczną sagę związaną z zamrożeniem cen i pozwoli na rozwiązanie rezerw na ten cen i uporządkowanie przepływów pieniężnych. Dodatkowo w tym miesiącu spodziewamy się publikacji finalnej wersji PEP40, która ostatecznie potwierdzi zwrot polskiego rządu w kierunku OZE i miksu energetycznego wspieranego blokami gazowymi. Rynek może też rozgrywać kwestię funduszu modernizacyjnego (zgodnie z reformą ETS będzie on finansował transformację energetyczną w biedniejszych krajach UE), gdyż do końca września uprawnione kraje muszą zdecydować o alokacji środków ze sprzedaży uprawnień (maksymalna kwota dla Polski to 17 mld EUR przy dzisiejszych cenach CO₂, z czego 7 mld EUR będzie pochodzić z puli solidarnościowej).
- Notowania spółek energetycznych odbiły w ostatnich dniach, ale nadal dystans do europejskiej grupy porównawczej jest znaczący i sięga 20 punktów procentowych w ujęciu YTD.
- **Kluczowe rekomendacje:** CEZ (akumuluj), Enea (kupuj), Energa (kupuj), PGE (kupuj), Tauron (kupuj)

Telekomunikacja, media, IT

- W czerwcu'19 polskie telekomunikacje zanotowały dawno niespotykany rajd. Bezpośrednią przyczyną były podwyżki cen w przypadku PLY i OPL, na które odpowiedź dał także CPS (podwyżki cen mają być wprowadzone od jesieni br.). Podwyżki cen oznaczają w długim terminie poprawę wyników i naszym zdaniem ruch na polskich telekomunikacjach jest uzasadniony. Zrealizowały się nasze rekomendacje dla PLY i OPL, a CPS do którego mieliśmy negatywne nastawienie wzrósł w ostatnich tygodniach najmniej. W tym miejscu przestrzegamy przed nadmiernym optymizmem. Polska telekomunikacja mobilna pozostaje sektorem graczy, a wpływ wyższych cen będzie widoczny w wynikach dopiero po kilku kwartałach. Obecnie mamy neutralne nastawienie do OPL i PLY, podtrzymujemy negatywną rekomendację na CPS.
- 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.
- Od początku czerwca'19 kiedy to podnieśliśmy zalecenie z neutralnego do przeważaj na sektor IT notowania WIG Info wzrosły o 4,4%. Tym samym indeks spółek IT był lepszy od szerokiego rynku (vs. +5,3% WIG). WIG Info był także nieznacznie lepszy od MSCI IT EU. Mediana P/E 12M fwd dla spółek IT wynosi obecnie 13,5x i jest 11,4% poniżej historycznej średniej z 3 lat.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Asseco SEE (przeważaj), Comarch (kupuj), Cyfrowy Polsat (redukuj)

Przemysł

- Indeksy MSCI spółek przemysłowych dla Europy i dla świata w czerwcu odbijały po przecenie w maju. Obecnie oba notowane są praktycznie na swoich 3-letnich średnich na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA.
- Obecnie wśród najpłynniejszych spółek nadal najbardziej przekonani jesteśmy do inwestycji w Famur (ponad 10% Dyield'19, wzrost wyników r/r w kolejnych kwartałach) i Kernel (wyraźny wzrost wyników w sezonie 2018/2019, odbicie cen kukurydzy w USA).
- W przypadku spółek o niższej płynności naszymi faworytami są Cognor (ponad 15% Dyield'19 przy bieżącej liczbie akcji, momentum w przemyśle stalowym poprawia się na 2H'19, główny beneficjent planowanego wyłączenia mocy Arcelor Mittal w Krakowie), Pozbud (niska wycena, przekazanie apartamentów w Strzeszynie w 2Q'19 zdynamizuje wyniki i zmniejszy zadłużenie) i TIM (dynamiczny wzrost wyników w 2019 roku).

- Unikilibyśmy akcji Alumetal (dynamika spadku wyników w 2Q'19 się pogłębi, możliwe wyłączenie części mocy ze względu na niskie marże rynkowe) i Impexmetal (Słabe FCF w trzech kolejnych latach, spadek wyników w 2019 roku z uwagi na wzrost kosztów i słabszy popyt). Widzimy również ryzyko, że przy słabszych r/r wynikach w 2Q'19 Boryszew może naruszyć warunki umów bankowych (kowenanty).
- Warto naszym zdaniem zwrócić uwagę na liderów przeceny w maju, których wycena obecnie wygląda znacznie atrakcyjniej – Cognor, Pozbud, Stalprodukt.
- Ciekawie w perspektywie kolejnych kilku kwartałów może naszym zdaniem wyglądać Astarta. Rekordowo niski zasiew buraka cukrowego na Ukrainie prawdopodobnie przełoży się na wyraźny wzrost cen cukru w sezonie 2019/2020 i poprawę wyników finansowych.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Alumetal (niedoważaj), Cognor (akumuluj), Famur (kupuj), Impexmetal (niedoważaj), Kernel (kupuj), Pozbud (przeważaj), TIM (przeważaj)

Wydobycie

- Osiągnięcie porozumienia na linii USA-Meksyk oraz zapowiedzi spotkania prezydentów USA i Chin zatrzymały przecenę na metalach przemysłowych w czerwcu. Obecnie w przypadku miedzi liczba otwartych pozycji spekulacyjnych jest na najniższym od kilku lat poziomie i naszym zdaniem 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 coraz bardziej wierzy w scenariusz, w którym banki centralne powracają do narzędzi stymulujących wzrost gospodarczy. To z kolei przełożyło 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 wydobywaniu kopalni przedstawiciele partii rządzącej wskazują, że jest to pierwszy krok w kierunku złagodzenia obciążeń dla krajowego producenta miedzi.
- W czerwcu kursowi KGHM pomogą odbicie cen miedzi i metalu szlachetnych. Naszym zdaniem większość tych czynników znajduje się już w cenach. Rynek może natomiast skupić się nad prognoząmi na 2Q'19. Naszym zdaniem przy niższych cenach miedzi i srebra (odpowiednio -5% r/r i -4% r/r) oraz rosnących kosztach produkcji KGHM nie uda się poprawić wyników w 2Q'19. Może to ważyć na sentymencie wokół Spółki.
- Europejski rynek stali w 1Q'19 przeżywał trudny okres. W czerwcu natomiast pojawiły się pierwsze sygnały, że druga połowa roku może przynieść odreagowanie.
- Ceny węgla koksowego w Azji i rynkach zamorskich pozostają pod presją. Naszym zdaniem dopóki ceny rudy żelaza są powyżej 100 USD/t, to trudno znaleźć argumenty za wzrostem cen węgla. W przypadku JSW warto zwrócić uwagę na informację o wzroście importu węgla koksowego do Gdańska przy perspektywach spadku popytu, jeżeli Arcelor Mittal zamknie wielki piec w Krakowie.
- W przypadku JSW w czerwcu nad sentymentem do JSW ciążyło zamieszanie wokół odwołania ze stanowiska dotychczasowego Prezesa Daniela Ozona. W lipcu straszyć będą wciąż słabe wyniki produkcyjne za 2Q'19, możliwe wysokie nagrody dla pracowników za 2018 rok oraz wybór nowych członków Zarządu. Rynek natomiast

większość tych czynników miał już okazję wycenić. Przy oczekiwanym lepszym momentum w światowym hutnictwie stali na 2H'19 wspierane być powinny ceny węgla koksującego. Dodatkowo w przypadku JSW w związku z uruchomieniem nowych ścian wydobywczych w drugiej połowie roku wzrośnie wydobycie.

- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** JSW (akumuluj)

Deweloperzy

- W czerwcu notowania indeksu WIG-Nieruchomości odbiły po przecenie obserwowanej w kwietniu i maju. Wyceny większości głównych spółek w sektorze wzrosły zarówno wśród deweloperów mieszkaniowych jak i komercyjnych.
- Dzięki relatywnie wysokiej liczbie wydanych deweloperom pozwoleń na budowę w maju ich liczba narastająco od początku roku była niższa o 6% r/r, podczas gdy jeszcze w kwietniu wynik ten wynosił -14% r/r YTD. Podobne trendy były widoczne w grupie 6 największych miast (YTD -6% r/r w V'19 vs. YTD -18% r/r w IV'19), choć należy zaznaczyć, że sytuacja na poszczególnych rynkach pozostaje różna. W szczególności wzrosty liczby wydanych pozwoleń notuje rynek we Wrocławiu. Również podaż nowych pozwoleń w Gdańsku w ostatnich miesiącach się poprawiła. Jednak gdyby wyłączyć wpływ Wrocławia liczba wydanych pozwoleń na budowę byłaby niższa YTD aż o 23% r/r. Spadek nowych pozwoleń r/r w szczególności jest widoczny w Krakowie, a ponadto w Warszawie czy Katowicach (choć tu należy zaznaczyć, że maj przyniósł pewną poprawę).
- W raporcie z 6.VI wskazywaliśmy, że zarówno DOM jak i 1AT mają przed sobą perspektywę dobrych i relatywnie stabilnych wyników i dywidend w latach 2019-21 (w przypadku DOM oczekujemy kolejnego rekordu w '20), a bardziej wymagający rynek nie powinien na razie im zaszkodzić. Jednocześnie w obecnym otoczeniu bardziej preferujemy akcje Atalu, który powinien korzystać na lepszym przygotowaniu ofertowym i obecności na wzrostowych rynkach. Podczas gdy oferta na 6 głównych rynkach była wyższa o 5% na koniec 2018, oferta Atalu zwiększyła się w tym czasie aż o 77%. Potwierdzeniem są bardzo dobre wolumeny sprzedaży zaraportowane w 1H19 (+25% r/r).
- W bieżącym przeglądzie miesięcznym aktualizujemy wycenę DOM i 1AT o odciętą dywidendę i wycenę porównawczą. Wciąż widzimy potencjał wzrostu w Atalu (14%) wobec czego podtrzymujemy naszą rekomendację akumuluj. W przypadku Dom Development, przy potencjale 3% podtrzymujemy rekomendację trzymaj.
- **Kluczowe rekomendacje:** Atal (akumuluj), Dom Development (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.
- Projekt nowelizacji ustawy o podatku od sprzedaży detalicznej zakłada, że nowa danina zacznie obowiązywać od września 2019. Potencjalnie największy wpływ nowa

danina powinna mieć na spółki handlu spożywczego ze względu na niższą marżowość (EUR, DNP, JMT). Niemniej prawdopodobny jest scenariusz przeniesienia dodatkowego obciążenia podatkowego w ceny produktów. Znacznie mniejszy wpływ podatku powinny odczuć spółki z segmentu odzieżowego i obuwniczego.

- Sprzyjające warunki pogodowe powinny pozytywnie wpłynąć na sprzedaż spółek odzieżowych i obuwniczych w czerwcu. Biorąc pod uwagę niską dynamikę sprzedaży w okresie IV-V, wyniki spółek w 2Q'18 mogą się obniżyć r/r. Wyjątkiem powinna być VRG, która odnotowuje wysoką dynamikę sprzedaży w segmencie odzieżowym i jubilerskim.

- **AmRest** w 1Q'19 utrzymał wysokie tempo poprawy wyniku EBITDA (+25% r/r). Oczekujemy przyspieszenia 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** odrobił część spadków w czerwcu w dyskontując wysoką dynamikę sprzedaży w tym miesiącu. Niemniej wysoka baza kosztowa oraz niska dynamika sprzedaży r/r w miesiącach kwiecień-maj powinny się na pogorszenie wyniku w 2Q'19. Wysoka baza kosztowa związana z przejętymi biznesami oraz zwiększeniem nakładów na marketing/sponsoring mogą istotnie wpłynąć na wyniki spółki w '19.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** 11 bit studios (kupuj), AmRest (kupuj), CCC (redukuj), Dino (redukuj), LPP (akumuluj), VRG (przeważaj)

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

vs. konsensus	2016			2017				2018				1Q	+/=
	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	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	27	286
liczba spółek	58	60	60	59	61	63	65	66	66	66	66	66	756
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%	41%	38%

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

vs. r/r	2016			2017				2018				1Q	+/=
	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	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	33	420
liczba spółek	63	64	64	65	66	66	66	66	66	66	66	66	784
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%	50%	54%

Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu

Sektor		Rynek polski	Rynek amerykański	Rynek niemiecki
Banki	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	PKO, PEO, EBS, OTP	BAC US, JPM US, KEY US	PBB GY, WUW GY
	Spółki na minus	ING		
	Kluczowe katalizatory:	Wspierające wyniki środowisko operacyjne, atrakcyjne wyceny banków regionalnych	Dywidenda w sektorze powyżej rentowności 10-latek	Rozwiązania osłonowe dla banków w planach ECB
Chemia	SENTYMENT	POZYTYWNY		NEUTRALNY
	Spółki na plus	ATT		EVK GY, LXS GY
	Spółki na minus			BAS GY, FPE GY
	Kluczowe katalizatory:	Poprawa wyników		
Deweloperzy	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	
	Spółki na plus	1AT		
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:			
Energetyka	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	CEZ, ENA, ENG, PGE, TPE	NRG US	RWE GY
	Spółki na minus			UN01 GY
	Kluczowe katalizatory:	Pierwsze płatności rekompensat, publikacja PEP40	Słaba dynamika EPS vs rotacja w Value	Rotacja w Value
Handel, Konsument	SENTYMENT	NEUTRALNY	POZYTYWNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	LPP, EAT	TJX US, WEN US, VFC US	ADS GY; BOSS GY
	Spółki na minus	CCC, EUR, DNP	LULU US	
	Kluczowe katalizatory:	Dobre momentum wynikowe	Niskie wyceny/wzrost płać	Staples ok, niekorzystny moment cyklu dla discretionary
Paliwa	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEUTRALNY	
	Spółki na plus	PGN	MPC US, PSX US, DVN US	
	Spółki na minus	LTS, PKN		
	Kluczowe katalizatory:	Słabe perspektywy dla rafinerii na 2H i oddalająca się fuzja	Spowolnienie vs Iran i ograniczenia podaży	
Przemysł	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	AST, COG, FMF, KER, POZ, TIM		SIE GY, AIR FP, MTU GY, DUE GY
	Spółki na minus	AML, BRS, IPX, SNK		G1A GY
	Kluczowe katalizatory:	Wzrost kosztów	Spowolnienie gospodarcze	Słabe Ifo, duże wzrosty w czerwcu
Przemysł wydobywczy	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEGATYWNY	NEGATYWNY
	Spółki na plus	JSW		
	Spółki na minus	KGH		
	Kluczowe katalizatory:	Rosnące koszty wydobycia	Spowolnienie gospodarcze	Spowolnienie gospodarcze
Segment automotive	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus		GM US	CON GY, VW GY, UG FP, BMW GY
	Spółki na minus	AML, BRS, SNK		ZIL2GY
	Kluczowe katalizatory:	Nowa norma EURO 6 Temp	Spowolnienie vs niskie wyceny	
Technologie, Media	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEGATYWNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	ASE, CMR	LRX US, QCOM US, CSCO US	COK GY, WDI GY, IFX GY, SAP GY
	Spółki na minus		NFLX US	NEM GY
	Kluczowe katalizatory:	Poprawa wyników w 2019 r.	Tier 2; Nasdaq drogi	Silne wzrosty w czerwcu; wymagające wyceny
Telekomy	SENTYMENT	NEUTRALNY	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus			DTE GY, DRI GY
	Spółki na minus	CPS		TC1 GY
	Kluczowe katalizatory:		Rotacja w Value; US telco = tania technologia	Poniżej rynku w czerwcu; rotacja w Value

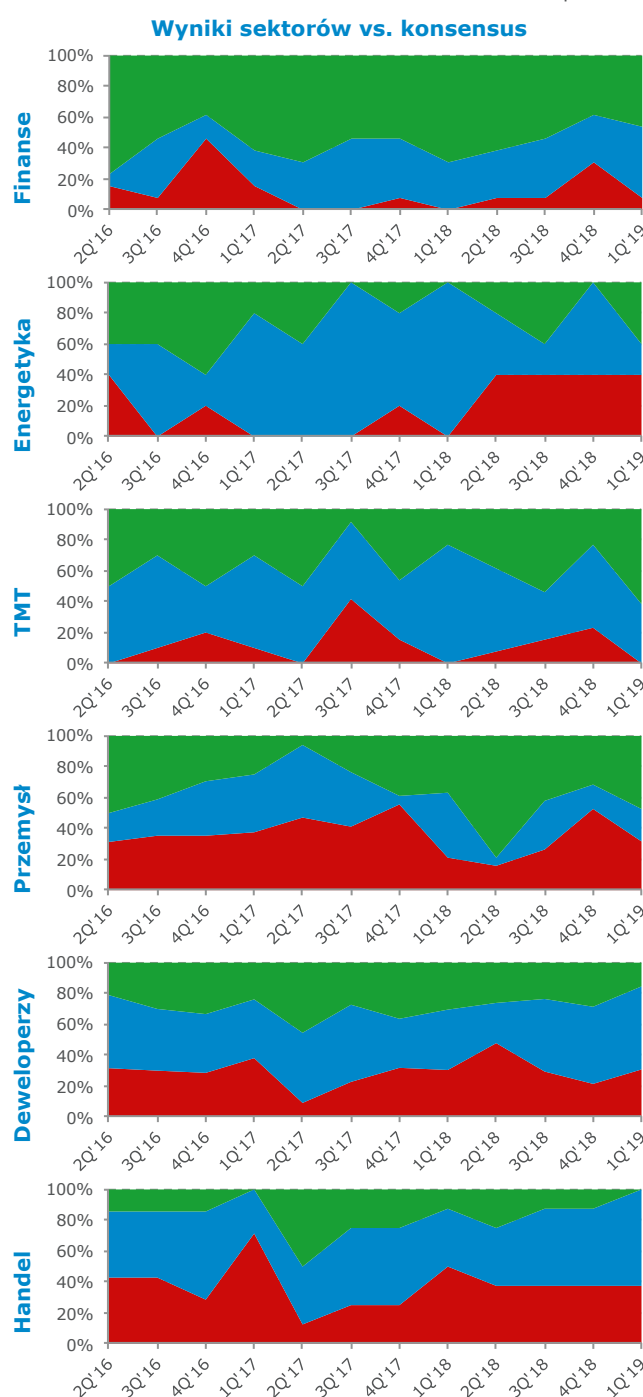
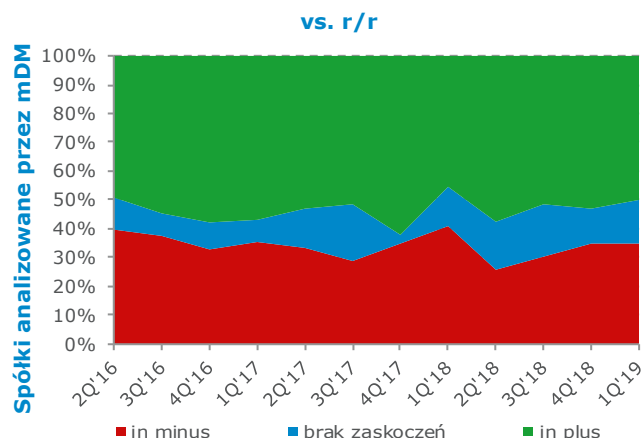
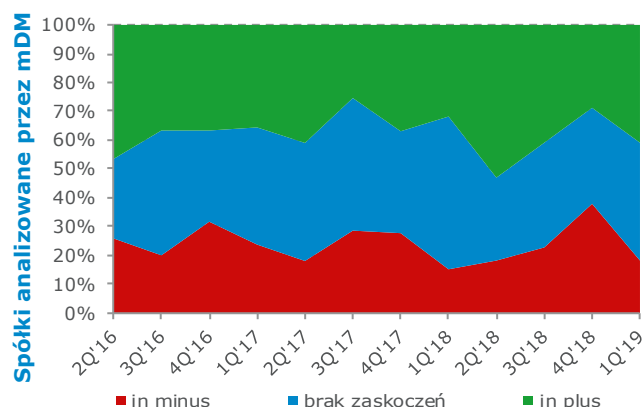
Zaskoczenia na wynikach spółek w poszczególnych kwartałach (vs. konsensus oraz vs. r/r)

vs.	2016	2017	2018		
konsensus	2Q 3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q	+/-
Finanse					
Alior Bank	+ + +	- + +	= + =	=	92%
Handlowy	+ - =	- + +	+ + -	-	58%
ING BSK	+ + -	+ = =	= - =	+	83%
Millennium	+ = +	+ = +	+ + =	+	100%
Pekao	+ + +	+ = +	= + +	=	100%
PKO BP	+ + -	+ + +	+ = =	=	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	+ + =	-	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 - =	= - -	+ + +	+	64%
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.	2016	2017	2018		
r/r	2Q 3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q	+/-
Finanse					
Alior Bank	- = +	- + +	+ + -	-	58%
Handlowy	+ + +	- - +	+ + -	-	58%
ING BSK	+ + +	+ - +	+ = +	=	92%
Millennium	+ + +	+ - +	+ + +	=	92%
Pekao	+ - +	- - =	+ + -	-	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 - -	- - +	= + +	=	64%
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

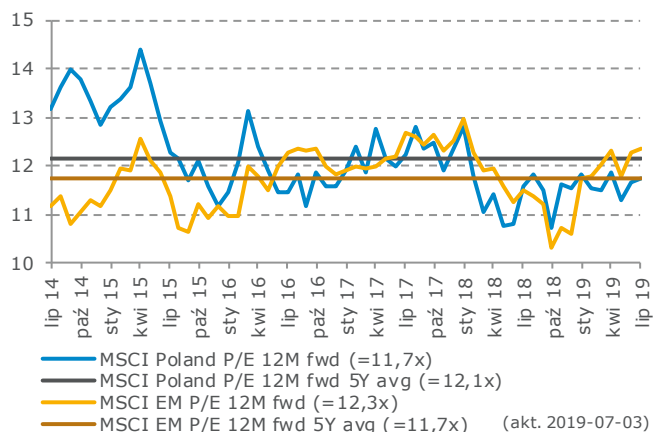


Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, Dom Maklerski mBanku

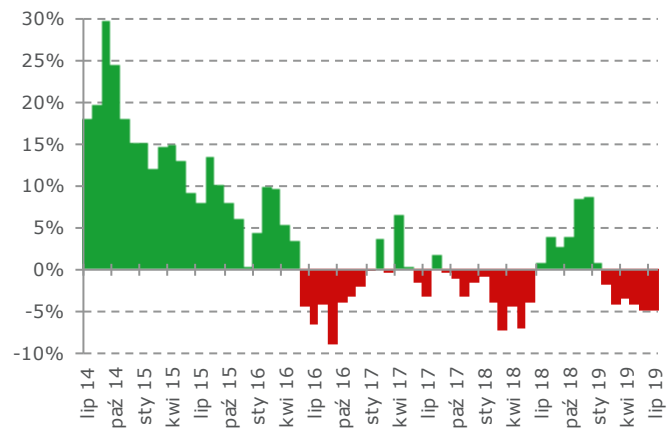
Zmiana prognozowanego zysku netto na 2019 rok dla spółek wchodzących w skład indeksu WIG30

cze 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
lip 18	-0%	-0%	-1%	+0%	-1%	+0%	+2%	+0%	-0%	+0%	+4%	+0%	-16%	-8%	+1%	+0%
sie 18	-2%	-1%	-1%	+0%	-3%	-1%	+1%	-0%	-0%	+0%	-0%	-1%	-12%	-14%	-6%	-4%
wrz 18	-1%	-1%	-1%	-0%	-0%	+0%	-1%	-0%	-0%	-2%	-4%	-1%	-13%	-14%	-11%	-4%
paź 18	-3%	-9%	-3%	-5%	+1%	-3%	-3%	-0%	-1%	-7%	-12%	-15%	-29%	-45%	-6%	-42%
lis 18	-4%	-10%	-3%	-6%	+3%	-3%	-6%	+1%	-4%	-7%	-14%	-35%	-38%	-53%	-7%	-34%
gru 18	-5%	-10%	-3%	-6%	+1%	-3%	-7%	+1%	-4%	-7%	-15%	-35%	-38%	-53%	-13%	-34%
sty 19	-5%	-11%	-4%	-6%	+3%	-2%	-7%	-5%	-8%	-8%	-16%	-35%	-50%	-53%	-14%	-35%
lut 19	-6%	-12%	-5%	-6%	+1%	-7%	-8%	-5%	-9%	-8%	-22%	-35%	-22%	-22%	-14%	-35%
mar 19	-6%	-12%	-5%	-6%	-2%	-11%	-6%	-11%	-9%	-14%	-22%	-33%	-17%	-22%	-7%	-24%
kwi 19	-9%	-12%	-5%	-6%	-11%	-11%	-10%	-13%	-8%	-14%	-26%	-33%	-29%	+28%	-10%	-24%
maj 19	-10%	-12%	-5%	-8%	-14%	-14%	-9%	-1%	-12%	-18%	-26%	-28%	-5%	+63%	-11%	-30%
cze 19	-10%	-13%	-5%	-7%	-17%	-14%	-7%	-2%	-17%	-35%	-26%	-25%	+1%	+91%	-15%	-38%

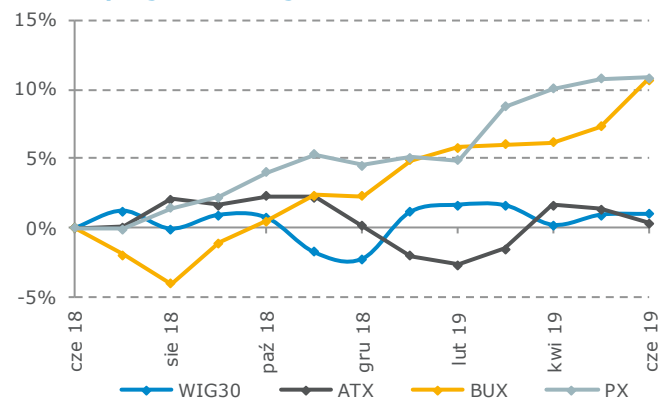
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku; dane dla prognoz mDM nie uwzględniają spółek: mBank, PKP Cargo; zmiana między miesiącami dotyczy okresu pomiędzy kolejnymi publikacjami niniejszego dokumentu wraz z danymi opublikowanymi w bieżącym wydaniu

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


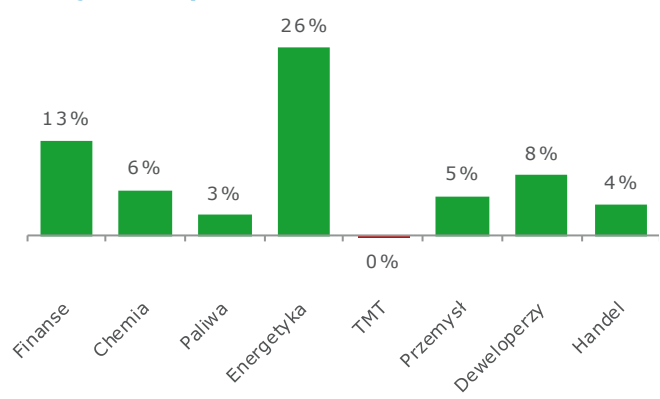
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku



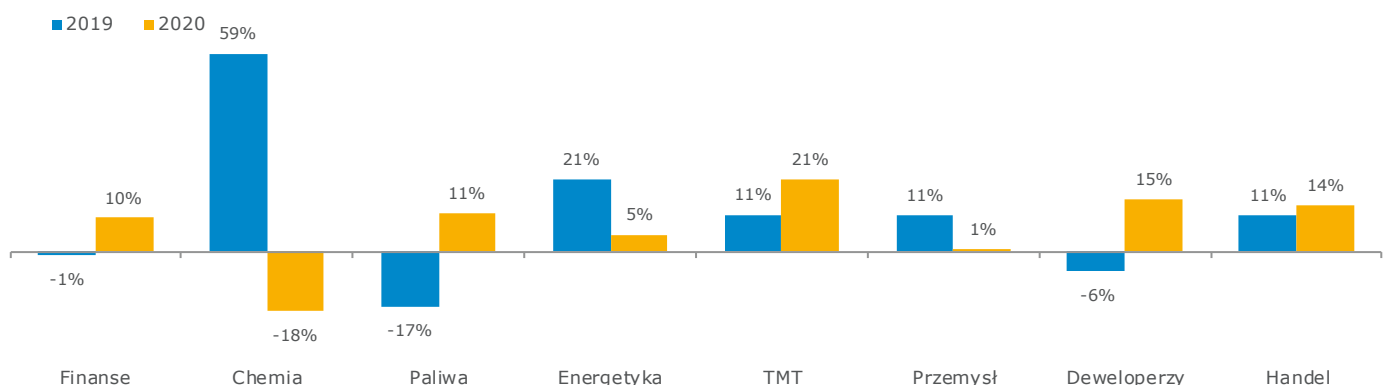
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Zmiana prognozowanego EPS 12M fwd


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Potencjał zmiany cen dla sektorów


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

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


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

Odchylenie prognoz Domu Maklerskiego mBanku od konsensusu

Spółka	Rekomendacja mDM	TP mDM ¹	Rekomendacje ²			TP kons. ³	Różnica TP mDM / kons.	Zysk netto mDM / kons.			EBITDA mDM / kons.			Liczba prognoz ⁴
			▲	►	▼			2019	2020	2021	2019	2020	2021	
Finanse														
Alior Bank	kupuj	72,30	12	3	1	70,45	+2,6%	-9%	+2%	+8%				12
Handlowy	akumuluj	59,45	3	6	2	67,19	-11,5%	-13%	-7%	-6%				9
ING BSK	redukuj	191,80	3	5	4	201,75	-4,9%	-1%	+1%	+2%				10
Millennium	akumuluj	10,00	4	6	3	9,43	+6,0%	-6%	+6%	+2%				9
Pekao	akumuluj	121,00	14	4	0	131,80	-8,2%	-2%	-1%	-3%				16
PKO BP	akumuluj	47,17	9	9	0	44,18	+6,8%	+5%	+2%	+1%				14
Santander Bank Polska	trzymaj	377,27	6	10	0	411,85	-8,4%	+3%	+7%	+5%				12
Komercni Banka	kupuj	1 000,0	10	7	0	1 007,7	-0,8%	+4%	+7%	-				11
Erste Bank	kupuj	43,72	20	5	0	40,02	+9,3%	-1%	+1%	-				19
OTP Bank	kupuj	13 046	9	5	3	13 381	-2,5%	-5%	-7%	-				10
PZU	trzymaj	43,38	7	4	1	46,79	-7,3%	+1%	+1%	+2%				8
Kruk	kupuj	213,65	5	1	2	202,40	+5,6%	-5%	-7%	-7%				7
Chemia														
Ciech	trzymaj	41,72	10	2	0	59,15	-29,5%	-15%	-21%	-23%	-4%	-5%	-6%	8/7
Grupa Azoty	akumuluj	45,93	7	2	0	45,29	+1,4%	+31%	-41%	-45%	+16%	-13%	-15%	4/4
Paliwa														
Lotos	sprzedaj	65,95	9	4	2	92,56	-28,8%	-20%	-41%	-34%	-7%	-22%	-16%	12/13
MOL	trzymaj	3 223,0	10	4	0	3 688,8	-12,6%	-43%	-29%	-19%	-12%	-5%	-0%	13/13
PGNiG	kupuj	6,47	4	3	4	5,97	+8,4%	+10%	+32%	+28%	+7%	+20%	+20%	9/9
PKN Orlen	sprzedaj	80,01	5	10	5	101,58	-21,2%	-17%	-35%	-28%	-6%	-21%	-16%	16/16
Energetyka														
CEZ	akumuluj	597,80	7	8	1	602,51	-0,8%	-0%	-4%	+6%	+0%	-0%	+2%	9/9
Enea	kupuj	12,41	8	1	1	11,23	+10,5%	+14%	+11%	+3%	+8%	+5%	+0%	7/6
Energa	kupuj	12,67	3	6	2	9,66	+31,2%	+4%	-16%	-19%	+1%	-3%	-6%	8/7
PGE	kupuj	13,26	5	5	3	10,95	+21,1%	+16%	+11%	+2%	+10%	+6%	-0%	6/5
Tauron	kupuj	2,52	3	8	2	2,05	+22,9%	+3%	+9%	-5%	+1%	+6%	-2%	8/8
TMT														
Netia	trzymaj	4,70	3	3	2	4,95	-5,0%	-12%	-24%	-26%	+0%	-2%	+1%	2/3
Orange Polska	trzymaj	7,50	4	9	3	6,27	+19,7%	+84%	+28%	+41%	+8%	+6%	+8%	9/10
Play	trzymaj	29,00	5	7	1	30,03	-3,4%	-0%	-0%	-9%	-0%	-1%	-2%	11/11
Agora	kupuj	16,00	2	3	0	12,70	+26,0%	-	-	-	-7%	-2%	+5%	4/3
Cyfrowy Polsat	redukuj	24,15	6	6	2	27,77	-13,0%	+7%	+11%	+13%	+2%	+2%	+1%	10/9
Wirtualna Polska	trzymaj	61,50	7	1	0	68,31	-10,0%	+1%	+1%	-4%	-3%	+0%	-2%	7/6
Asseco Poland	trzymaj	50,80	2	6	0	55,84	-9,0%	-8%	-11%	-12%	+9%	+6%	+4%	7/7
Asseco BS	równoważ	-	0	2	0	28,80	-	-1%	+1%	-	-0%	+1%	-	4/3
Asseco SEE	przeważaj	-	2	0	0	19,60	-	-3%	+1%	-	+1%	-2%	-	3/3
Comarch	kupuj	230,00	5	0	0	223,35	+3,0%	+4%	+3%	+0%	+8%	+7%	+6%	5/5
11 bit studios	kupuj	518,00	8	1	0	473,44	+9,4%	+9%	-1%	+7%	+13%	+5%	+4%	9/9
CD Projekt	akumuluj	237,50	12	3	2	236,37	+0,5%	-36%	+26%	+56%	-57%	+6%	+37%	13/12
Przemysł														
AC	równoważ	-	1	2	0	49,15	-	+8%	+13%	+13%	+6%	+9%	+10%	3/3
Alumetal	niedoważaj	-	4	1	1	51,25	-	+2%	-12%	-17%	+1%	-8%	-14%	5/5
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	6,96	7	0	0	6,53	+6,6%	+83%	+11%	-1%	+30%	-0%	+2%	5/6
Forte	równoważ	-	2	3	3	27,98	-	-17%	-19%	-	-2%	-4%	-	5/5
Grupa Kęty	trzymaj	345,32	4	7	1	375,67	-8,1%	-5%	-4%	-7%	-5%	-5%	-8%	9/9
JSW	akumuluj	50,02	4	4	4	59,67	-16,2%	-10%	-34%	-65%	-6%	-11%	-17%	10/10
Kemel	kupuj	58,63	6	1	0	62,41	-6,1%	+3%	+7%	+13%	+1%	+12%	+11%	4/4
KGHM	trzymaj	98,35	1	7	10	95,75	+2,7%	-21%	-21%	-21%	-7%	-13%	-11%	16/15
Pfleiderer Group	równoważ	-	5	1	1	32,93	-	-63%	-34%	+6%	-9%	-8%	-8%	4/3
Deweloperzy														
Atal	akumuluj	41,89	5	0	0	42,47	-1,4%	+1%	-7%	+6%	+2%	-4%	+8%	3/3
Dom Development	trzymaj	79,80	1	5	0	83,26	-4,2%	-0%	+9%	+14%	+1%	+10%	+15%	5/5
Handel														
AmRest	kupuj	48,00	8	2	0	49,36	-2,8%	+2%	+0%	+11%	+7%	+9%	+15%	9/9
CCC	trzymaj	161,00	4	7	3	183,21	-12,1%	-57%	-26%	-33%	+2%	+7%	-5%	12/12
Dino	redukuj	112,70	8	6	4	135,95	-17,1%	-1%	-2%	-7%	-0%	-3%	-8%	13/14
Eurocash	redukuj	18,10	5	4	9	21,11	-14,3%	-17%	-18%	-5%	-7%	-11%	-8%	7/13
Jeronimo Martins	trzymaj	14,30	15	11	3	14,87	-3,8%	+2%	+4%	-0%	+2%	+2%	+1%	23/23
LPP	akumuluj	8 500,0	3	9	4	8 147,5	+4,3%	+1%	-3%	-1%	+2%	-0%	+1%	11/11
Monnari	niedoważaj	-	1	2	1	6,10	-	+1%	-0%	+9%	-16%	-22%	-15%	3/3
VRG	przeważaj	-	6	0	0	5,02	-	+3%	+4%	+2%	-8%	-7%	-10%	6/6

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

Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Potencjał zmiany	P/E		EV/EBITDA	
							2019	2020	2019	2020
Finanse						+12,9%	11,8	11,1		
Alior Bank	kupuj	2019-07-03	51,10	72,30	51,10	+41,5%	9,2	7,1		
Handlowy	akumuluj	2019-07-03	53,60	59,45	53,60	+10,9%	13,5	11,1		
ING BSK	redukuj	2019-07-03	203,50	191,80	203,50	-5,7%	16,0	14,3		
Millennium	akumuluj	2019-02-01	8,82	10,00	9,40	+6,4%	15,5	11,1		
Pekao	akumuluj	2019-07-03	112,95	121,00	112,95	+7,1%	13,0	11,4		
PKO BP	akumuluj	2019-06-26	42,20	47,17	43,03	+9,6%	12,2	11,8		
Santander Bank Polska	trzymaj	2019-06-03	365,20	377,27	372,40	+1,3%	14,3	12,0		
Komercni Banka	kupuj	2019-05-09	873,00	1 000 CZK	888,50	+12,5%	11,1	10,7		
Erste Bank	kupuj	2019-02-04	31,00	43,72 EUR	32,30	+35,4%	9,3	8,6		
OTP Bank	kupuj	2019-07-03	11 790	13 046 HUF	11 790	+10,7%	9,8	9,2		
PZU	trzymaj	2019-07-03	44,35	43,38	44,35	-2,2%	11,8	11,2		
Kruk	kupuj	2019-04-02	152,30	213,65	184,40	+15,9%	10,4	10,2		
Skarbiec Holding	kupuj	2019-06-03	16,50	28,17	17,80	+58,3%	6,1	5,3		
Chemia						+6,2%	7,9	13,9	5,0	6,4
Ciech	trzymaj	2019-07-03	41,60	41,72	41,60	+0,3%	8,2	8,6	5,4	5,3
Grupa Azoty	akumuluj	2019-07-03	42,10	45,93	42,10	+9,1%	7,5	19,1	4,7	7,6
Paliwa						+2,7%	12,2	11,0	5,4	5,0
Lotos	sprzedaj	2019-06-03	87,82	65,95	82,66	-20,2%	13,6	12,5	6,9	5,8
MOL	trzymaj	2019-06-03	3 276	3 223 HUF	3 104	+3,8%	15,4	10,0	5,0	4,2
PGNiG	kupuj	2019-05-28	5,58	6,47	5,29	+22,4%	10,6	8,2	4,5	3,7
PKN Orlen	sprzedaj	2019-06-03	96,78	80,01	90,54	-11,6%	10,8	12,1	5,8	5,9
Energetyka						+25,3%	4,6	5,1	4,0	3,7
CEZ	akumuluj	2019-06-25	544,00	597,80 CZK	525,00	+13,9%	15,7	13,6	7,5	6,9
Enea	kupuj	2019-06-25	8,53	12,41	9,44	+31,5%	3,5	3,2	3,3	3,1
Energa	kupuj	2019-06-25	7,33	12,67	8,10	+56,4%	4,6	5,1	4,0	4,4
PGE	kupuj	2019-06-25	9,00	13,26	9,58	+38,4%	5,9	6,6	3,5	3,7
Tauron	kupuj	2019-06-25	1,57	2,52	1,72	+46,5%	2,7	2,6	4,1	3,7
Telekomunikacja, media, IT						-0,2%	19,2	15,3	6,4	6,5
Netia	trzymaj	2018-11-26	4,66	4,70	4,79	-1,9%	32,2	26,7	5,5	5,5
Orange Polska	trzymaj	2019-06-19	7,29	7,50	6,77	+10,8%	43,8	27,5	5,1	4,9
Play	trzymaj	2019-07-03	33,34	29,00	33,34	-13,0%	10,1	9,5	6,4	6,5
Agora	kupuj	2018-11-27	9,50	16,00	13,35	+19,9%	44,3	23,6	6,1	5,6
Cyfrowy Polsat	redukuj	2019-05-31	26,00	24,15	30,60	-21,1%	16,0	13,7	7,5	7,2
Wirtualna Polska	trzymaj	2019-07-03	61,20	61,50	61,20	+0,5%	19,2	16,4	10,2	9,0
Asseco Poland	trzymaj	2019-06-03	51,10	50,80	54,30	-6,4%	14,5	14,2	4,7	4,4
Comarch	kupuj	2019-04-17	181,00	230,00	188,50	+22,0%	15,6	14,0	6,9	6,5
11 bit studios	kupuj	2019-05-20	398,00	518,00	391,50	+32,3%	26,2	37,4	18,4	22,7
CD Projekt	akumuluj	2019-05-09	215,00	237,50	215,00	+10,5%	-	10,5	-	7,7
Przemysł, surowce						+5,4%	8,5	10,9	5,0	5,0
Cognor	akumuluj	2019-07-03	1,77	1,84	1,77	+0,0%	8,3	11,4	5,1	5,3
Famur	kupuj	2019-07-03	5,24	6,96	5,24	+32,8%	6,6	10,9	4,2	5,6
Grupa Kęty	trzymaj	2019-07-03	337,00	345,32	337,00	+2,5%	13,1	12,3	9,0	8,6
JSW	akumuluj	2019-07-03	47,00	50,02	47,00	+6,4%	5,3	13,8	1,3	2,2
Kemel	kupuj	2019-06-03	46,50	58,63	49,60	+18,2%	5,5	5,6	5,8	5,0
KGHM	trzymaj	2019-07-03	101,70	98,35	101,70	-3,3%	11,0	10,5	4,8	4,7
Stelmet	trzymaj	2019-07-03	7,00	7,95	7,00	+13,6%	10,4	10,9	5,3	5,0
Deweloperzy						+8,2%	7,8	7,9	7,3	7,2
Atal	akumuluj	2019-07-03	36,60	41,89	36,60	+14,5%	7,8	8,2	7,3	7,7
Dom Development	trzymaj	2019-07-03	77,40	79,80	77,40	+3,1%	8,7	7,9	7,9	7,2
Handel						+4,2%	34,2	25,6	9,7	8,7
AmRest	kupuj	2019-04-02	41,20	48,00	37,60	+27,7%	35,3	25,8	12,2	9,8
CCC	trzymaj	2019-06-06	153,80	161,00	166,40	-3,2%	62,1	25,6	8,3	6,5
Dino	redukuj	2019-04-02	126,10	112,70	136,00	-17,1%	33,0	25,6	19,5	15,6
Eurocash	redukuj	2019-06-03	19,31	18,10	19,95	-9,3%	38,6	27,3	8,3	7,4
Jeronimo Martins	trzymaj	2019-05-09	13,89	14,30 EUR	13,79	+3,7%	19,6	17,6	8,6	7,8
LPP	akumuluj	2019-07-03	7 745,00	8500,00	7 745,00	+9,7%	21,2	19,1	10,7	9,6

Aktualne pozycjonowania Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Pozycjonowanie	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena bieżąca	Zmiana ceny od wydania	P/E		EV/EBITDA	
						2019	2020	2019	2020
Spółki IT						11,5	10,7	4,7	4,4
Ailleron	równoważ	2019-06-28	8,40	8,60	+2,4%	11,1	10,1	4,0	3,1
Asseco BS	równoważ	2019-03-29	29,50	27,00	-8,5%	13,7	12,7	9,2	8,6
Asseco SEE	przeważaj	2019-04-11	14,20	16,20	+14,1%	11,8	11,3	4,8	4,4
Atende	równoważ	2019-01-31	4,40	3,80	-13,6%	9,5	8,9	4,5	4,4
Spółki przemysłowe						9,4	9,5	6,1	5,8
AC	równoważ	2019-03-22	48,50	51,50	+6,2%	11,4	10,3	7,8	7,1
Alumetal	niedoważaj	2019-05-29	51,00	37,00	-27,5%	9,0	9,9	6,9	7,2
Amica	równoważ	2019-04-29	130,00	117,80	-9,4%	7,8	7,4	5,0	4,7
Apator	równoważ	2019-04-29	25,80	24,50	-5,0%	11,6	11,4	7,4	7,2
Boryszew	równoważ	2019-04-29	4,65	4,02	-13,5%	8,9	8,3	7,3	7,1
Ergis	równoważ	2019-05-29	3,00	3,02	+0,7%	8,1	9,0	5,2	5,2
Forte	równoważ	2019-04-29	40,60	30,50	-24,9%	15,3	13,3	9,5	8,8
Impexmetal	niedoważaj	2019-04-25	4,16	4,22	+1,4%	5,6	5,8	5,9	5,7
Kruszwica	równoważ	2019-04-02	43,90	44,60	+1,6%	10,7	9,7	5,7	5,2
Mangata	równoważ	2019-05-29	69,50	72,00	+3,6%	9,7	11,0	6,4	7,0
Pfleiderer Group	równoważ	2019-05-29	20,40	19,65	-3,7%	41,2	19,8	6,2	5,8
Pozbud	przeważaj	2019-04-29	2,37	1,99	-16,0%	2,4	2,5	2,3	1,7
Tarczyński	równoważ	2019-05-29	15,40	15,00	-2,6%	6,5	5,5	4,8	4,4
TIM	przeważaj	2019-04-29	7,90	9,18	+16,2%	10,4	9,2	6,1	5,4
Handel						11,6	10,6	6,9	5,9
Monnari	niedoważaj	2018-12-05	4,75	5,36	+12,8%	10,6	10,5	5,6	4,8
VRG	przeważaj	2019-05-29	3,90	4,01	+2,8%	12,6	10,7	8,3	7,0

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Ailleron	równoważ	niedoważaj	- -	2019-06-28
Alior Bank	kupuj	kupuj	77,00 PLN	2019-06-03
Asseco Poland	trzymaj	trzymaj	50,80 PLN	2019-06-03
Atal	akumuluj	trzymaj	43,16 PLN	2019-06-06
CCC	trzymaj	kupuj	161,00 PLN	2019-06-06
CEZ	akumuluj	trzymaj	597,80 CZK	2019-06-25
Ciech	kupuj	kupuj	55,00 PLN	2019-06-03
Cognor	przeważaj	równoważ	- -	2019-06-03
Cognor	akumuluj	przeważaj	1,79 PLN	2019-06-14
Dom Development	trzymaj	trzymaj	82,65 PLN	2019-06-06
Enea	kupuj	kupuj	12,41 PLN	2019-06-25
Energa	kupuj	kupuj	12,67 PLN	2019-06-25
Eurocash	redukuj	redukuj	18,10 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
Orange Polska	trzymaj	kupuj	7,50 PLN	2019-06-19
PGE	kupuj	kupuj	13,39 PLN	2019-06-03
PGE	kupuj	kupuj	13,26 PLN	2019-06-25
PKN Orlen	sprzedaj	sprzedaj	80,01 PLN	2019-06-03
PKO BP	akumuluj	akumuluj	47,17 PLN	2019-06-26
Santander Bank Polska	trzymaj	trzymaj	377,27 PLN	2019-06-03
Skarbiec Holding	kupuj	kupuj	28,17 PLN	2019-06-03
Tauron	kupuj	kupuj	2,52 PLN	2019-06-25

Zmiany rekomendacji w przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Alior Bank	kupuj	kupuj	72,30 PLN	2019-07-03
Atal	akumuluj	akumuluj	41,89 PLN	2019-07-03
Ciech	trzymaj	kupuj	41,72 PLN	2019-07-03
Cognor	akumuluj	akumuluj	1,84 PLN	2019-07-03
Dom Development	trzymaj	trzymaj	79,80 PLN	2019-07-03
Famur	kupuj	kupuj	6,96 PLN	2019-07-03
Grupa Azoty	akumuluj	akumuluj	45,93 PLN	2019-07-03
Grupa Kęty	trzymaj	redukuj	345,32 PLN	2019-07-03
Handlowy	akumuluj	akumuluj	59,45 PLN	2019-07-03
ING BSK	redukuj	trzymaj	191,80 PLN	2019-07-03
JSW	akumuluj	trzymaj	50,02 PLN	2019-07-03
KGHM	trzymaj	trzymaj	98,35 PLN	2019-07-03
LPP	akumuluj	akumuluj	8500,00 PLN	2019-07-03
OTP Bank	kupuj	trzymaj	13046,00 HUF	2019-07-03
Pekao	akumuluj	kupuj	121,00 PLN	2019-07-03
Play	trzymaj	kupuj	29,00 PLN	2019-07-03
PZU	trzymaj	akumuluj	43,38 PLN	2019-07-03
Stelmet	trzymaj	trzymaj	7,95 PLN	2019-07-03
Wirtualna Polska	trzymaj	akumuluj	61,50 PLN	2019-07-03

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%	1	4,0%
niedoważaj	3	4,3%	1	4,0%
trzymaj	15	21,7%	4	16,0%
równoważ	13	18,8%	5	20,0%
akumuluj	11	15,9%	5	20,0%
kupuj	17	24,6%	9	36,0%
przeważaj	4	5,8%	0	0,0%

Kalendarium wydarzeń

Data	Spółka	Wydarzenie
3 lip	Mangata	Dzień dywidendy 4,50 PLN na akcję
4 lip 12:00	Mercor	Konferencja wynikowa (Hotel Marriott, Warszawa)
10 lip	Pekao	Dzień dywidendy 6,60 PLN na akcję
10 lip	Famur	Dzień dywidendy 0,53 PLN na akcję
14 lip	Ferro	Dzień dywidendy 1,12 PLN na akcję
17 lip	Kernel	Dane wolumenowe za 4Q'19
19 lip	Kruszwica	Dzień dywidendy 2,56 PLN na akcję
22 lip	PKN Orlen	Dzień dywidendy 3,50 PLN na akcję
24 lip	Orange Polska	Publikacja wyników za 2Q'19
24 lip	Santander	Publikacja wyników za 2Q'19
25 lip	Jeronimo Martins	Publikacja wyników za 2Q'19 (po sesji)
26 lip	Millenium	Publikacja wyników za 2Q'19
30 lip	mBank	Publikacja wyników za 2Q'19
31 lip	Erste Bank	Publikacja wyników za 2Q'19
31 lip	GPW	Publikacja wyników za 2Q'19
31 lip	Torpol	Dzień dywidendy 0,25 PLN na akcję

Makroekonomia

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna wzrosła w maju o 5,6% r/r w cenach stałych i 7,3% nominalnie. Jest to wynik słabszy zarówno od naszych optymistycznych oczekiwań, jak również od tych nieco niższych sformułowanych przez rynkowy konsensus. Deflator cen sprzedaży detalicznej utrzymał się na poziomie 1,7% - rozbieżność ze wskazaniami wskaźnika CPI nieznacznie wzrosła. Przyczyny zaskoczenia rozłożyły się równo pomiędzy kategorie trwałe i półtrwałe. Co ciekawe, wśród kategorii trwałych poprawnie wytypowaliśmy wynik sprzedaży samochodów, podobnie jak żywność i sprzedaż w sklepach niewyspecjalizowanych po stronie dóbr nietrwałych. Ostatni wynik sugeruje, że wpływu na pomyłkę nie miało błędne oszacowanie siły efektów Wielkanocnych. Raczej w grę wchodzi nadmiernie wybujaanie wydatków w kwietniu, szczególnie w przypadku sprzętu RTV i AGD oraz brak oczekiwanego przyspieszenia w przypadku bardzo pojemnej i silnie ważącej kategorii „pozostałe” oraz paliw. Są to kategorie silnie zmienne i zależne od pogody. Jednocześnie nie mają one żadnej mocy predykcyjnej w kontekście prognozy na najbliższe miesiące. Oczekiwaliśmy, że wypłata dodatkowych świadczeń emerytalnych w maju będzie czynnikiem, który skokowo podbije sprzedaż w tym miesiącu. Albo wydatki zrealizowały się w kwietniu (mało prawdopodobne z uwagi na dość szybką ograniczenia budżetowe emeryckich gospodarstw domowych) albo zostaną rozsmarowane na kolejne miesiące. Kreślenie w tym momencie pesymistycznych wizji dla konsumpcji prywatnej w tym roku nie ma żadnych podstaw w świetle rekordowo wysokiego optymizmu konsumentów. Na podstawie samych wyników sprzedaży detalicznej można szacować, że konsumpcja prywatna urośnie w II kwartale szybciej niż w poprzednim.

Obecnie na podstawie twardych danych można szacować wzrost gospodarczy w II kwartale na 4,6% (wcześniej 4,8-4,9%). Nie zmienia to jednak naszego scenariusza na cały rok – inwestycje prywatne, których powrót był pretekstem do ostatniej podwyżki prognoz, jedynie częściowo są odzwierciedlone w danych z sektora budowlanego. Wydatki na maszyny i urządzenia najprawdopodobniej rosły w II kwartale w dwucyfrowym tempie. Dane nie mają wpływu na RPP. Nie negują wizji lekko spadkowej trajektorii PKB przy inflacji krótkoterminowo lekko podwyższonej przez czynniki jednorazowe. RPP wielokrotnie podkreślała, że w takim scenariuszu preferowany scenariusz dla stóp procentowych to płaska ścieżka.

Produkcja przemysłowa

Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła w maju o 7,7% r/r, a więc zgodnie z konsensusem rynkowym i bardzo blisko naszych prognoz (odpowiednio, 7,7 i 8,0% r/r). Spowolnienie w stosunku do poprzedniego miesiąca to, wobec utrzymywania się korzystnej różnicy dni roboczych, efekt wysokiej bazy z poprzedniego roku. Przegląd szczegółów odczytu nie wskazuje na działanie czynników jednorazowych, a wzrosty wydają się być rozłożone równomiernie pomiędzy sekcje zorientowane na eksport i sekcje produkujące głównie na rynek krajowy. Wysoka dynamika roczna skrywa jednak spadające momentum, na co zwracaliśmy uwagę już w poprzednim miesiącu, a maj był trzecim z rzędu miesiącem, w którym odsezonowana dynamika miesięczna była zbliżona do zera. Ostatecznie, drugi kwartał zamknął się zapewne niewielkim przyrostem produkcji w przemyśle – częściowo te wahnięcia można przypisać przesuwaniu produkcji przed oryginalnym terminem Brexitu, a następnie korekcie zapasów. Podobny proces obserwowano prawdopodobnie w całym europejskim przemyśle.

Wskaźnik cen produkcji przemysłowej spadł w ujęciu rocznym z 2,6 do 1,4% r/r, a więc nieco mocniej niż prognozowaliśmy (1,6% r/r). Decydującym czynnikiem

okazała się być wysoka baza z poprzedniego roku, sam maj br. okazał się być miesiącem bez większych fajerwerków (dynamiki m/m zbliżone do zera). Warto zauważyć, że ceny bazowe w przetwórstwie kontynuowały marsz w dół (por. wykres poniżej), choć w dużej mierze jest to zasługa wspomnianej wcześniej bazy. Jeśli korelacja z kursem walutowym powróci, to należy spodziewać się utrzymania tej tendencji również w czerwcu. Na horyzoncie mający jednak uwolnienie cen energii elektrycznej od 1 lipca, którego efekty na ceny dóbr finalnych są trudne do przewidzenia w tej chwili.

Produkcja budowlano-montażowa wzrosła w maju o 9,6% r/r i spadła o 2,7% m/m po wyłączeniu czynników sezonowych i kalendarzowych. Jest to spore rozczarowanie, prognozy zakładały bowiem wzrost o ok. 16% r/r. Przyczyn spowolnienia w budownictwie należy naszym zdaniem szukać w spowalniających inwestycjach publicznych – już w poprzednich miesiącach sugerowała to struktura wzrostów produkcji budowlanej, mniejsze przyrosty wydatków samorządów, a także nasz monitoring przetargów i budów dróg ekspresowych i autostrad. Zaskoczenie w takich warunkach, paradoksalnie, nie powinno dziwić, punkty zwrotne są bowiem trudne do precyzyjnego zaprognozowania. Zgodnie z naszymi obawami, budownictwo zbliżyło do siebie prognozy PKB oparte o twarde dane i prognozy oparte o wskaźniki koniunktury. Stało się to przez rozczarowanie w tych pierwszych.

Rynek pracy

Wzrost zatrudnienia w maju zaskoczył negatywnie, wynosząc 2,7% r/r, przy oczekiwaniach na poziomie 2,9% r/r. W porównaniu z kwietniem w maju ubyło 12 tys. etatów, co klasyfikuje go jako drugi najgorszy maj w historii (gorzej było tylko w 2009 roku). Słabsza dynamika zatrudnienia w warunkach wciąż wysokiego wzrostu wynagrodzeń może wskazywać na coraz silniejsze działania ograniczeń podaży w gospodarce. Powodów można szukać w wyczerpywaniu się napływu siły roboczej z zagranicy, czy wręcz w odpływie migrantów do gospodarek o wyższych płacach (ten problem może się jeszcze nasilać wraz z otwarciem niemieckiego rynku od przyszłego roku). Na istnienie ograniczeń podaży wskazują też niezmiennie badania koniunktury przedsiębiorstw, gdzie problemy związane ze znalezieniem pracowników są raportowane z niemal rekordową częstotliwością pomimo pewnego osłabienia popytu na pracę, jakie obserwujemy od kilku kwartałów. W konsekwencji, słabe przyrosty zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw mogą być w najbliższym czasie nową normą przy za krótkiej kolderde.

Przeciętne wynagrodzenie brutto zaskoczyło na plus, rosnąc o 7,7% r/r w maju – jest to wynik wyższy od naszej prognozy i od konsensusu rynkowego (odpowiednio, 6,7 i 7,1% r/r). Jak co miesiąc, o przyczynach zaskoczenia możemy w większości spekulować. Nasza prognoza zakładała wolniejszy wzrost wynagrodzeń w górnictwie i budownictwie, przy stabilizacji wzrostu płac w przetwórstwie przemysłowym i nieznacznych spadkach w niektórych sektorach usługowych. Komentarz GUS wskazuje na to, że byliśmy nieco zbyt pesymistyczni co do losów górnictwa, ale to wyjaśnia jedynie 0,2 pkt. proc. zaskoczenia. W tej chwili najbardziej prawdopodobna jest naszym zdaniem kombinacja wspomnianego zaskoczenia w górnictwie i przemyśle, a weryfikację naszej hipotezy przyniesie publikacja Biuletynu Statystycznego w przyszłym tygodniu.

Niezależnie od przyczyn tego zaskoczenia, ogólny obraz wynagrodzeń nie zmienił się. Dynamika od początku 2017 roku kształtuje się na poziomie ok. 7% r/r i od tego czasu nie zanotowano żadnych oznak przyspieszenia lub spowolnienia (por. wykres powyżej). Kuszącym byłoby stwierdzenie, że 8% stanowi limit dla możliwego wzrostu płac, ale tak wcale

być nie musi. Wydaje się, że obecna równowaga na rynku pracy to wynik istnienia ograniczeń podażyowych (niesłabnących) i częściowego osłabienia popytu na pracę, o czym świadczył w ostatnich kwartałach cały arsenał miękkich i twardych wskaźników makroekonomicznych. Z punktu widzenia płac nominalnych w kolejnych miesiącach istotne będą jednak czynniki spoza rynku pracy: konkurencja zatrudnienia z transferami społecznymi, zmiany w klinie podatkowym (obniżenie najniższej stawki PIT), dalszy wzrost płacy minimalnej oraz oczekiwania inflacyjne, jeśli takie wystąpią w następstwie wzrostu cen podstawowych produktów.

Dynamika nominalnego i realnego funduszu płac przyspieszyła, odpowiednio z 10,2 do 10,6 i z 8,0 do 8,3% r/r. W powiązaniu z wypłatami „trzynastej emerytury” oznacza to solidny wzrost realnego dochodu do dyspozycji gospodarstw domowych, a lokalny szczyt tej dynamiki przypadnie dopiero na IV kwartał b.r. Oznacza to, że paliwa do wzrostów konsumpcji prywatnej nie zabraknie. Innym argumentem przemawiającym za tym jest stan nastrojów konsumenckich – wg publikowanych równoległe danych GUS, koniunktura konsumencka w czerwcu była najlepsza w historii.

Inflacja

Po krótkiej przerwie inflacja wróciła do pozytywnych zaskoczeń i w czerwcu wyniosła 2,6% r/r (konsensus 2,4%, nasza prognoza 2,5% r/r). Szczątkowe szczegóły wskazują na dwa źródła zaskoczeń. Po pierwsze, nieznacznie droższa od naszych oczekiwań okazała się być żywność – w czerwcu ceny żywności i napojów bezalkoholowych wzrosły o 0,3% m/m. Przypuszczamy, że o niespodziance w tej kategorii zadecydowały ceny warzyw i owoców (w przypadku tych pierwszych nie trzeba nikogo przekonywać o wysokim poziomie i dynamice cen), a także możliwość dalszych wzrostów cen nabiału i tłuszczów (drugi już miesiąc niejako wbrew wskazaniom z hurtu). Roczna dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych to już 5,7% r/r. Ceny paliw i energii ukształtowały się na poziomie marginalnie niższym od naszych przewidywań (odpowiednio, +0,1% i -0,2% m/m). Po drugie, wyższa od naszych przewidywań okazała się być inflacja bazowa. Szacujemy bowiem, że wzrosła z 1,7 do 1,9% r/r. Jaka mogła być przyczyna wzrostów cen w kategoriach bazowych? Jedną możliwością to ceny usług telekomunikacyjnych, w przypadku których przełożenie medialnych informacji o podwyżkach stawek u niektórych operatorów na faktycznie zarejestrowaną przez GUS zmianę ceny jest trudne do określenia. Kolejną możliwością to efekty drugiego rzędu wzrostów cen żywności (usługi restauracyjne i cateringowe) oraz wynagrodzeń (w zasadzie wszystkie kategorie usług nie podlegające urzędowej kontroli cen). Wzrost inflacji w 2019 roku był od dłuższego czasu naszym bazowym scenariuszem, ale trwałość wzrostów cen żywności (pamiętajmy, że wciąż nie brakuje tutaj ryzyk w górę!) i wystrzał inflacji bazowej nieustannie skłaniają nas do przesuwania prognozowanej ścieżki inflacji w górę. Obecnie spodziewamy się, że inflacja sięgnie 3,5% na początku 2020 r., choć tutaj czynnikiem ryzyka są niezmiennie ceny energii elektrycznej. Bez dzielenia włosów na czworo możemy zauważyć, że inflacja wróciła do Polski na dobre, ale w jej wzrostach nie ma żadnej magii. W istocie rzeczy, w Polsce pojawiła się ona z istotnym opóźnieniem w stosunku do innych państw regionu.

Deficyt budżetowy

Po pięciu pierwszych miesiącach roku budżet państwa zanotował deficyt w wysokości 2,3 mld zł, co oznacza, że w samym tylko maju przyszedł on o 2,2 mld zł. Takie rozszerzenie deficytu w tym miesiącu jest bardziej typowe dla lat 2011-2016 (w 2017 i 2018 r. notowano nadwyżki w maju), ale jest ku temu ważny powód – w maju realizowano zdecydowaną większość wypłat tzw. „trzynastej emerytury” i czynnik ten znacząco zwiększył wydatki budżetu państwa.

Wydatki ogółem wzrosły o 21,6% r/r (łącznie w tym roku o 14,1% r/r) i była to główna przyczyna rozszerzenia deficytu w maju. Przegląd szczegółów wykonania budżetu potwierdza decydującą rolę „trzynastej” emerytury – subwencja do FUS wzrosła o 4,7 mld zł r/r (por. wykres poniżej) do FER zaś o 1,3 mld zł, co wyjaśnia prawie 80% wzrostu wydatków innych niż koszty obsługi długu Skarbu Państwa. Pozostała część wzrostów rozłożyła się zapewne równomiernie pomiędzy mniejsze pozycje po stronie wydatkowej, takie jak wydatki bieżące jednostek budżetowych, dotacje dla uczelni, składka UE, itp. Należy podkreślić, że wzrost wydatków budżetu państwa w 2018 roku dotknął praktycznie wszystkich kategorii i nie jest związany tylko z realizacją pakietu fiskalnego – w istocie, do maja włącznie pakiet odpowiada za mniejszą część wzrostu wydatków. Drugi lokalny szczyt wydatkowania zostanie w tym roku zrealizowany w październiku, wraz z wypłatą rozszerzonego świadczenia 500+. W tle wydatkowych fajerwerków znajduje się strona podatkowa, której realizację w maju należy ocenić jako dobrą. Fakt, że wzrost wpływów podatkowych (13,4% r/r) istotnie ograniczył skalę wzrostu deficytu w maju, widoczny jest doskonale na pierwszym z wykresów. W podziale na kategorie wpływy kształtowały się następująco: VAT +28,2% r/r; CIT +14% r/r; PIT +13,7% r/r; akcyza -3,7% r/r. O ile CIT do solidnych wyników już w tym roku przyzwyczaił, o tyle wzrosty PIT i VAT wskazują na odbicie dynamik tych kategorii po wcześniejszym spowolnieniu. W przypadku PIT, jak wskazywaliśmy wielokrotnie, było ono związane z przyspieszaniem zwrotów po wprowadzeniu e-PITów. Przypadek VAT jest bardziej zagadkowy, ale wynik maja jest prawie tak dobry, jak złe były wyniki w okresie luty -kwiecień. W konsekwencji, wpływy z VAT na bazie 12-miesięcznej średniej pozostają wciąż poniżej szczytów z przełomu roku. Solidna nominalna dynamika konsumpcji prywatnej (nie tylko bieżącej, ale również przyszłej) sugeruje, że wpływy z tego podatku powinny rosnąć o ok. 5-10% r/r.

To, że deficyt budżetu państwa wzrośnie w tym roku, nie powinno budzić wątpliwości. Na podstawie bieżących trendów po stronie wydatkowej i podatkowej możemy szacować, że jego wykonanie będzie jedynie nieznacznie mniejsze od limitu zapisanego w ustawie budżetowej i wyniesie ok. 22-25 mld zł. Oznacza to jednocześnie wzrost deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych o ok. 1% PKB nawet jeżeli wynik samorządów okaże się (z uwagi na spowolnienie w inwestycjach publicznych) lepszy od zeszłorocznego. W konsekwencji i zgodnie z prognozami, deficyt sektora rozszerzy się w tym roku do 1,2-1,4% PKB – więcej będziemy mogli powiedzieć mając bardziej kompletne dane za I półrocze. Ten rok, wbrew pozorom, nie jest jednak kluczowy. Znacznie ważniejsze będzie zachowanie deficytu w 2020 roku i skala zacieśnienia fiskalnego (tak, jak zapowiada to ostatnia Aktualizacja Programu Konwergencji). Z tego względu kształt budżetu na przyszły rok będzie śledzony przez inwestorów z dużym zainteresowaniem.

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 72,30 PLN na akcję jednocześnie utrzymując rekomendację kupuj. Rewizja prognoz i ceny docelowej spowodowana została przez wyższe niż pierwotnie zakładaliśmy rezerwy na ZM Henryk Kania w łącznej wysokości 200 mln PLN. Obecnie zakładamy koszt ryzyka w 2019 na poziomie 2,0%, a w 2020 na poziomie 1,9%, powyżej oczekiwań Zarządu, odpowiednio na poziomie 1,8% i 1,7%. Z drugiej strony nasza prognoza marży odsetkowej na poziomie 4,7%-4,6% w kolejnych 2 latach jest nieco wyższa od obecnej prognozy Zarządu co wynika ze sprzyjającego środowiska operacyjnego (wysoka sprzedaż kredytów i spadający koszt finansowania). Nasze prognozy są obecnie 9% poniżej konsensusu na 2019 rok co wskazuje, że rynek jeszcze nie uwzględnił dodatkowych rezerw na ZM Henryk Kania. Alior Bank powoli pozbywa się problemów „dojrzwiania” 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.

Cena bieżąca

51,10 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

72,30 PLN

+41,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	72,30 PLN	2019-07-03	
poprzednia	kupuj	77,00 PLN	2019-06-03	
Podstawowe dane			ALR PW	vs. WIG
Ticker	ALR PW	Zmiana 1M	-3,2%	-7,8%
ISIN	PLALIOR00045	Zmiana YTD	-3,9%	-8,8%
Liczba akcji (mln)	129,3	Średni obrót 1M	13,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	6 605,1	Średni obrót 6M	13,1 mln PLN	
		P/E 12M fwd	7,9	-39,1%
Free float	74,8%	P/E 5Y avg	13,0	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	3 601	3 085	3 359	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	-1 234	-1 255	-1 249
Zysk netto	515	713	716	924	1 073
P/E	12,5	9,0	9,0	7,0	6,0
P/BV	1,0	1,0	0,9	0,8	0,7
ROE	8,0%	10,8%	10,4%	12,0%	12,3%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			+12,9%	+8,1%	0,0%
Zysk netto			-13,1%	-7,5%	-0,1%

RZiS

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	2 841	3 085	3 359	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	1 234	1 255	1 249
Udział w jednostkach zał	0	0	0	0	1
Wynik brutto	937	1 196	1 233	1 478	1 692
Podatek	221	275	293	310	355
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	201	208	224	244	264
Zysk netto	515	713	716	924	1 073

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2019-20)	0	0%
Korekta o PV	-8	0%
Etap II (2021-35)	8 657	72%
Etap III (2036-55)	2 126	18%
Wartość rezydualna	1 298	11%
Wartość godziwa	12 073	100%
Liczba akcji (mln)	129	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	93,40	
Cena docelowa za 9M (PLN)	99,36	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	6 920	60%
Etap I (2018-20)	1 234	11%
Korekta o PV	455	4%
Etap II (2021-35)	2 889	25%
Etap III (2036-55)	98	1%
Wartość godziwa	11 596	100%
Liczba akcji (mln)	129	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	89,72	
Cena docelowa za 9M (PLN)	95,43	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	12 073
Zyski ekonomiczne	50%	11 596
Średnia wartość godziwa		11 835
na akcję (PLN)		91,56
Podatek bankowy		-23,59
Wartość godziwa na akcję		67,97
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		72,30

Handlowy akumuluj (podtrzymana)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Podtrzymujemy naszą rekomendację akumuluj, ale obniżamy naszą cenę docelową do 59,45 PLN na akcję, co jest podyktowane odcięciem dywidendy. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami akcjonariusze BHW zdecydowali o niealokowaniu 25% zysku z 2018 roku, co otwiera furtkę do tego, aby przyszłoroczny DPS był wyższy o dodatkowe 1,25 PLN. Decyzja WZA nie była oczekiwana przez rynek, co znalazło odzwierciedlenie we wzroście kursu akcji Handlowego. Ostatecznie uważamy, że stopa dywidendy wyniesie około 8% w 2020 roku. Inwestycja w walory Banku Handlowego przy obecnych zawirowaniach w polskim sektorze bankowym cechuje relatywnie duże bezpieczeństwo, co więcej oczekiwana przez nas wysoka stopa dywidendy w przyszłym roku dodatkowo zwiększa atrakcyjność inwestycji. Ewentualny wzrost kosztów ryzyka w Q2 w sektorze korporacji będzie miał charakter jednorazowy (odpisy na ZM Henryk Kania), a co ważniejsze uważamy, że został już zdyskontowany przez inwestorów.

Cena bieżąca

53,60 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

59,45 PLN

+10,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	59,45 PLN	2019-07-03	
poprzednia	akumuluj	61,00 PLN	2019-06-03	
Podstawowe dane			BHW PW	vs. WIG
Ticker	BHW PW	Zmiana 1M	+7,3%	+2,7%
ISIN	PLBH00000012	Zmiana YTD	-18,0%	-22,9%
Liczba akcji (mln)	130,7	Średni obrót 1M	3,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	7 003,4	Średni obrót 6M	5,9 mln PLN	
		P/E 12M fwd	11,3	-25,7%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	15,2	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	1 082	1 108	1 179	1 273	1 353
WNDB	2 079	2 159	2 210	2 321	2 427
Koszty	-1 192	-1 180	-1 267	-1 294	-1 319
Saldo rezerw	-103	-64	-159	-84	-92
Zysk netto	536	639	517	631	675
P/E	13,1	10,9	13,5	11,1	10,4
P/BV	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9
ROE	7,8%	9,1%	7,3%	8,9%	9,2%
DPS	4,60	4,10	3,74	4,22	3,62
DYield	8,6%	7,6%	7,0%	7,9%	6,8%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	1 082	1 108	1 179	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 zał	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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2020-21)	910	11%
Korekta o PV	26	0%
Etap II (2022-36)	6 646	79%
Etap III (2037-56)	705	8%
Wartość rezydualna	156	2%
Wartość godziwa	8 442	100%
Liczba akcji (mln)	131	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	64,61	
Cena docelowa za 9M (PLN)	68,73	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	8 537	100%
Etap I (2019-21)	-82	-1%
Korekta o PV	335	4%
Etap II (2022-36)	-220	-3%
Etap III (2037-56)	-24	0%
Wartość godziwa	8 546	100%
Liczba akcji (mln)	131	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	65,40	
Cena docelowa za 9M (PLN)	69,57	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	8 442
Zyski ekonomiczne	50%	8 546
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		65,01
Podatek bankowy		-9,13
Wartość godziwa na akcję		55,88
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		59,45

ING BSK redukuj (obniżona)

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

Po ostatnim wzroście kursu akcji obniżamy naszą rekomendację do redukuj dla ING BSK, pozostawiając cenę docelową bez zmian. Uważamy, że zmiany prognoz rynku po wynikach za 1Q'19 w przypadku ING nie powinny być znaczące, a przez co nie uzasadniają wzrostu wyceny. Przypominamy, że bank powinien zanotować wyższą efektywną stawkę podatkową w Q2 i Q3 (związane z rozłożeniem efektywnej składki po zaksięgowaniu opłaty BFG w Q1) co negatywnie będzie działać na dynamikę wyniku. Z drugiej strony obniżenie oprocentowania depozytów i kont oszczędnościowych, od początku lipca, powinno mieć pozytywny wpływ na marżę odsetkową. Nasza wycena nadal wskazuje na największą premię do sektora ze względu na bezpieczny profil banku (znikoma ekspozycja na kredyty CHF), dynamiczny rozwój połączony z dywidendą oraz jedną z najwyższych rentowności w regionie (2019 ROE na poziomie 12,3%).

Cena bieżąca	203,50 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	191,80 PLN	-5,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	redukuj	191,80 PLN	2019-07-03
poprzednia	trzymaj	191,80 PLN	2019-02-01
Podstawowe dane			
Ticker	ING PW	Zmiana 1M	+7,2% +2,7%
ISIN	PLBSK0000017	Zmiana YTD	+15,3% +10,4%
Liczba akcji (mln)	130,1	Średni obrót 1M	2,8 mln PLN
MC (mln PLN)	26 475,4	Średni obrót 6M	1,6 mln PLN
		P/E 12M fwd	14,8 -4,7%
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	19,0	18,0	16,0	14,3	12,9
P/BV	2,2	2,0	2,0	1,8	1,6
ROE	12,6%	12,1%	12,3%	13,1%	13,3%
DPS	0,00	3,20	3,50	3,82	4,28
DYield	0,0%	1,6%	1,7%	1,9%	2,1%
Zmiana prognoz					
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

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

Bilans

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

Wskaźniki

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	28 476
Zyski ekonomiczne	50%	29 311
Średnia wartość godziwa		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. Dalsza część roku w banku powinna upłynąć pod znakiem fuzji z Eurobankiem, którą oceniamy pozytywnie. Przypominamy, że fuzja została sfinansowana ze środków własnych, co naszym zdaniem oznacza, 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. Jednocześnie podkreślamy dobre wyniki Banku Millennium w 1Q'19 co dobrze rokuje na wyniki banku w całym roku ex-Eurobank.

Cena bieżąca	9,40 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	10,00 PLN	+6,4%

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

Podstawowe dane			MIL PW	vs. WIG
Ticker	MIL PW	Zmiana 1M	-1,8%	-6,3%
ISIN	PLBIG0000016	Zmiana YTD	+6,0%	+1,0%
Liczba akcji (mln)	1 213,1	Średni obrót 1M	6,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	11 403,3	Średni obrót 6M	5,6 mln PLN	
		P/E 12M fwd	12,9	+1,5%
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	16,8	15,6	15,6	11,2	10,0
P/BV	1,5	1,4	1,3	1,1	1,0
ROE	9,3%	9,4%	8,4%	10,8%	10,7%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Podsumowanie wyceny

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

Pekao akumuluj (obniżona)

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

Obniżamy naszą rekomendację kupuj do akumuluj. Perspektywa solidnej dywidendy, podniesienie perspektywy ratingu do pozytywnej przez agencję S&P oraz oddalenie się perspektywy ewentualnego przejścia IDA, sprawiły, że w czerwcu walory PEO podrożały o 6%. CEO banku zapowiedział, że przyszłoroczna składka na BFG będzie niższa nawet o 100 mln PLN i chociaż uważamy, że zmniejszenie obciążeń regulacyjnych będzie niższe, to zgadzamy się co do kierunku zmian. Zwolnienia grupowe powinny w przyszłym roku zaowocować spadkiem wskaźnika C/I, co na końcu powinno się przełożyć na wzrost zysku netto aż o 14%. Pekao jest nadal przed wypłatą sówitej dywidendy w wysokości 6,60 PLN na akcję, której dzień został wyznaczony na 10 lipca. Na wskaźniku 2020/21 P/E Bank Pekao notowany jest z 5% i 2,5% dyskontem do średniej oraz z 4% i 4% 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 istnieje jeszcze przestrzeń do wzrostu kursu akcji banku.

Cena bieżąca	112,95 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	121,00 PLN	+7,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	akumuluj	121,00 PLN	2019-07-03
poprzednia	kupuj	121,00 PLN	2019-05-30
Podstawowe dane			
	PEO PW	Zmiana 1M	+6,3% +1,8%
Ticker	PLPEKAO000016	Zmiana YTD	+3,6% -1,3%
Liczba akcji (mln)	262,5	Średni obrót 1M	73,0 mln PLN
MC (mln PLN)	29 646,0	Średni obrót 6M	73,2 mln PLN
		P/E 12M fwd	11,9 -20,6%
Free float	67,2%	P/E 5Y avg	15,0 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	11,9	12,9	13,0	11,3	10,7
P/BV	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2
ROE	10,7%	9,9%	9,9%	10,9%	11,2%
DPS	8,68	7,90	6,60	6,52	7,46
DYield	7,7%	7,0%	5,8%	5,8%	6,6%
Zmiana prognoz					
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

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

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 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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację akumuluj dla PKO BP. Uważamy, że ostatnie wyniki PKO BP prezentują ponadprzeciętną jakość, a sama Spółka nieprzerwanie od 9 kwartałów raportuje wyniki zgodne lub powyżej oczekiwań rynku. W efekcie wysokiej dynamiki wyniku odsetkowego wspieranego przez sprzedaż kredytów detalicznych oraz wysoką jakość portfela w ostatnim raporcie z czerwca podnieśliśmy nasze prognozy na rok bieżący o 7% oraz na kolejne dwa lata o 5%-6%. Jednocześnie wyniki za 2019 rok powinny zostać wsparte łącznie przez 235 mln PLN zysków jednorazowych związanych m.in. z rozwiązaniem podatku u źródła (1Q'19), rozpoznanie badwill z przejęcia PCM (2Q'19) oraz z rewaluacji udziału w PSP - BLIK (3Q'19). W naszych prognozach zakładamy również wypłatę dywidendy z kapitału niepodzielonego i powtórzenie takiego scenariusza również w 2021 roku. Uważamy, że współczynniki wypłacalności PKO BP pozwalają na taką operację, a dodatkową motywacją może być powstający Fundusz Inwestycji Kapitałowych docelowo zasilany przez dywidendy spółek SP. Uważamy, że wysoka dywidenda oraz rosnąca rentowność uzasadniają re-rating PKO BP do fair P/E na poziomie 13,0x.

Cena bieżąca

43,03 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

47,17 PLN

+9,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	47,17 PLN	2019-06-26

Podstawowe dane		PKO PW	vs. WIG
Ticker	PKO PW	Zmiana 1M	+9,5% +5,0%
ISIN	PLPKO0000016	Zmiana YTD	+9,0% +4,1%
Liczba akcji (mln)	1 250,0	Średni obrót 1M	114,9 mln PLN
MC (mln PLN)	53 787,5	Średni obrót 6M	92,6 mln PLN
		P/E 12M fwd	12,5 -4,1%
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	10 290	10 975	11 616
WNDB	12 803	13 660	14 643	15 389	16 159
Koszty	-6 050	-6 218	-6 421	-6 553	-6 731
Saldo rezerw	-1 617	-1 451	-1 455	-1 737	-1 876
Zysk netto	3 104	3 741	4 409	4 551	4 833
P/E	17,2	14,3	12,1	11,8	11,1
P/BV	1,5	1,4	1,3	1,2	1,2
ROE	9,0%	9,9%	10,9%	10,7%	11,0%
DPS	0,00	0,55	1,33	3,10	3,75
DYield	0,0%	1,3%	3,1%	7,2%	8,7%
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	10 290	10 975	11 616
Wynik prowizyjny	2 969	3 013	2 997	3 079	3 157
Wynik handlowy	518	664	758	706	727
Pozostałe przychody netto	733	630	599	628	660
Wynik pozaodsetkowy	4 220	4 307	4 354	4 414	4 543
WNDB	12 826	13 660	14 643	15 389	16 159
Koszty operacyjne	6 050	6 218	6 421	6 553	6 731
Zysk operacyjny	6 776	7 442	8 222	8 836	9 427
Saldo rezerw	1 617	1 451	1 455	1 737	1 876
Udział w jedn. zal.	22	37	39	41	43
Wynik brutto	5 181	6 028	6 866	7 140	7 594
Podatek	-1 140	-1 336	-1 442	-1 499	-1 595
Zyski mniejszościowych	-5	-1	-1	-1	-1
Podatek bankowy	932	950	1 014	1 089	1 165
Zysk netto	3 104	3 741	4 409	4 551	4 833

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Kredyty netto	205 628	214 912	226 071	245 842	259 870
Pozostałe aktywa	91 284	109 343	114 103	119 262	124 669
Aktywa razem	296 912	324 255	340 175	365 104	384 539
Depozyty	218 800	242 816	243 611	259 587	272 849
Pozostałe zobowiązania	41 856	42 338	54 716	62 161	67 261
Udziały mniejszościowe	-11	-10	-10	-11	-11
Kapitały własne	36 267	39 111	41 859	43 367	44 440

Wskaźniki

(%)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
NIM	3,0%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
C/I	47,1%	45,5%	43,8%	42,6%	41,7%
CoR	0,8%	0,6%	0,6%	0,7%	0,7%
NPL Ratio	5,5%	4,9%	4,8%	4,8%	4,8%
Tier 1	16,5%	17,5%	17,6%	17,3%	16,9%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2019-21)	8 686	12%
Korekta o PV	4 144	6%
Etap II (2022-36)	44 455	64%
Etap III (2037-56)	10 418	15%
Wartość rezydualna	2 059	3%
Wartość godziwa	69 762	100%
Liczba akcji (mln)	1 250	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	55,81	
Cena docelowa za 9M (PLN)	59,37	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	42 477	62%
Etap I (2019-21)	4 639	7%
Korekta o PV	2 539	4%
Etap II (2022-36)	14 878	22%
Etap III (2037-56)	3 569	5%
Wartość godziwa	68 102	100%
Liczba akcji (mln)	1 250	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	54,48	
Cena docelowa za 9M (PLN)	57,95	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	69 762
Zyski ekonomiczne	50%	68 102
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		55,15
Podatek bankowy		-10,80
Wartość godziwa na akcję		44,34
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		47,17

Santander Bank Polska trzymaj (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację oraz cenę docelową. Po ogłoszeniu wyników za 1Q'19 konsensus prognoz na 2019 rok obniżył się zaledwie o 1%, chociaż osiągnięty wynik mógłby sugerować potencjalnie większe rewizje. Uważamy, że rynek czeka na efekt cięcia kosztów finansowania oraz zwolnień grupowych, które mogą nadal pomóc Spółce w realizacji konsensusu całorocznego. 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. Prezes banku zapowiedział, że SPL będzie się skupiał na wyższej retencji, lojalności oraz satysfakcji klientów, a okres przejść się skończył. Podsumowując uważamy, że Santander Bank Polska jest obecnie adekwatnie wyceniony.

Cena bieżąca	372,40 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	377,27 PLN	+1,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	377,27 PLN	2019-06-03

Podstawowe dane		SPL PW	vs. WIG
Ticker	SPL PW	Zmiana 1M	+2,0% -2,6%
ISIN	PLBZ000000044	Zmiana YTD	+10,0% +5,1%
Liczba akcji (mln)	102,0	Średni obrót 1M	16,8 mln PLN
MC (mln PLN)	37 979,0	Średni obrót 6M	19,8 mln PLN
		P/E 12M fwd	13,8 -4,7%
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	16,6	15,7	14,2	12,0	10,6
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%	5,3%	3,5%	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 zał	58	63	63	63	63
Wynik brutto	3 759	3 892	4 420	5 105	5 644
Podatek	817	727	888	1 026	1 134
Zyski mniejszościowych	-305	-334	-318	-320	-305
Podatek bankowy	-424	-466	-565	-603	-648
Zysk netto	2 213	2 365	2 648	3 155	3 557

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (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 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 kupuj dla Komercni Banka. Uważamy, że sentyment inwestorów powinien być wspierany przez ostatnie rozwiązania na arenie politycznej. Z jednej strony podatek od aktywów jak i dywidend jest obecnie bardzo mało prawdopodobny, a z drugiej Narodowy Fundusz Rozwoju nie powinien stanowić istotnego ryzyka dla rentowności sektora. Wstępnie wielkość funduszu została ustalona na 7 mld CZK, które zostaną wniesione w 2020 roku przez 4 największe czeskie banki (CS, CSOB, KB i UniCredit), przy czym kontrybucja reszty sektora nie została wykluczona. Fundusz będzie miał na celu długoterminowe inwestycje w strategiczne, rentowne projekty, które będą akceptowane przez komitet składający się z banków oraz strony rządowej. Uczestnicy funduszu otrzymają udziały inwestycyjne, a cała inwestycja będzie ujęta w kapitałach własnych i nie będzie miała wpływu na RZiS. Fundusz będzie zarządzany przez Czesko-Morawski Bank Gwarancji i Rozwoju. Ponadto przypominamy, że KB zaraportował o 5% wyższe kwartalne wyniki (1Q) niż tego oczekiwaliśmy. Uwagę w wynikach za 1Q zwraca saldo rezerw, które po raz kolejny uległo rozwiązaniu co może wskazywać na nadal duży potencjał linii do kontrybucji całorocznej. Zarząd banku oczekuje w 2019 roku wzrostu dochodów napędzanych przez wynik odsetkowy oraz wzrostu kredytów w średnim-jedno cyfrowym tempie. Zapowiadany wzrost bufora antycyklicznego (+25 pb od lipca i kolejne +25 pb od stycznia 2020) nie powinien stanowić problemu, ponieważ bank z nadwyżką spełnia obecne wymogi kapitałowe. Uważamy, że utrzymująca się wysoka rentowność Komercni Banka (>14% ROE) pozwala podtrzymać wskaźnik DYield na poziomie około 6% w kolejnych dwóch latach.

RZiS

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Cena bieżąca 888,50 CZK
Cena docelowa 1 000,00 CZK
 potencjał zmiany **+12,5%**

	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 +1,8% -2,8%
ISIN	CZ0008019106	Zmiana YTD +11,6% +6,7%
Liczba akcji (mln)	188,9	Średni obrót 1M 80,2 mln CZK
MC (mld CZK)	167,8	Średni obrót 6M 119,7 mln CZK
		P/E 12M fwd 11,4 -16,2%
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	11,3	11,3	11,1	10,7
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	4,5%	5,3%	5,9%	5,9%
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%		

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%

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. Z drugiej strony Erste Bank ogłosił odpis na poziomie 230 mln PLN brutto w Rumunii związany z subsydiami rządowymi. Co interesujące Zarząd podtrzymał prognozę ROTE na poziomie >11%. W 2019 roku Zarząd oczekuje, że przychody będą rosnać szybciej niż koszty, efektywną stawką podatkową poniżej 20%, a koszt ryzyko pozostanie na bardzo niskim poziomie (10-20 p.b.). Kurs Erste Banku znalazł się także ostatnio pod presją wiadomości o domniemanym podatku bankowym w Czechach. Pomimo dementi Premiera Czech, kurs akcji Erste Banku nie powrócił do pierwotnego stanu. Uważamy, że wycena Erste Banku prezentuje się obecnie najatrakcyjniej z pośród analizowanych przez nas banków regionalnych, a giełdowy kurs powinien zacząć odrabiać część strat poniesionych w wyniku negatywnych doniesień z Rumunii i Czech.

Cena bieżąca	32,30 EUR	potencjał zmiany
Cena docelowa	43,72 EUR	+35,4%

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

Podstawowe dane		EBS AV	vs. WIG
Ticker	EBS AV	Zmiana 1M	+1,7% -2,8%
ISIN	AT0000652011	Zmiana YTD	+16,8% +11,9%
Liczba akcji (mln)	429,8	Średni obrót 1M	25,7 mln EUR
MC (mln EUR)	13 882,5	Średni obrót 6M	25,7 mln EUR
		P/E 12M fwd	9,0 -19,1%
Free float	69,5%	P/E 5Y avg	11,1 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln EUR)	2017	2018	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	4 353	4 582	4 828	5 102
WNDB	6 475	6 726	7 090	7 446
Koszty	-4 158	-4 201	-4 261	-4 329
Saldo rezerw	-132	59	-135	-233
Zysk netto	1 316	1 793	1 499	1 607
P/E	10,7	8,0	9,4	8,7
P/BV	1,0	1,0	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%	3,7%	4,3%	4,5%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	
Wynik odsetkowy		0,0%	0,0%	
Wynik prowizyjny		0,0%	0,0%	
Koszty razem		0,0%	0,0%	
Saldo rezerw		0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	

RZiS

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

Bilans

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

Wskaźniki

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

Wycena sumą części (SOTP)

(mln EUR)	Wartość godziwa	FVPS (EUR)	Zysk netto			P/E			BV	P/BV
			2018	2019P	2020P	2018	2019P	2020P	2018	2018
Austria	7 422	17,27	645	567	599	11,5	13,1	12,4	4 283	1,7
Savings Banks	501	1,17	54	67	72	3,4	7,4	7,0	2 763	0,2
Erste Oesterreich	4 245	9,88	278	301	321	17,5	14,1	13,2	1 520	2,8
Austria pozostała	2 675	6,22	313	199	206	10,4	13,4	13,0	1 873	1,4
CEE ogółem	15 543	36,16	1 270	1 162	1 214	12,0	13,4	12,8	6 555	2,4
Republika Czeska	8 631	20,08	583	608	626	13,9	14,2	13,8	2 489	3,5
Rumunia	1 199	2,79	220	90	92	5,2	13,3	13,1	1 334	0,9
Słowacja	3 153	7,34	189	219	246	16,3	14,4	12,8	950	3,3
Węgry	1 550	3,61	167	128	134	10,8	12,1	11,6	823	1,9
Chorwacja	753	1,75	96	103	101	7,5	7,3	7,5	758	1,0
Serbia	256	0,60	16	13	16	28,6	19,3	16,1	202	1,3
Pozostałe	-5 063	-11,78	-122	-230	-205	27,2	22,0	24,7	1 440	-3,5
Grupa Erste ogółem	17 901	41,65								

Podsumowanie wyceny

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

OTP Bank kupuj (podwyższona)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Po spadku kursu akcji podwyższamy naszą rekomendację trzymaj dla OTP Banku do kupuj. 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 strony oczekujemy normalizacji kosztu ryzyka, który był najniższy od co najmniej 12 lat. Wszystko to przełoży się na bardzo wysokie ROE które szacujemy na 16% w 2019 roku czyli poziom nieosiągalny przez żaden inny analizowany przez nas bank. Nasza prognoza jest zbieżna z oczekiwaniami Zarządu mówiących o ROE na poziomie >15%.

Cena bieżąca

11 790,00 HUF

potencjał zmiany

Cena docelowa

13 046,00 HUF

+10,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	13 046,00 HUF	2019-07-03	
poprzednia	trzymaj	13 046,00 HUF	2019-04-02	
Podstawowe dane			OTP HB	vs. WIG
Ticker	OTP HB	Zmiana 1M	-3,0%	-7,5%
ISIN	HU00000061726	Zmiana YTD	+6,5%	+1,6%
Liczba akcji (mln)	267,0	Średni obrót 1M	5,0 mld HUF	
MC (mld HUF)	3 148,3	Średni obrót 6M	5,2 mld HUF	
		P/E 12M fwd	8,9	-14,5%
Free float	100,0%	P/E 5Y avg	10,4	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mld HUF)	2017	2018	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	547	600	675	700
WNDB	809	886	992	1 028
Koszty	-442	-490	-520	-528
Saldo rezerw	-46	-26	-93	-100
Zysk netto	281	318	322	341
P/E	11,0	9,6	9,6	9,1
P/BV	1,9	1,7	1,4	1,3
ROE	18,4%	18,3%	15,9%	14,4%
DPS	199,22	229,63	229,63	296,56
DYield	1,7%	1,9%	1,9%	2,5%
Zmiana prognoz			2019P	2020P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%

RZIS

(mld HUF)	2016	2017	2018	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	522	547	600	675	700
Wynik prowizyjny	176	209	221	243	250
Pozostały	40	53	65	74	77
WNDB	738	809	886	992	1 028
Koszty działalności operacj	400	442	497	520	528
Wynik operacyjny	338	367	389	472	500
Saldo rezerw	93	46	26	93	100
Zysk brutto	245	321	363	379	400
Podatek dochodowy	44	37	37	46	47
Zysk netto dywizji	201	284	325	334	353
Odpis WNIP	12	-6	-5	0	0
Podatek bankowy	-14	-15	-15	-17	-17
Inne	6	15	0	0	1
Zyski mniejszościowych	-3	0	0	5	4
Zysk netto	202	281	318	322	341

Bilans

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

Wskaźniki

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

Wycena sumą części (SOTP)

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

Podsumowanie wyceny

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

PZU

trzymaj (obniżona)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Po wzroście kursu akcji obniżamy naszą rekomendację akumuluj do trzymaj dla PZU. Prognozujemy, że w kolejnych dwóch latach składka przypisana brutto wzrośnie o odpowiednio 2,1% i 2,2%, zaś odszkodowania o odpowiednio 4% i 2%. Wyniki z 2019 roku powinny przełożyć się na wskaźnik DYield na poziomie >6% co jest nadal jedną z najwyższych dywidend w polskim sektorze finansowym. Zagrożeniem dla dywidendy może być wzrost odszkodowań. 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 niesprzyjające warunki meteorologiczne w 2019 roku. Od początku roku Polska doświadczyła suszy, powodzi, bardzo wysokich temperatur, które przekładają się na gwałtowne burze. Oczekujemy, że PZU pokaże solidne wyniki za 2Q'19, w których główną rolę będzie silny wynik inwestycyjny. Niemniej jednak, zgodnie z zapowiedziami Zarządu, w kolejnych kwartałach wpływ wyniku inwestycyjnego na RZIS powinien spadać.

Cena bieżąca

44,35 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

43,38 PLN

-2,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	43,38 PLN	2019-07-03	
poprzednia	akumuluj	43,38 PLN	2019-04-02	
Podstawowe dane			PZU PW	vs. WIG
Ticker	PZU PW	Zmiana 1M	+7,0%	+2,5%
ISIN	PLPZU0000011	Zmiana YTD	+1,0%	-3,9%
Liczba akcji (mln)	863,5	Średni obrót 1M	69,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	38 297,2	Średni obrót 6M	68,5 mln PLN	
		P/E 12M fwd	11,6	-5,2%
Free float	64,8%	P/E 5Y avg	12,2	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Skl. przyp. brutto	22 847	23 470	23 962	24 486	25 035
Odszkodowania	-14 942	-14 563	-15 108	-15 432	-15 771
Wynik inw.	1 895	892	924	918	836
Koszty razem	-4 511	-4 750	-4 957	-5 089	-5 226
Zysk netto	2 910	3 213	3 263	3 432	3 511
P/E	12,8	11,6	11,4	10,8	10,6
P/BV	2,6	2,6	2,5	2,5	2,4
ROE	21,1%	21,7%	21,8%	22,5%	22,6%
DPS	1,40	2,70	2,98	3,01	3,18
DYield	3,2%	6,1%	6,7%	6,8%	7,2%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Składka przypisana brutto			0,0%	0,0%	0,0%
Odszkodowania			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik inwestycyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZIS

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

Bilans

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

Wskaźniki

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Wycena PZU (bez banków)

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

Wycena 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 22 428 24 05 michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj dla Kruka. Wyniki za 1Q'19, włączając w to nakłady czy rewaluacje są zgodne z naszymi oczekiwaniami. W latach 2019 i 2020 oczekujemy, że Spółka wyda na nowe portfele 891 mln PLN i 949 mln PLN a następnie przyspieszy do 1,2 mld PLN w 2021. Niższe nakłady w latach 2019-20 związane są ze wstrzemięźliwością zakupową na rynku włoskim i hiszpańskim do czasu 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%. Wartość nominalna rynku rumuńskiego przez ostatnie 5 lat diametralnie spadła (-71%), przez co nakłady Kruka na przestrzeni naszej prognozy nie przekraczają obecnie 250 mln PLN (co roku), 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) Spółkę porównywalnych. Jednocześnie podkreślamy, że Spółka nadal prezentuje się bardzo atrakcyjnie z ROE powyżej 17%, bardzo niskim wskaźniku dług netto / KW (1,3x-1,1x) oraz wskaźniku DYield w przedziale 3%-6%. Uważamy, że obecna wycena rynkowa stwarza około 20% potencjał wzrostu.

Cena bieżąca	184,40 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	213,65 PLN	+15,9%

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

Podstawowe dane		KRU PW	vs. WIG
Ticker	KRU PW	Zmiana 1M	+18,4% +13,9%
ISIN	PLKRK0000010	Zmiana YTD	+21,6% +16,6%
Liczba akcji (mln)	18,9	Średni obrót 1M	8,4 mln PLN
MC (mln PLN)	3 482,7	Średni obrót 6M	8,7 mln PLN
		P/E 12M fwd	10,0 -25,0%
Free float	87,0%	P/E 5Y avg	13,3 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody ogółem	1 055	1 165	1 257	1 276	1 294
z zakupu wierzyt.	972	1 070	1 161	1 177	1 193
z inkasa	59	67	70	72	73
Koszty operacyjne	-161	-176	-179	-181	0
Zysk netto	295	330	336	342	343
P/E	11,4	10,2	10,1	9,9	9,9
P/BV	2,4	2,0	1,8	1,7	1,6
ROE	21,9%	20,7%	18,5%	17,2%	15,9%
DPS	5,76	5,00	5,00	8,90	9,06
DYield	3,1%	2,7%	2,7%	4,8%	4,9%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
Nabyte pakiety wierzytelności		0,0%	0,0%	0,0%	
Usługi windykacyjne		0,0%	0,0%	0,0%	
Pozostałe produkty		0,0%	0,0%	0,0%	
Koszty ogólne		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

RZiS

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

Wycena DDM oraz EVA

(mln PLN)	DDM	EVA
Początkowe TNAV		1 460
Etap I (2017-24)	1 496	2 041
Etap II (2025-44)	2 383	1 034
PV TV	967	
Wartość godziwa na 01/2019	3 515	3 654
Korekta o wartość pieniądza w czasie	196	67
Obecna wartość firmy	3 711	3 721
Liczba akcji (mln)	18,9	18,9
Koszt kapitału	7,8%	7,8%
Wartość godziwa na akcję (PLN)	196,47	197,01
Cena docelowa za 9M (PLN)	210,61	211,19

Podsumowanie DCF

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

Podsumowanie wyceny

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

Wycena na akcję

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

Skarbiec Holding kupuj (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj. Obecnie prognozujemy wzrost rynku przez najbliższe 5 lat w średnio rocznym tempie 6,5%. Uważamy, że Zarząd SKH jednoznacznie porzucił strategiczny cel osiągnięcia 8 mld PLN aktywów pod zarządzaniem na koniec 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, DYield 9%) a następnie normalizację wypłaty do około 100% zysku netto (średnio 20% DYield 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 DYield (>10%), który będzie nieosiągalny dla innych spółek finansowych.

Cena bieżąca	17,80 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	28,17 PLN	+58,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	28,17 PLN	2019-06-03

Podstawowe dane			SKH PW	vs. WIG
Ticker	SKH PW	Zmiana 1M	+7,9%	+3,3%
ISIN	PLSKRBH00014	Zmiana YTD	-15,6%	-20,6%
Liczba akcji (mln)	6,8	Średni obrót 1M		0,0 mln PLN
MC (mln PLN)	121,4	Średni obrót 6M		0,1 mln PLN
		P/E 12M fwd	6,1	-15,7%
Free float	25,4%	P/E 5Y avg	7,2	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	6,1	5,0	6,0	5,2	5,5
P/BV	1,2	1,3	1,1	1,1	1,1
ROE	19,3%	24,2%	19,7%	21,6%	20,3%
DPS	2,62	4,45	1,47	3,22	3,15
DYield	14,7%	25,0%	8,2%	18,1%	17,7%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
Wynagrodzenie stałe			0,0%	0,0%	0,0%
Wynagrodzenie zmienne			0,0%	0,0%	0,0%
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZIS

(mln PLN)	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 pracown	-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

trzymaj (obniżona)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Mimo bardzo dobrych perspektyw z początku roku odnośnie wzrostu popytu na sodę oraz średnich jej cen Ciech od marca pozostaje w wyraźnym trendzie spadkowym. Powodem tego są zapowiedzi wyższych wydatków inwestycyjnych na poprawę efektywności produkcji w latach 2019-2020, brak dywidendy z zysku za 2019 rok, relatywnie słabe wyniki za 1Q'19 oraz możliwe kary wynikające z kontroli skarbowych za poprzednie lata. W czerwcu zmaterializowało się dodatkowe ryzyko w postaci ogłoszonej siły wyższej (force majeure) przez dostawcę pary technologicznej do zakładów w Govora. Naszym zdaniem wysoce możliwe spadki wolumenów produkcyjnych w spółce zależnej w 2H'19 zmniejszą potencjalną skalę poprawy wyników całej Grupy. Dodatkowo wysokie temperatury w Europie zwiększają ryzyko, że kolejny rok z rzędu niskie stany wód w Niemczech negatywnie przekładają się będą na wolumeny Soda Deutschland. W lipcu rynek naszym zdaniem bardzo uważnie przyglądać się będzie prognozom analityków na 2Q'19. Jeżeli wyniki 2Q'19 nie wskażą wzrostu r/r to rynek po raz kolejny podda pod wątpliwość tegoroczną dynamiczną poprawę rezultatów. Zwiększamy wartość możliwych kar podatkowych z 168 m PLN do 201 mln PLN, obniżamy naszą prognozę wolumenów produkcji sody w zakładzie w Rumunii oraz Soda Deutschland oraz rewidujemy w górę naszą prognozę certyfikatów CO₂. Obniżamy naszą docelową do 41,72 PLN/akcja (wcześniej 55,00 PLN/akcja) oraz obniżamy naszą rekomendację do trzymaj (wcześniej kupuj).

Cena bieżąca

41,60 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

41,72 PLN

+0,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	41,72 PLN	2019-07-03	
poprzednia	kupuj	55,00 PLN	2019-06-03	
Podstawowe dane			CIE PW	vs. WIG
Ticker	CIE PW	Zmiana 1M	-2,5%	-7,0%
ISIN	PLCIECH000018	Zmiana YTD	-6,1%	-11,0%
Liczba akcji (mln)	52,7	Średni obrót 1M	1,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 192,3	Średni obrót 6M	3,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 702,3	EV/EBITDA 12M fwd	5,1	-17,2%
Free float	33,0%	EV/EBITDA 5Y avg	6,1	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	3 579	3 673	3 805	3 844	4 172
EBITDA skor.	808	633	690	725	715
marża EBITDA	22,6%	17,2%	18,1%	18,9%	17,1%
EBIT skor.	564	358	400	386	371
Zysk netto skor.	373	166	267	255	243
P/E skor.	5,9	13,2	8,2	8,6	9,0
P/BV	1,0	1,1	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA skor.	3,8	5,8	5,4	5,3	5,2
DPS	0,00	7,50	0,00	1,01	2,42
DYield	0,0%	18,0%	0,0%	2,4%	5,8%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			-3,3%	-4,6%	-9,6%
Zysk netto			-6,5%	-9,6%	-19,7%
Soda (USD/t)			+3,5%	+2,1%	+2,1%
Soda Ciech (PLN/t)			+2,9%	+3,8%	+3,8%
Soda vol (tys. ton)			-3,9%	-11,2%	-2,2%
Węgiel do celów energetycznych (PLN/t)			-3,6%	-8,6%	-8,6%
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	549	572	554
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	283	246
Przepływy oper.	629	454	559	651	627
Amortyzacja	244	275	291	339	344
Kapitał obrotowy	-66	-97	-58	-2	-20
Przepływy inv.	-389	-627	-545	-678	-331
CAPEX	402	595	545	678	331
Przepływy fin.	-164	-125	-160	-14	-288
Dywidenda/buyback	0	-395	0	-53	-127
FCF	234	-170	15	-26	298
FCF/EBITDA	28%	-26%	2%	-4%	42%
CFO/EBITDA	75%	69%	81%	90%	88%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Soda (USD/t)	269	278	277	277	277	277	277	277	277	277	277
Soda Ciech (PLN/t)	881,1	892,8	892,8	892,8	892,8	892,8	892,8	892,8	892,8	892,8	892,8
Soda vol (tys. ton)	2 115	2 020	2 250	2 300	2 300	2 300	2 300	2 300	2 300	2 300	2 301
Przychody	3 805	3 844	4 172	4 271	4 304	4 330	4 347	4 365	4 383	4 401	4 421
EBITDA	690	725	715	710	708	701	688	675	661	648	634
marża EBITDA	18,1%	18,9%	17,1%	16,6%	16,5%	16,2%	15,8%	15,5%	15,1%	14,7%	14,3%
EBIT	400	386	371	377	379	364	343	322	302	283	266
Podatek	73	69	66	68	70	67	63	59	55	52	49
CAPEX	-545	-678	-331	-313	-319	-332	-340	-348	-356	-363	-368
Kapitał obrotowy	-58	-2	-20	-6	-2	-2	-1	-1	-1	-1	-1
FCF	15	-26	298	323	317	300	284	266	249	232	216
PV FCF	15	-23	252	255	233	206	181	159	138	120	
WACC	7,0%	6,9%	6,9%	7,0%	7,0%	7,1%	7,1%	7,1%	7,2%	7,2%	7,2%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	4 644	4 831	5 030	5 340	5 435
Aktywa trwałe	3 205	3 559	3 813	4 154	4 142
Kapitał własny	2 188	1 970	2 236	2 438	2 554
Udział mniejszości	-3	0	0	0	0
Dług netto	865	1 464	1 510	1 651	1 543
Dług netto/EBITDA (x)	1,0	2,2	2,2	2,3	2,2
Dług netto/kap. wł. (x)	0,4	0,7	0,7	0,7	0,6

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana wartość FCF	1 537
Dług netto	1 464
Inne korekty	-201
Wycena DCF na akcję (PLN)	38,17

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	40,32
DCF	50%	38,17
Cena wynikowa		39,25
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		41,72

Grupa Azoty akumuluj (podtrzymana)

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 ponad 1,5 mld PLN (konsensus 1,35 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 1,6x, co naszym zdaniem pozytywnie przełoży się na postrzeganie ryzyka przez inwestorów. Po raz kolejny podwyższamy naszą prognozę EBITDA na 2019 rok o 8% do 1560 mln PLN oraz aktualizujemy wycenę do 45,93 PLN/akcja (wcześniej 44,42 PLN/akcja). Podtrzymujemy naszą rekomendację akumuluj (wcześniej akumuluj).

Cena bieżąca

42,10 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

45,93 PLN

+9,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	45,93 PLN	2019-07-03	
poprzednia	akumuluj	44,42 PLN	2019-06-03	
Podstawowe dane			ATT PW	vs. WIG
Ticker	ATT PW	Zmiana 1M	+5,6%	+1,1%
ISIN	PLZATRM00012	Zmiana YTD	+35,0%	+30,1%
Liczba akcji (mln)	99,2	Średni obrót 1M	6,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 176,1	Średni obrót 6M	4,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	7 373,0	EV/EBITDA 12M fwd	5,4	-16,4%
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	12 483	12 425	12 751
EBITDA skor.	1 262	805	1 560	1 119	1 131
marża EBITDA	13,1%	8,1%	12,5%	9,0%	8,9%
EBIT skor.	672	122	810	376	401
Zysk netto skor.	550	43	554	218	217
P/E skor.	7,6	98,0	7,5	19,1	19,3
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA skor.	4,1	8,7	4,7	7,6	8,7
DPS	0,79	1,20	0,00	0,00	0,66
DYield	1,9%	2,9%	0,0%	0,0%	1,6%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			+7,9%	-3,3%	-2,9%
Zysk netto			+17,5%	-13,2%	-12,3%
Mocznik (PLN/t)			+3,5%	+1,3%	+1,3%
Saletra (PLN/t)			+3,5%	+1,0%	+0,9%
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	889	549	570
EBITDA tworzywa	221	192	183	171	147
EBITDA chemia	348	282	295	232	241
EBITDA Compo	0	0	127	121	124
EBITDA pozostałe	134	208	66	47	48
Przepływy oper.	1 087	1 043	1 225	1 087	1 082
Amortyzacja	590	683	751	743	731
Kapitał obrotowy	13	155	-230	3	-14
Przepływy inv.	-709	-1 761	-1 372	-2 040	-2 199
CAPEX	1 063	2 042	1 387	2 040	2 199
Przepływy fin.	39	440	-118	481	1 086
Dywidenda/buyback	-78	-119	0	0	-66
FCF	49	-1 158	-189	-965	-1 126
FCF/EBITDA	4%	-151%	-12%	-86%	-100%
CFO/EBITDA	92%	136%	79%	97%	96%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Mocznik (PLN/t)	1 627	1 568	1 607	1 606	1 604	1 603	1 601	1 600	1 599	1 597	1 606
Saletra (PLN/t)	1 369	1 324	1 363	1 361	1 360	1 358	1 357	1 356	1 354	1 353	1 360
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	12 483	12 425	12 751	13 647	14 628	14 898	15 121	15 275	15 432	15 523	15 671
EBITDA	1 560	1 119	1 131	1 474	1 616	1 680	1 653	1 645	1 632	1 615	1 630
marża EBITDA	12,5%	9,0%	8,9%	10,8%	11,0%	11,3%	10,9%	10,8%	10,6%	10,4%	10,4%
EBIT	810	376	401	522	663	737	749	770	755	723	738
Podatek	133	47	43	48	63	81	87	94	93	88	92
CAPEX	-1 387	-2 040	-2 199	-844	-572	-619	-660	-814	-832	-878	-892
Kapitał obrotowy	-230	3	-14	-39	-43	-12	-10	-7	-7	-4	-6
FCF	-189	-965	-1 126	543	938	968	896	731	701	645	641
PV FCF	-183	-877	-967	436	702	675	581	441	394	337	
WACC	6,9%	6,6%	6,3%	6,5%	6,7%	6,8%	6,9%	7,0%	7,0%	7,1%	7,1%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	11 738	14 160	14 775	15 588	17 122
Aktywa trwałe	8 070	9 886	10 553	11 855	13 330
Kapitał własny	6 856	6 703	7 254	7 472	7 624
Udział mniejszości	588	625	652	659	667
Dług netto	367	2 226	2 545	3 618	4 949
Dług netto/EBITDA (x)	0,3	2,9	1,6	3,2	4,4
Dług netto/kap. wł. (x)	0,1	0,3	0,4	0,5	0,6

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	8 035
Dług netto	2 226
Inne korekty	-625
Wycena DCF na akcję (PLN)	52,26

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	34,16
DCF	50%	52,26
Cena wynikowa		43,21
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		45,93

Paliwa

Lotos

sprzedaż (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Wobec coraz gorszych perspektyw dla sektora rafineryjnego (słabnąca dynamika popytu, uruchamianie kolejnych nowych mocy przerobowych) kluczową kwestią dla utrzymania obecnych wysokich poziomów wyceny Lotosu jest potencjalne wezwanie ze strony Orlenu. W kontekście ostatnich wypowiedzi Prezesa Orlenu ten scenariusz się jednak oddala i rośnie niepewność, co do finalnej decyzji organów antymonopolowych UE. Prezes Obajtek zasugerował, że rozstrzygnięcie nastąpi dopiero za 5-6 miesięcy (czyli już po wyborach parlamentarnych) i nadal nie można być pewnym osiągnięcia kompromisu w sprawie wymaganych środków zaradczych (sprzedaż aktywów, wydzielenie infrastruktury paliwowej w ramach zasady TPA). Jest to negatywne zaskoczenie, szczególnie że długotrwały proces pre-notyfikacyjny miał pozwolić na szybszą procedurę po oficjalnym złożeniu wniosku koncentracyjnego. Przy takich komunikatach widoczna w ostatnich dniach presja na kursie może się utrzymywać, szczególnie że na horyzoncie są też inne potencjalnie negatywne katalizatory jak deklaracja większego niż pierwotnie planowano udziału Lotosu w projekcie PDH, kolejne opóźnienia w projekcie EFRA, brak oczekiwanego efektu IMO, słabość marż na dieslu czy bardzo niskie ceny gazu (uderzenie w segment wydobywczy). Przy obecnym makro i bardzo wymagającej bazie odniesienia z 2H'18 podtrzymujemy naszą tezę, iż realizacja konsensusowych założeń EBITDA ~3 mld PLN jest mało realna. Rekomendację sprzedaż pozostawiamy bez zmian.

Cena bieżąca

82,66 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

65,95 PLN

-20,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	sprzedaż	65,95 PLN	2019-06-03

Podstawowe dane			LTS PW	vs. WIG
Ticker	LTS PW	Zmiana 1M	-5,9%	-10,4%
ISIN	PLLOTOS00025	Zmiana YTD	-6,6%	-11,5%
Liczba akcji (mln)	184,9	Średni obrót 1M	24,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	15 281,6	Średni obrót 6M	29,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	18 872,4	EV/EBITDA 12M fwd	4,8	-16,7%
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	9,1	9,6	13,6	12,5	11,6
P/BV	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA	5,8	4,7	6,9	5,8	4,9
DPS	1,00	1,00	3,00	1,82	1,98
DYield	1,2%	1,2%	3,6%	2,2%	2,4%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
EBITDA LIFO		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Brent (USD/Bbl)		0,0%	0,0%	0,0%	
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)		0,0%	0,0%	0,0%	
USD/PLN		0,0%	0,0%	0,0%	

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.	5,9	5,6	7,1	5,7	5,0
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

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%

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%

Podsumowanie DCF

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

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Kurs MOL-a przy uwzględnieniu dywidendy był w czerwcu stabilny i praktycznie nie zareagował na spadki cen ropy i gazu, co jest pewnym zaskoczeniem nawet przy uwzględnieniu faktu dużego udziału regulowanej sprzedaży w przypadku tego drugiego surowca. Obecnie ceny ropy już odrobiły część spadków, więc presja na wyniki w segmencie wydobycia powinna być mniejsza i póki co nie korygujemy naszych założeń dla tego obszaru. Podtrzymujemy również negatywny scenariusz dla obszaru downstream, który zmierzy się z wymagającą bazą odniesienia w 2H'19. Niemniej jednak 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 Orlenu, a bilans wyraźnie silniejszy (0,6x DN/EBITDA), co zapewnia stabilny wzrost dywidend i buduje poduszkę płynności na ciekawą akwizycję. Jednocześnie MOL kolejny kwartał z rzędu dostarcza mocnych wzrostów w segmencie detalicznym (stanowi już 15-16% w skonsolidowanym strumieniu EBITDA), co było tak mocno premiowane przez rynek w przypadku płockiego koncernu. Rekomendacja trzymaj pozostaje bez zmian.

Cena bieżąca
Cena docelowa

3 104 HUF

potencjał zmiany

3 223 HUF

+3,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	3 223 HUF	2019-06-03

Podstawowe dane			MOL HB	vs. WIG
Ticker	MOL HB	Zmiana 1M	-2,4%	-7,0%
ISIN	HU0000153937	Zmiana YTD	+4,1%	-0,9%
Skor. l. akcji (mln)	738,1	Średni obrót 1M	1 668,1 mln HUF	
MC (mln HUF)	2 291 150,7	Średni obrót 6M	1 968,1 mln HUF	
EV (mln HUF)	3 070 916,2	EV/EBITDA 12M fwd	4,4	+2,0%
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	7,5	7,6	15,4	10,0	9,0
P/BV	1,3	1,1	1,1	1,1	1,0
EV/EBITDA	4,5	3,8	5,0	4,2	3,9
DPS	78,13	127,50	142,50	152,64	160,27
DYield	2,5%	4,1%	4,6%	4,9%	5,2%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
CCS EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Marża petchem (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Brent (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mld HUF)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA LIFO skor.	673	728	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.	4,5	4,0	5,0	4,2	3,8
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

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%

Bilans i CF

(mld 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%

Podsumowanie DCF

(mld HUF)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdykontowana 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

Wbrew naszym oczekiwaniom ceny gazu w Europie pogłębiły w ostatnim miesiącu spadki i na rynku spot zbliżyły się do 10 EUR/MWh. Nie jest to otoczenie wspierające dla naszej rekomendacji, ale póki co podtrzymujemy nasze zalecenie. Nie wyciągalibyśmy pochopnych wniosków z notowań surowca w okresie letnim, szczególnie po tak słabej zimie i wysokich stanach magazynowych. Lepiej naszym zdaniem fundamenty rynku gazu odzwierciedla roczny forward handlowany na poziomach 19 EUR/MWh i dlatego nie zmieniamy naszych średnioterminowych założeń, przy których EV/EBITDA'20 wraca w okolice 4,0x (liczymy na odbudowanie się popytu, szczególnie w Chinach oraz arbitraż gaz-węgiel). Rynek może też przeszacowywać negatywne wyniki w segmencie obrotu w kolejnych kwartałach, które mają być pochodną rozejścia się cen gazu i ropy. Ten negatywny efekt na kontraktach długoterminowych może być bowiem kompensowany przez spotowe rozliczenia z segmentem wydobywania i wolniejsze odzwierciedlenie niskich cen giełdowych w cennikach dla klientów (taryfa G rośnie r/r o ~6%, a Spółka nadal nie zmieniała cennika dla firm po podwyżce z początku roku). Nie można też zapominać o zbliżającym się mimo wszystko wyroku trybunału arbitrażowego ws. sporu z Gazpromem. Dodatkowo wciąż mocny bilans (gotówka netto mimo wdrożenia MSSF16) daje szanse na wzrost dywidend (rosnące potrzeby budżetowe) lub akwizycje konwertujące nadpłynność na strumień EBITDA.

Cena bieżąca Cena docelowa

5,29 PLN **potencjał zmiany**6,47 PLN **+22,4%**

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

Podstawowe dane			PGN PW	vs. WIG
Ticker	PGN PW	Zmiana 1M	-5,6%	-10,2%
ISIN	PLPGNIG00014	Zmiana YTD	-23,5%	-28,5%
Liczba akcji (mln)	5 778,3	Średni obrót 1M	28,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	30 538,4	Średni obrót 6M	28,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	30 846,9	EV/EBITDA 12M fwd	4,5	-11,0%
Free float	28,1%	EV/EBITDA 5Y avg	5,0	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	35 857,0	41 234,0	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	10,4	9,5	10,6	8,2	7,5
P/BV	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA	4,7	4,3	4,5	3,7	3,4
DPS	0,20	0,07	0,11	0,20	0,26
DYield	3,8%	1,3%	2,1%	3,8%	4,9%
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
obróć	-435	-848	173	616	621
dystribucja	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

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%

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%

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 (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Podtrzymujemy nasz negatywny scenariusz dla rafinerii i petrochemii, tym bardziej że jesteśmy dopiero w początkowej fazie uruchomienia nowych mocy, a już zaczyna być to widoczne na poziomie modelowych marż. Tymczasem Orlen wkracza w okres bardzo wysokich inwestycji organicznych (zapowiadane 8 mld PLN w 2020 roku), planuje przejście Lotosu, a dodatkowo w wyniku wdrożenia MSSF16 zwiększył raportowane zadłużenie o 3,6 mld PLN (nie można tego nie uwzględnić w kalkulacji wskaźników, szczególnie że Orlen raportuje EBITDA bez korygowania o efekt tych księgowych rewolucji, mimo że w skali roku sztucznie poprawiają one zyski na tym poziomie o około 0,5-0,6 mld PLN). Realizacja konsensusowych prognoz EBITDA będzie naszym zdaniem trudna, szczególnie w kontekście dość wymagającej bazy odniesienia w 2H (rekordowy wynik detalu w 4Q, wysokie marże na dieslu spowodowane niskim stanem Renu w 2H'18). Tymczasem Orlen wciąż jest wyceniany z premią do zagranicznych spółek porównywalnych, nie mówiąc o lokalnych podmiotach z dominującym udziałem Skarbu Państwa. Nadal ryzykiem pozostaje też potencjalny wpływ ograniczeń w dostawach ropy rurociągiem Przyjaźń, mimo oficjalnych deklaracji o niezakończonej pracy rafinerii w 2Q. Pozytywnym katalizatorem w krótkim terminie może być z kolei rekordowo niska cena gazu (energetyka, Anwil), ale w naszym bazowym scenariuszu nie zakładamy, aby ta sytuacja miała utrzymać się w średnim terminie.

Cena bieżąca

90,54 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

80,01 PLN

-11,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	sprzedaj	80,01 PLN	2019-06-03

Podstawowe dane			PKN PW	vs. WIG
Ticker	PKN PW	Zmiana 1M	-6,4%	-11,0%
ISIN	PLPKN0000018	Zmiana YTD	-16,3%	-21,2%
Liczba akcji (mln)	427,7	Średni obrót 1M	76,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	38 724,8	Średni obrót 6M	74,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	46 235,5	EV/EBITDA 12M fwd	4,8	-13,9%
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	5,8	7,1	10,8	12,1	11,2
P/BV	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA	3,8	4,5	5,8	5,9	5,3
DPS	3,00	3,00	3,50	3,00	3,00
DYield	3,3%	3,3%	3,9%	3,3%	3,3%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA LIFO			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Marża petchem (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
USD/PLN			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA LIFO skor.	9 581	8 344	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.	4,4	5,3	6,3	5,8	5,3
Effekt 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

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%

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%

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

akumuluj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.klischcz@mbank.pl

Kurs CEZ odlecił się w tym roku od europejskiej grupy porównawczej o ponad 20%, mimo że ryzyka związane z projektem atomowym raczej się zmniejszyły, a spółka rozpoczęła cykl wzrostowy na wynikach po 9 latach spadków na linii EBITDA. Tegoroczna zrealizowana cena energii w wytwarzaniu powinna być wyższa r/r o ponad 5 EUR/MWh, a w perspektywie 2022 roku zwiększy się o kolejne 13 EUR/MWh, co jest wypadkową rynkowych trendów i prowadzonej polityki hedgingowej koncernu. Zapowiedziane poziomy nakładów inwestycyjnych (~30 mld CZK rocznie) w połączeniu z deklaracją dezinvestycji na rynkach zagranicznych (łącznie sprzedaż aktywów w Bułgarii, Rumunii, Turcji i Polsce mogłaby uwolnić co najmniej 30-40 mld CZK) i rezygnacją z akwizycji projektów OZE w Europie Zachodniej tworzy znaczną przestrzeń do wypłaty dywidendy zgodnie ze skorygowaną polityką w tym zakresie. Aktualnie czeski koncern notowany jest z 8% dyskontem na EV/EBITDA do benchmarku, podczas gdy w ostatnich 3 latach odchyłał się in plus o co najmniej 5%. Warto też odnotować, że dzięki poprawie wyników Spółka odbudowuje poziom DYield, zarówno w ujęciu bezwzględnym jak i relatywnie do stopowy wolnej od ryzyka czy DYield dla Stoxx Utilities. W naszym bazowym scenariuszu stopa dywidendy przy założeniu 90% wypłaty z zysku (nowa polityka dywidendowa zakłada payout 80-100%) znów przekroczy 6% w roku 2021.

Cena bieżąca

525,00 CZK

potencjał zmiany

Cena docelowa

597,80 CZK

+13,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	597,80 CZK	2019-06-25

Podstawowe dane		CEZ CP	vs. WIG
Ticker	CEZ CP	Zmiana 1M	+2,0% -2,5%
ISIN	CZ0005112300	Zmiana YTD	+2,7% -2,2%
Liczba akcji (mln)	538,0	Średni obrót 1M	117,7 mln CZK
MC (mld CZK)	282,4	Średni obrót 6M	128,5 mln CZK
EV (mld CZK)	438,8	EV/EBITDA 12M fwd	6,7 -7,4%
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	205 365,0	223 463,1	234 528,1
EBITDA	55 155,0	49 664,0	58 628,6	62 640,1	63 454,4
marża EBITDA	26,9%	26,9%	28,5%	28,0%	27,1%
EBIT	25 620,0	19 759,0	29 601,0	33 151,4	34 075,6
Zysk netto	18 765,0	10 327,0	18 036,1	20 761,5	20 613,7
P/E	15,1	27,4	15,7	13,6	13,7
P/BV	1,1	1,2	1,2	1,2	1,1
EV/EBITDA	7,8	8,8	7,5	6,9	6,8
DPS	33,00	32,71	24,00	30,17	34,73
DYield	6,3%	6,2%	4,6%	5,7%	6,6%
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	58 629	62 640	63 454
EBITDA	55 155	49 664	58 629	62 640	63 454
wytwarzanie	24 050	19 906	28 151	30 865	31 039
wydobycie	4 056	3 754	3 931	3 928	3 897
dystribucja	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	2 469	2 620
Saldo finansowe	-2 867	-6 242	-7 104	-7 255	-8 363
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	57 352	60 853	61 904
CFO/EBITDA	83%	71%	98%	97%	98%
Capex	30 688	26 018	33 136	33 606	33 218
Kapitał obrotowy	54 916	112 247	124 950	135 962	142 694
Kapitał własny	250 018	234 721	239 846	244 375	246 304
Dług netto	141 684	151 721	151 794	147 344	145 035
Dług netto/EBITDA (x)	2,6	3,1	2,6	2,4	2,3

Analiza porównawcza

	19P	P/E	20P	21P	19P	EV/EBITDA	20P	21P
Minimum	2,5	2,3	2,0	3,2	3,0	2,6		
Maksimum	27,2	24,8	21,6	15,6	10,5	10,0		
Mediana	14,1	12,2	11,1	7,1	6,8	6,5		
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%		

Model DCF

(mln CZK)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Energia (EUR/MWh)	47,9	50,0	51,8	51,8	51,8	51,8	51,8	51,8	51,8	51,8	51,8
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)	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0
Przychody	205 365	223 463	234 528	245 413	249 102	249 684	249 536	249 174	250 252	251 339	251 339
EBITDA	62 756	66 871	67 791	71 177	71 588	71 622	72 069	72 467	73 129	73 777	73 777
marża EBITDA	30,6%	29,9%	28,9%	29,0%	28,7%	28,7%	28,9%	29,1%	29,2%	29,4%	29,4%
EBIT	29 601	33 151	34 076	36 823	37 774	37 693	37 786	37 630	37 564	37 345	36 787
Podatek	5 624	6 299	6 473	6 994	7 174	7 158	7 174	7 144	7 130	7 087	6 990
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	-222	-192	-118	-116	-39	-6	2	4	-11	-12	-12
FCF	23 774	26 774	27 982	30 568	29 589	28 380	28 520	28 647	28 997	29 372	29 786
PV FCF	23 121	24 615	24 313	25 089	22 935	20 772	19 710	18 691	17 858	17 072	
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	574 846
Dług netto	156 717
Inne korekty	-59 772
Wycena DCF na akcję (CZK)	666,10

Wycena

(CZK)	waga	cena
Porównawcza	33%	368,97
DYield-porównawcza	17%	661,31
DCF	50%	666,10
Koszt kapitału 9M		5,6%
Cena docelowa za 9M		597,8

Enea kupuj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.klischcz@mbank.pl

Enea w teorii stanowi najlepszą ekspozycję na rozszerzenie modelowej marży na generacji węglowej w Polsce, a tymczasem w ujęciu YTD okazała się jedną z najgorszych inwestycji w sektorze. Na bazie wskaźnika EV/EBITDA'19-20 Spółka jest wyceniana z 20% dyskontem do najbliższych konkurentów, co trudno racjonalnie wytłumaczyć, szczególnie biorąc pod uwagę momentum wyników (potwierdzenie iż problemy z rentownością w 2018 były przejściowe), perspektywę FCF (FCFE yield w kolejnych 3 latach >9%) i relatywnie niższą emisyjność floty wytwórczej (0,8t/MWh). Siła bilansu predestynuje Eneę do powrotu do płacenia dywidend, tym bardziej że decyzja o transferze do akcjonariuszy zapadła ostatnio w zależnej LWB. Oczekujemy, że w kolejnych okresach negatywne zmiany widoczne kapitale obrotowym w 1Q'19 zostaną odwrócone i cały rok Spółka zamknie rekordowym poziomem CF z operacji na poziomie 2,8 mld PLN. Nawet przy realizacji planowanych przez Zarząd nakładów na poziomie 2,6 mld PLN implikuje to znaczny dodatni FCF (zwracamy uwagę, że bez płatności na JV Ostrołęka C wykonanie tego planu po 1Q to zaledwie 16%). W kolejnych latach ta nadwyżka powinna rosnąć, a średni FCFE yield powinien sięgać 9% w okresie 2020-22. Zwracamy uwagę, że po mocnej poprawie wyników w 2019, perspektywy na kolejne lata również wyglądają obiecująco, zarówno ze względu na poprawę CDS dla bloku 11, jak i pełną dyspozycyjność bloków 500 MW oraz uruchomienie płatności mocowych.

Cena bieżąca

9,44 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

12,41 PLN

+31,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	12,41 PLN	2019-06-25

Podstawowe dane		ENA PW	vs. WIG
Ticker	ENA PW	Zmiana 1M	+12,2% +7,7%
ISIN	PLENEA000013	Zmiana YTD	-4,6% -9,6%
Liczba akcji (mln)	441,4	Średni obrót 1M	7,2 mln PLN
MC (mln PLN)	4 167,2	Średni obrót 6M	6,5 mln PLN
EV (mln PLN)	10 983,6	EV/EBITDA 12M fwd	3,5 -28,2%
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	16 179,4	18 029,0	17 209,5
EBITDA	2 683,6	2 348,0	3 307,3	3 425,8	3 794,3
marża EBITDA	23,5%	18,5%	20,4%	19,0%	22,0%
EBIT	1 487,7	1 036,8	1 772,0	1 892,8	2 248,5
Zysk netto	1 070,2	686,5	1 188,0	1 283,1	1 574,0
P/E	3,9	6,1	3,5	3,2	2,6
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2
EV/EBITDA	4,0	4,6	3,3	3,1	2,8
DPS	0,28	0,00	0,00	0,00	0,29
DYield	2,9%	0,0%	0,0%	0,0%	3,1%
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	3 307	3 426	3 794
EBITDA	2 684	2 348	3 307	3 426	3 794
wytwarzanie	735	869	1 394	1 470	1 785
wydobycie	709	470	705	648	653
dyskretacja	1 073	1 111	1 136	1 150	1 180
obrót	178	-76	100	184	208
pozostałe	-13	-12	-29	-26	-33
Saldo finansowe	-21	-168	-165	-192	-186
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	20,1	20,4	20,8
dynamika r/r	7,3%	14,4%	-2,0%	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%	7,0%	6,7%	6,7%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Energia (PLN/MWh)	239,3	272,7	255,0	254,0	235,0	235,0	235,0	235,0	235,0	235,0	235,0
Węgiel (PLN/t)	266,0	260,0	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7
CO2 (EUR/t)	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0
Przychody	16 179	18 029	17 210	17 315	16 780	17 173	17 287	17 409	17 538	17 715	17 715
EBITDA	3 307	3 426	3 794	3 798	3 421	3 539	3 564	3 433	3 469	3 534	3 534
marża EBITDA	20,4%	19,0%	22,0%	21,9%	20,4%	20,6%	20,6%	19,7%	19,8%	20,0%	20,0%
EBIT	1 772	1 893	2 248	2 243	1 832	1 888	1 886	1 722	1 720	1 742	1 076
Podatek	337	360	427	426	348	359	358	327	327	331	205
CAPEX	-2 505	-2 873	-3 046	-2 847	-2 404	-2 341	-2 368	-2 412	-2 458	-2 505	-2 458
Kapitał obrotowy	-229	406	19	-3	13	-9	-3	-3	-3	-4	-4
FCF	236	600	340	523	681	829	835	691	682	694	868
PV FCF	228	540	285	407	494	559	524	403	369	349	
WACC	7,1%	7,3%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,7%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	2 580	2 435	2 773	3 509	3 422
CFO/EBITDA	96%	104%	84%	102%	90%
Capex	2 058	1 979	2 505	2 873	3 046
Kapitał obrotowy	698	605	834	428	408
Kapitał własny	13 078	14 097	15 245	16 488	17 894
Dług netto	5 523	5 566	5 751	5 347	5 326
Dług netto/EBITDA (x)	2,1	2,4	1,7	1,6	1,4

Analiza porównawcza

	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	2,4	2,2	1,9	3,8	3,5	2,6
Maksimum	26,9	24,6	21,5	16,5	10,5	10,0
Mediana	15,5	13,5	11,9	7,5	7,0	6,9
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	11 875
Dług netto	5 813
Inne korekty	-952
Wycena DCF na akcję (PLN)	11,58

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	41,56
DYield-porównawcza	0%	2,43
DCF	100%	11,58
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		12,41

Energa kupuj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

W strukturze EBITDA przez najbliższe 4 lata segment dystrybucji i OZE stanowi ponad 90%, a w przypadku planowanych nakładów inwestycyjnych ponad 60% już przy uwzględnieniu konsolidacji 50% udziałów w projekcie Ostrołęka C. Tymczasem spółka jest notowana z 25% dyskontem do Wartości Regulacyjnej Aktywów, nie licząc aktywów odnawialnych, które generują rocznie około 0,3 mld PLN EBITDA. Ujemna wartość alokowana do konwencjonalnej generacji przekracza z nawiązką całkowite nakłady przewidziane na projekt w Ostrołęce, co tylko podkreśla skalę niedowartościowania Spółki. Pozytywnym katalizatorem w kolejnych miesiącach powinno być finalne wdrożenie rekompensat za zamrożenie cen energii, dzięki któremu znacząco poprawią się perspektywy dla segmentu obrotu, którego znormalizowany potencjał wynosi naszym zdaniem nawet 0,2 mld PLN EBITDA rocznie. Przypominamy, że Energa jako jedyna zdecydowała się na obniżenie cen energii dla wszystkich odbiorców, w efekcie w związku z przedłużającym się procesem legislacyjnym w 1Q Spółka zaksięgowała dodatkową stratę na klientach komercyjnych na ~170 mln PLN, która powinna być odwrócona. Po sezonowej normalizacji kapitału obrotowego oczekujemy utrzymania wskaźnika DN/EBITDA w okolicach 2,4x na koniec roku. W następnych latach rośnie on maksymalnie do 3,2x przy pełnej konsolidacji Ostrołęki C (3,1x bez użytkowania wieczystego z MSSF16), co w teorii nie uniemożliwia powrotu do płatności dywidendy (przy 5% Dyield „koszt” dla bilansu to zaledwie 150 mln PLN, implikujące zwiększenie wskaźnika długu zaledwie o niecałe 0,1x EBITDA).

Cena bieżąca

8,10 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

12,67 PLN

+56,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	12,67 PLN	2019-06-25

Podstawowe dane			ENG PW	vs. WIG
Ticker	ENG PW	Zmiana 1M	+4,7%	+0,1%
ISIN	PLENERG00022	Zmiana YTD	-9,1%	-14,0%
Liczba akcji (mln)	414,1	Średni obrót 1M		5,2 mln PLN
MC (mln PLN)	3 353,9	Średni obrót 6M		4,5 mln PLN
EV (mln PLN)	8 644,0	EV/EBITDA 12M fwd	4,0	-14,9%
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	11 724,6	12 677,6	12 394,3
EBITDA	2 160,0	1 877,0	2 165,0	2 179,4	2 210,6
marża EBITDA	20,5%	18,2%	18,5%	17,2%	17,8%
EBIT	1 210,0	1 176,0	1 161,9	1 122,4	1 169,8
Zysk netto	773,0	739,0	733,7	653,8	659,9
P/E	4,3	4,5	4,6	5,1	5,1
P/BV	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	3,5	4,2	4,0	4,4	4,6
DPS	0,19	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	2,4%	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	2 165	2 179	2 211
EBITDA	2 160	1 877	2 165	2 179	2 211
wytwarzanie konw./CHP	229	137	190	124	167
OZE	169	191	275	320	296
dyskret. obrotu	1 723	1 704	1 678	1 692	1 685
obrót	85	-85	94	116	137
pozostałe	-46	-70	-71	-73	-74
Saldo finansowe	-208	-223	-219	-282	-322
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	18,8	19,1	19,4
dynamika r/r	5,0%	-4,1%	-5,0%	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%	6,4%	6,2%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Energia (PLN/MWh)	239,3	272,7	255,0	254,0	235,0	235,0	235,0	235,0	235,0	235,0	235,0
Węgiel (PLN/t)	266,0	260,0	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7
CO2 (EUR/t)	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0
Przychody	11 725	12 678	12 394	12 561	12 319	12 400	12 484	12 571	12 658	12 743	12 743
EBITDA	2 165	2 179	2 211	2 250	2 407	2 569	2 609	2 616	2 658	2 695	2 695
marża EBITDA	18,5%	17,2%	17,8%	17,9%	19,5%	20,7%	20,9%	20,8%	21,0%	21,2%	21,2%
EBIT	1 162	1 122	1 170	1 185	1 337	1 449	1 472	1 457	1 474	1 524	1 203
Podatek	221	213	222	225	254	275	280	277	280	290	229
CAPEX	-2 009	-2 367	-2 320	-2 135	-1 689	-1 509	-1 507	-1 501	-1 492	-1 456	-1 492
Kapitał obrotowy	-201	-138	41	-24	35	-12	-12	-13	-13	-12	-12
FCF	-266	-539	-291	-134	499	773	811	825	873	937	962
PV FCF	-256	-486	-244	-106	366	528	515	488	480	478	
WACC	7,3%	7,2%	7,2%	7,1%	7,2%	7,3%	7,4%	7,5%	7,6%	7,8%	8,2%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	2 182	1 859	1 757	1 857	2 066
CFO/EBITDA	101%	99%	81%	85%	93%
Capex	1 280	1 638	2 009	2 367	2 320
Kapitał obrotowy	1 403	1 499	1 700	1 838	1 797
Kapitał własny	9 409	10 295	10 979	11 583	12 192
Dług netto	4 064	4 441	5 227	6 070	6 696
Dług netto/EBITDA (x)	1,9	2,4	2,4	2,8	3,0

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	2,4	2,2	1,9	3,2	3,0	2,6
Maksimum	26,9	24,6	21,5	16,5	10,5	10,0
Mediana	15,5	13,5	11,9	7,5	7,0	6,9
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana wartość FCF	9 683
Dług netto	4 706
Inne korekty	-61
Wycena DCF na akcję (PLN)	11,87

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	22,78
DYield-porównawcza	0%	0,00
DCF	100%	11,87
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		12,67

PGE kupuj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Kurs PGE 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. Naszym zdaniem nie można jednak ekstrapolować słabego początku roku na kolejne okresy, w szczególności na kolejne lata, gdyż zdecydowana większość negatywnych katalizatorów miała charakter krótkoterminowy. W kolejnych kwartałach Spółka powinna odzyskiwać momentum w ujęciu r/r (efekt polityki księgowania kosztów CO₂ i bazy odniesienia w segmencie ciepło), co powinno zachęcać do dyskontowania znacznej poprawy rentowności w latach 2020-21. Przypominamy, że średnia cena sprzedaży energii w 2020 będzie istotnie wyższa przy podobnych kosztach węgla, a strategie hedgingowe po tegorocznych wpadkach zostały już zmodyfikowane. Dodatkowo w przyszłym roku pojawi się już pełna kontrybucja bloków w Opolu (przy aktualnych CDS-ach mają potencjał nawet 1 mld PLN EBITDA), a od 2H'20 bloku w Turowie (0,3 mld PLN). Od 2020 roku znormalizować powinny się również marże w obszarze obrotu (w tym roku EBITDA tylko 0,3 mld PLN vs. średnia 3 letnia na 0,6 mld PLN). W kontekście ostatniej dość symptomatycznej deklaracji Zarządu o powrocie do polityki dywidendowej może to wystarczyć do znacznej poprawy sentymentu do Spółki, której EV na przestrzeni ostatnich 5 lat spadła o 25% mimo utrzymania skor. strumienia EBITDA i perspektywy jego wzrostu o ponad 30% w ciągu najbliższych 2 lat.

Cena bieżąca

9,58 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

13,26 PLN

+38,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	13,26 PLN	2019-06-25

Podstawowe dane			PGE PW	vs. WIG
Ticker	PGE PW	Zmiana 1M	+3,8%	-0,7%
ISIN	PLPGER000010	Zmiana YTD	-4,2%	-9,1%
Liczba akcji (mln)	1 869,8	Średni obrót 1M	17,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	17 912,5	Średni obrót 6M	21,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	28 668,4	EV/EBITDA 12M fwd	4,0	-15,1%
Free float	42,6%	EV/EBITDA 5Y avg	4,7	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	23 100,0	25 946,0	38 724,4	44 289,6	43 161,6
EBITDA	7 650,0	6 364,0	8 168,3	7 924,9	9 468,1
marża EBITDA	33,1%	24,5%	21,1%	17,9%	21,9%
EBIT	3 552,0	2 471,0	4 086,2	3 704,5	5 174,2
Zysk netto	2 600,0	1 498,0	3 053,9	2 722,2	3 925,8
P/E	6,9	12,0	5,9	6,6	4,6
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA	3,5	4,5	3,5	3,7	2,7
DPS	0,00	0,00	0,00	0,41	0,36
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	4,3%	3,8%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2020P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Energia (PLN/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA skor.	6 481	6 701	6 999	7 925	9 468
EBITDA	7 650	6 364	8 168	7 925	9 468
wytwarzanie	4 099	2 938	4 884	4 288	5 693
OZE	364	463	543	608	679
dyskrybucja	2 333	2 463	2 443	2 438	2 503
obróć	811	263	305	598	599
pozostałe	43	237	-6	-6	-6
Saldo finansowe	-330	-279	-300	-328	-311
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%	7,2%	7,2%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Energia (PLN/MWh)	239,3	272,7	255,0	254,0	235,0	235,0	235,0	235,0	235,0	235,0	235,0
Węgiel (PLN/t)	266,0	260,0	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7
CO2 (EUR/t)	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0
Przychody	38 724	44 290	43 162	43 356	41 424	41 556	41 724	41 887	42 063	42 445	42 445
EBITDA	8 168	7 925	9 468	9 117	7 664	7 441	7 388	7 295	7 376	7 466	7 466
marża EBITDA	21,1%	17,9%	21,9%	21,0%	18,5%	17,9%	17,7%	17,4%	17,5%	17,6%	17,6%
EBIT	4 086	3 705	5 174	4 645	3 202	2 807	2 567	2 273	2 140	2 004	3 043
Podatek	776	704	983	883	608	533	488	432	407	381	578
CAPEX	-6 704	-5 679	-4 551	-4 260	-4 165	-4 225	-4 289	-4 355	-4 423	-4 492	-4 423
Kapitał obrotowy	256	-723	147	-25	251	-17	-22	-21	-23	-50	-50
FCF	944	818	4 081	3 949	3 142	2 665	2 590	2 486	2 523	2 543	2 415
PV FCF	908	728	3 351	2 990	2 193	1 715	1 537	1 360	1 272	1 183	
WACC	8,1%	8,1%	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	7 934	5 102	7 705	6 560	8 691
CFO/EBITDA	104%	80%	94%	83%	92%
Capex	6 071	6 393	6 704	5 679	4 551
Kapitał obrotowy	3 762	5 290	5 034	5 758	5 611
Kapitał własny	45 128	46 727	49 710	51 598	54 772
Dług netto	7 487	9 421	9 669	9 951	6 874
Dług netto/EBITDA (x)	1,0	1,5	1,2	1,3	0,7

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	2,4	2,2	1,9	3,2	3,0	2,7
Maksimum	26,9	24,6	21,5	16,5	10,5	10,0
Mediana	15,5	13,5	11,9	7,5	7,0	6,9
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	34 607
Dług netto	10 299
Inne korekty	-1 074
Wycena DCF na akcję (PLN)	12,43

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	23,13
DYield-porównawcza	0%	6,45
DCF	100%	12,43
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		13,26

Tauron kupuj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Tauron stanowi ucieleśnienie wszystkich realnych i wyimaginowanych ryzyk w polskim sektorze energetycznym, tak więc przy obecnym sentymencie trudno się dziwić, iż kurs akcji zachowuje się najgorzej w sektorze. W naszej opinii obawy dotyczące zarówno przyszłej rentowności, jak i poziomu zadłużenia są przesadzone, a słabsze przepływy w 1Q'19 nie mogą być ekstrapolowane na kolejne okresy (wpływ czynników jednorazowych i sezonowych). Naszym zdaniem na koniec roku, po normalizacji przepływów z kapitału obrotowego, kowenant spadnie do 2,5x z obecnych 2,7x, a w 2021 roku do 2,3x. Przypominamy, że Tauron kończy obecnie projekt w Jaworznie, a średnioroczny capex 2020-23 będzie niższy w stosunku do okresu 2016-19 o ponad 20% (0,8 mld PLN). Dodatkowo uważamy, że Spółka może wykorzystać widoczną ewolucję rządu w podejściu do OZE i rozpocząć realną dekarbonizację swojego portfela, co już zostało zasygnalizowane w aktualizacji strategii w maju. Oczywiście za wcześnie na dyskontowanie takiego scenariusza, ale jego konsekwentna realizacja nie tylko obniży niechęć rynku ekspozycję na węgiel, ale również znacznie ograniczy przyszłe nakłady inwestycyjne (rozbudowa ścian w kopalni, modernizacja starych jednostek pod BAT-y) i poprawy efektywność w generacji (koncentracja aktywów wytwórczych praktycznie w dwóch lokalizacjach). Przypominamy też, że Spółka zabezpieczyła w długich kontraktach mocowych płatności rządu 0,6 mld PLN rocznie. W krótkim terminie pozytywnym katalizatorem powinno być uruchomienie rekompensat za zamrożenie cen energii.

Cena bieżąca

1,72 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

2,52 PLN

+46,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	2,52 PLN	2019-06-25

Podstawowe dane			TPE PW	vs. WIG
Ticker	TPE PW	Zmiana 1M	+8,4%	+3,8%
ISIN	PLTAURN00011	Zmiana YTD	-21,5%	-26,4%
Liczba akcji (mln)	1 752,5	Średni obrót 1M	11,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 014,4	Średni obrót 6M	8,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	14 744,0	EV/EBITDA 12M fwd	4,1	-11,8%
Free float	59,6%	EV/EBITDA 5Y avg	4,7	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	17 424,6	18 121,7	20 810,0	23 219,0	22 744,9
EBITDA	3 618,4	3 374,7	3 566,1	3 968,2	4 235,4
marża EBITDA	20,8%	18,6%	17,1%	17,1%	18,6%
EBIT	1 879,3	790,7	1 671,1	1 854,9	2 119,9
Zysk netto	1 380,7	204,9	1 108,3	1 175,2	1 383,4
P/E	2,2	14,7	2,7	2,6	2,2
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
EV/EBITDA	3,3	3,9	4,1	3,7	3,3
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			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	2018P	2019P	2020P	2021P
EBITDA skor.	3 581	3 359	3 566	3 968	4 235
EBITDA	3 618	3 375	3 566	3 968	4 235
wytwarzanie	537	731	734	1 091	1 267
wydobycie	-83	-207	-121	-89	-18
distribucja	2 283	2 517	2 499	2 532	2 574
obróć	841	321	452	442	414
pozostałe	40	13	2	-8	-2
Saldo finansowe	-122	-286	-303	-404	-412
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	33,5	34,0	34,5
dynamika r/r	9,1%	-1,2%	-3,0%	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	17,9	18,3	18,7
zwrot na WRA (EBIT)	7,4%	8,4%	7,6%	7,2%	7,2%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Energia (PLN/MWh)	239,3	272,7	255,0	254,0	235,0	235,0	235,0	235,0	235,0	235,0	235,0
Węgiel (PLN/t)	266,0	260,0	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7
CO2 (EUR/t)	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0
Przychody	20 810	23 219	22 745	23 078	22 502	22 770	23 056	23 351	23 654	23 964	23 964
EBITDA	3 566	3 968	4 235	4 435	4 196	4 248	4 337	4 336	4 443	4 596	4 596
marża EBITDA	17,1%	17,1%	18,6%	19,2%	18,6%	18,7%	18,8%	18,6%	18,8%	19,2%	19,2%
EBIT	1 671	1 855	2 120	2 260	2 035	2 032	2 057	1 980	2 002	2 067	1 534
Podatek	318	352	403	429	387	386	391	376	380	393	291
CAPEX	-3 712	-3 165	-2 580	-2 697	-2 763	-2 836	-2 910	-2 986	-3 061	-3 137	-3 061
Kapitał obrotowy	-121	-109	21	-15	26	-12	-13	-13	-14	-14	-14
FCF	-584	343	1 274	1 294	1 072	1 014	1 023	961	988	1 052	1 229
PV FCF	-568	314	1 094	1 039	803	706	662	576	548	539	
WACC	6,0%	6,1%	6,6%	6,9%	7,2%	7,5%	7,7%	7,9%	8,1%	8,3%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	3 559	2 057	3 185	3 584	3 932
CFO/EBITDA	98%	61%	89%	90%	93%
Capex	3 562	3 576	3 712	3 165	2 580
Kapitał obrotowy	489	817	938	1 046	1 025
Kapitał własny	18 036	18 296	19 404	20 579	21 963
Dług netto	8 944	10 140	11 599	11 583	10 643
Dług netto/EBITDA (x)	2,5	3,0	3,3	2,9	2,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	3,2	2,9	2,4	3,2	3,0	2,6
Maksimum	27,2	24,8	21,6	15,6	10,5	10,0
Mediana	15,4	12,5	11,6	7,6	7,0	6,9
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	15 448
Dług netto	10 767
Inne korekty	-534
Wycena DCF na akcję (PLN)	2,37

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	9,00
DYield-porównawcza	0%	0,00
DCF	100%	2,37
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		2,52

Telekomunikacja, media, IT

Netia

trzymaj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Trendy wynikowe Netii w 2018 uległy poprawie: wynik EBITDA spadł o 6,4% R/R vs. -10,2% rok wcześniej, a Spółka generuje relatywnie wysoki CFO (380,4 mln PLN w 2018 vs. 347,9 mln PLN rok wcześniej). Z drugiej strony całość wygenerowanego strumienia gotówki będzie w najbliższych latach przeznaczana na kontynuację planu modernizacji sieci (Spółka chce mieć w zasięgu nowoczesnej sieci 2,6 mln gospodarstw domowych do 2020 r.). W dodatku nie spodziewamy się wypłaty dywidendy z Netii w najbliższych latach (Cyfrowy Polsat po przejęciu pakietu kontrolnego w Netii, zadeklarował 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

4,79 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

4,70 PLN

-1,9%

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

Podstawowe dane			NET PW	vs. WIG
Ticker	NET PW	Zmiana 1M	-2,6%	-7,2%
ISIN	PLNETIA00014	Zmiana YTD	-4,2%	-9,1%
Liczba akcji (mln)	337,0	Średni obrót 1M		0,1 mln PLN
MC (mln PLN)	1 614,5	Średni obrót 6M		0,1 mln PLN
EV (mln PLN)	1 892,0	EV/EBITDA 12M fwd	5,3	+6,6%
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	45,5	24,9	32,2	26,7	22,7
P/BV	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA	5,0	5,1	5,5	5,5	5,3
DPS	0,20	0,00	0,00	0,00	0,40
DYield	4,2%	0,0%	0,0%	0,0%	8,4%
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
Klienci linie głosowe (tys.)	1 014	938	880	844	825
ARPU głos wł. infras. (PLN)	26,5	25,2	24,7	24,5	24,7
ARPU głos WLR + LLU (PLN)	39,0	38,5	38,1	38,1	38,1
Klienci broadband (tys.)	640	605	592	615	642
ARPU broadband (PLN)	56,2	55,0	55,8	57,0	58,1
Przychody	1 442	1 373	1 348	1 348	1 372
bezpośrednie usługi głos.	405	351	317	295	284
transmisja danych	616	581	573	586	614
rozł. międzyop. i hurt.	234	237	244	249	253
inne	188	205	213	217	222
Koszty sprzedaży	275	268	270	274	278
Koszty ogół. zarządu	148	128	129	130	133
EBIT	72	76	74	90	106
marża	5,0%	6,2%	5,5%	6,7%	7,7%
Zysk netto	35,5	64,8	50,2	60,5	71,1

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Przychody	1 348	1 348	1 372	1 400	1 429	1 459	1 489	1 521	1 555	1 555	1 555
EBITDA	345	356	371	378	385	392	400	408	417	417	417
marża EBITDA	25,6%	26,4%	27,0%	27,0%	26,9%	26,9%	26,9%	26,8%	26,8%	26,8%	26,8%
Amortyzacja	271	266	265	265	265	262	252	242	225	225	225
EBIT	74	90	106	113	120	130	148	166	192	192	192
Podatek	14	17	20	21	23	25	28	32	37	37	37
NOPLAT	60	73	86	91	97	105	120	135	156	156	156
CAPEX	-390	-390	-221	-211	-207	-211	-216	-220	-225	-225	-225
Kapitał obrotowy	8	-1	0	0	0	-1	-2	-2	-3	-3	-3
FCF	-51	-52	130	145	155	156	154	154	153	153	153
PV FCF	-47	-45	103	107	107	100	92	86	79	79	79
WACC	7,8%	7,6%	7,6%	7,5%	7,5%	7,4%	7,4%	7,3%	7,2%	7,2%	7,2%
Dług netto / EV	15,0%	17,9%	18,9%	19,3%	20,7%	21,9%	23,3%	24,5%	25,8%	25,8%	25,8%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

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

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Orange Polska trzymaj (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Podtrzymujemy neutralne nastawienie do Orange Polska. Spółka realizuje plan transformacji biznesu ogłoszony we wrześniu'17: spadają koszty pośrednie (w tym etaty zostały zredukowane do 13,4 tys., tj. o >15% w ciągu dwóch lat), rośnie baza klientów konwergentnych B2C (1 276 tys. na koniec 1Q'19), spadają wskaźniki churn. Dodatkowo, jak wskazywaliśmy w naszej rekomendacji, Spółka wróciła po długiej przerwie, do generacji FCFE (na 2019 r. zakładamy 450 mln PLN). W ostatnim czasie Orange podniosła też ceny usług, co wywołało euforię inwestorów. Niemniej jednak sądzimy, że przy obecnym poziomie wyceny giełdowej, potencjał do dalszego umacniania się notowań wyczerpał się. Zwracamy także uwagę na słabe wyniki za 2Q'19, których się spodziewamy. Estymujemy poziom EBITDaL na 693 mln PLN. Wynik jest płaski R/R, jednak po eliminacji zysków ze sprzedaży nieruchomości spada o blisko 6%. Spółce trudno jest zatrzymać spadki wysokomarżowych obrotów na tzw. „legacy business”, a wprowadzone wzrosty cenników B2C będą widoczne w wynikach z opóźnieniem. Publikacja słabych odczytów spowoduje naszym zdaniem ochłodzenie sentymentu.

Cena bieżąca

6,77 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

7,50 PLN

+10,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	7,50 PLN	2019-06-19

Podstawowe dane			OPL PW	vs. WIG
Ticker	OPL PW	Zmiana 1M	+31,5%	+26,9%
ISIN	PLTLKPL00017	Zmiana YTD	+41,3%	+36,4%
Liczba akcji (mln)	1 312,0	Średni obrót 1M	29,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	8 882,2	Średni obrót 6M	11,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	16 365,3	EV/EBITDA 12M fwd	5,2	+14,4%
Free float	49,3%	EV/EBITDA 5Y avg	4,6	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	11 381	11 087	11 260	11 428	11 625
EBITDA skor.	2 807	2 886	3 211	3 310	3 403
marża EBITDA	24,7%	26,0%	28,5%	29,0%	29,3%
EBIT	229	345	598	743	882
Zysk netto	-60	10	203	323	453
P/E	-	888,2	43,8	27,5	19,6
P/BV	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA	5,5	5,5	5,1	4,9	4,6
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,7%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
klienci konwergentni (tys.)	1 306	1 547	1 732	1 936	2 136
łącza szerokopasmowe (tys)	2 438	2 560	2 698	2 883	3 087
Przychody	11 381	11 087	11 260	11 428	11 625
telefonía komórkowa	3 373	2 726	2 559	2 485	2 415
telefonía stacjonarna	2 748	2 441	2 203	2 056	1 982
pozostałe	5 260	5 920	6 498	6 888	7 228
Koszty	-	7 980	7 976	8 029	8 122
koszty pracownicze	-	-1 577	-1 476	-1 440	-1 413
usługi obce	-	-6 200	-6 296	-6 381	-6 498
poz. przychody i koszty	-	-203	-204	-207	-211
Sprzedaż aktywów	-	192	95	75	60
Pozostałe	-	-490	-502	-498	-494
EBITDaAL	-	2 809	2 876	2 977	3 069
marża	-	25,3%	25,5%	26,0%	26,4%
Zysk netto	-60	10	203	323	453

Model DCF*

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Przychody	11 260	11 428	11 625	11 831	12 041	12 227	12 402	12 560	12 701	12 837	12 837
EBIT+Amor. ex. IFRS16	2 930	3 029	3 122	3 217	3 308	3 379	3 433	3 452	3 459	3 459	3 459
marża EBITDA	26,0%	26,5%	26,9%	27,2%	27,5%	27,6%	27,7%	27,5%	27,2%	26,9%	26,9%
Amortyzacja	2 332	2 285	2 240	2 195	2 151	2 086	2 024	1 963	1 904	1 847	1 847
EBIT	598	743	882	1 022	1 157	1 292	1 409	1 489	1 555	1 612	1 612
Podatek	114	141	168	194	220	246	268	283	295	306	306
NOPLAT	484	602	715	828	937	1 047	1 141	1 206	1 259	1 306	1 306
CAPEX	-1 858	-2 538	-1 744	-3 237	-1 807	-1 865	-1 876	-1 888	-2 240	-1 925	-1 925
Kapitał obrotowy	146	22	-61	-62	-61	-60	-60	-59	-59	-59	-59
FCF	1 104	372	1 150	-275	1 220	1 208	1 229	1 222	865	1 170	1 170
PV FCF	1 066	338	980	-221	919	854	815	760	505	641	641
WACC	6,4%	6,4%	6,5%	6,3%	6,4%	6,6%	6,6%	6,6%	6,5%	6,5%	6,5%
Dług netto / EV	43,9%	43,6%	41,7%	44,7%	42,6%	40,4%	39,1%	39,1%	40,6%	40,8%	40,8%
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%

*korekta nakładów inwestycyjnych o zyski ze sprzedaży nieruchomości

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	2 064	1 812	2 581	2 556	2 572
CFO/EBITDA	-	65%	90%	86%	84%
Capex	1 933	2 282	2 134	2 613	1 804
Aktywa ogółem	23 486	23 295	24 194	24 470	24 553
Kapitał własny	10 521	10 494	10 697	11 020	11 145
Dług netto	6 478	6 939	7 481	7 388	6 828
Dług netto/EBITDA (x)	2,3	2,4	2,3	2,2	2,0

Analiza porównawcza

	EV / EBITDA			DYield - RFR		
	18	19P	20P	18	19P	20P
Minimum	12,5	12,0	11,4	9,6%	7,6%	7,5%
Maksimum	3,4	3,0	2,7	-12,2%	-8,3%	-6,9%
Mediana	5,6	5,4	5,3	3,0%	3,4%	3,9%
waga	33%	33%	33%	0%	0%	100%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	0,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	16 464
Dług netto	6 867
Inne korekty	2
Wycena DCF na akcję (PLN)	7,31

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	6,79
DCF	50%	7,31
Cena wynikowa		7,05
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		7,50

Play trzymaj (obniżona)

Paweł Szpigił

+48 22 438 24 06

pawel.szpigił@mbank.pl

Notowania Play od wydania naszego raportu analitycznego z paź'18 wzrosły o >110%, wyprzedzając wyraźnie szeroki rynek i konkurencyjny Cyfrowy Polsat. Zrealizowały się flagowane przez nas czynniki: (1) wzrost cen usług oraz (2) publikacja dobrych odczytów za 1Q'19. Spodziewamy się, że wzrostu skorygowanej EBITDA w całym 2019 r. spodziewamy się lepszego wyniku o >7%. Spółka wciąż generuje najwyższy FCFE Yield z pominięciem akwizycji w sektorze (8,7%-9,1% w 2019-20) i deklaruje jego wypłatę na poziomie 40-50% w kolejnych latach. Jednak obecne poziomy wyceny giełdowej uznajemy za mało atrakcyjne. Polska telekomunikacja mobilna pozostaje sektorem graczy, a wpływ wyższych cen będzie widoczny w wynikach dopiero po kilku kwartałach. Pewne ryzyko budzi także akwizycja grupy 3S. Choć jej wpływ na fundamentalną wycenę oceniamy jako neutralny (dość pozytywnie podchodzimy do zabezpieczenia back bone pod budowane stacje bazowe w ramach sieci 5G), to sama transakcja jednak istotnie zmniejsza capacity do zadłużenia w średnim terminie. A najbliższe kwartały to okres przetargów na częstotliwości 3,7 GHz i 800 MHz. Oboma zakresami Play będzie zainteresowany. Szacowaliśmy poprzednio, że Play może maksymalnie zadłużyć się do 1,5 mld PLN by nie zmieniać polityki dywidendowej. Teraz ten poziom zmniejsza się do 1,1 mld PLN. I w tym punkcie mogą pojawić się obawy inwestorów. Naszym zdaniem potencjał do wzrostu notowań Play jest obecnie ograniczony. Stąd, obniżamy zalecenie inwestycyjne z kupuj do trzymaj.

Cena bieżąca

33,34 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

29,00 PLN

-13,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	29,00 PLN	2019-07-03
poprzednia	kupuj	29,00 PLN	2019-05-31
Podstawowe dane		PLY PW	vs. WIG
Ticker	PLY PW	Zmiana 1M	+27,2% +22,6%
ISIN	LU1642887738	Zmiana YTD	+72,3% +67,4%
Liczba akcji (mln)	253,7	Średni obrót 1M	24,6 mln PLN
MC (mln PLN)	8 458,4	Średni obrót 6M	14,6 mln PLN
EV (mln PLN)	14 685,2	EV/EBITDA 12M fwd	6,4 +10,4%
Free float	49,4%	EV/EBITDA 5Y avg	5,8 premia

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	21,8	11,4	10,1	9,5	9,8
P/BV	-	-	31,2	10,2	6,3
EV/EBITDA	8,0	7,0	6,4	6,5	6,2
DPS	0,00	2,57	1,45	1,31	1,37
DYield	0,0%	7,7%	4,3%	3,9%	4,1%
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
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

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%	

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%

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 >6%. Podtrzymujemy pozytywne podejście do Spółki głównie z/w na sukcesy w biznesie kinowym. Agora opublikowała wyniki za 1Q'19 lepsze od naszych oczekiwań. Pozytywne zaskoczenie 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.

Cena bieżąca

13,35 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

16,00 PLN

+19,9%

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

Podstawowe dane		AGO PW	vs. WIG
Ticker	AGO PW	Zmiana 1M	+6,4% +1,8%
ISIN	PLAGORA00067	Zmiana YTD	+33,5% +28,6%
Liczba akcji (mln)	46,6	Średni obrót 1M	0,2 mln PLN
MC (mln PLN)	621,9	Średni obrót 6M	0,3 mln PLN
EV (mln PLN)	630,1	EV/EBITDA 12M fwd	6,2 +14,7%
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	-	122,2	44,3	23,6	14,6
P/BV	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA	21,5	7,0	6,1	5,6	4,9
DPS		0,50	0,50	0,50	0,50
DYield		3,7%	3,7%	3,7%	3,7%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
Przychody		0,0%	0,0%	0,0%	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
EBIT		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
CAPEX		0,0%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

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

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Przychody	1 168	1 213	1 272	1 329	1 368	1 389	1 411	1 433	1 457	1 486	1 515
EBITDA	104	117	135	151	161	163	165	166	166	169	173
marża EBITDA	8,9%	9,7%	10,6%	11,4%	11,8%	11,8%	11,7%	11,5%	11,4%	11,4%	11,4%
Amortyzacja	80	78	77	75	73	71	75	79	80	82	83
EBIT	24	39	58	77	88	92	90	87	86	88	89
Podatek	4	7	11	15	17	18	17	16	16	17	17
NOPLAT	19	31	47	62	71	75	73	70	70	71	72
CAPEX	-77	-95	-96	-98	-68	-73	-76	-78	-80	-82	-83
Kapitał obrotowy	-8	-8	-7	-6	-4	-3	-2	-1	-1	-1	-1
FCF	15	7	22	33	72	71	70	70	69	70	71
PV FCF	14	6	17	24	47	43	39	36	33	33	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Dług netto / EV	0,0%	0,8%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	77	69	91	101	117
CFO/EBITDA	258%	79%	87%	86%	87%
Capex	-70	-85	-77	-95	-96
Aktywa ogółem	1 406	1 382	1 389	1 410	1 444
Kapitał własny	996	962	953	956	975
Dług netto	4	-24	-14	3	5
Dług netto/EBITDA (x)	0,1	-0,3	-0,1	0,0	0,0

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18	19P	20P	18	19P	20P
Minimum	24,5	21,7	19,0	14,9	12,3	11,2
Maksimum	11,7	8,0	9,2	5,7	4,6	4,3
Mediana	15,5	14,3	12,3	7,8	7,4	7,1
waga	0%	0%	0%	33%	33%	33%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	773
Dług netto	10
Inne korekty	19
Wycena DCF na akcję (PLN)	15,96

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	14,11
DCF	50%	15,96
Cena wynikowa		15,03
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		16,00

Cyfrowy Polsat redukuje (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Notowania Cyfrowego Polsatu umocniły się w ciągu ostatniego miesiąca o >19%, wraz z rajdem na polskie telekomunikacje sprzed dwóch tygodni. Bezpośrednią przyczyną rajdu były podwyżki cen w przypadku Play i Orange Polska, na które odpowiedź dał także Cyfrowy Polsat (podwyżki cen mają być wprowadzone od jesieni br.). Podwyżki cen oznaczają w długim terminie poprawę wyników i naszym zdaniem ruch na polskich telekomunikacjach jest uzasadniony. Jednak w tym miejscu przestrzegamy przed nadmiernym optymizmem. Polska telekomunikacja mobilna pozostaje sektorem graczy, a wpływ wyższych cen będzie widoczny w wynikach dopiero po kilku kwartałach. Wskaźniki finansowe dla Cyfrowego Polsatu są naszym zdaniem mało atrakcyjne: DivYield'19 = 3,0%, EV/EBITDA'19 = 7,5x. Wynik EBITDA w MSR17 szacujemy na 2019 r. na 3,75 mld PLN, jest on 2,4% niższy niż wynik proforma w 2018 r. Cyfrowy Polsat pozostaje więc jedną z trzech dużych spółek w polskim sektorze telekomunikacyjnym notującym spadki wyników. 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.

Cena bieżąca

30,60 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

24,15 PLN

-21,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	redukuje	24,15 PLN	2019-05-31

Podstawowe dane			CPS PW	vs. WIG
Ticker	CPS PW	Zmiana 1M	+19,3%	+14,8%
ISIN	PLCFRPT00013	Zmiana YTD	+38,4%	+33,5%
Liczba akcji (mln)	639,5	Średni obrót 1M	21,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	19 570,0	Średni obrót 6M	12,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	31 201,0	EV/EBITDA 12M fwd	7,4	+5,5%
Free float	33,5%	EV/EBITDA 5Y avg	7,0	premia

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	20,0	23,5	16,0	13,7	12,3
P/BV	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2
EV/EBITDA	8,3	8,2	7,5	7,2	6,8
DPS	0,32	0,00	0,93	0,93	0,93
DYield	1,0%	0,0%	3,0%	3,0%	3,0%
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
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

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%	

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

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%

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*		24,15

*dotyczy tylko Cyfrowego Polsatu (bez Netii); **przejęcie kontroli nad Netią na koniec 2017, wynik za 2017 r. EBITDA proforma

Wirtualna Polska trzymaj (obniżona)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Po wzroście notowań w ostatnim miesiącu o 8%, obniżamy nasze zalecenie inwestycyjne z akumuluj do trzymaj. Spółka zaraportowała w 1Q'19 wzrost przychodów bez barteru o >33% R/R. Częściowo był to efekt konsolidacji MyTravel i Extradom, jednak w dużej mierze to także rezultat 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

61,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

61,50 PLN

+0,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	61,50 PLN	2019-07-03	
poprzednia	akumuluj	61,50 PLN	2019-02-04	
Podstawowe dane			WPL PW	vs. WIG
Ticker	WPL PW	Zmiana 1M	+7,7%	+3,2%
ISIN	PLWRTPL00027	Zmiana YTD	+18,1%	+13,2%
Liczba akcji (mln)	29,8	Średni obrót 1M	1,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 822,3	Średni obrót 6M	0,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	2 001,4	EV/EBITDA 12M fwd	9,6	-6,1%
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	40,3	24,0	19,2	16,4	15,0
P/BV	4,3	3,9	3,5	3,1	2,8
EV/EBITDA	15,5	13,1	10,2	9,0	8,1
DPS	1,10	0,96	1,00	1,66	1,95
DYield	1,8%	1,6%	1,6%	2,7%	3,2%
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
Przychody	466	567	625	675	718
gotówkowe	425	543	574	620	660
barterowe	33,0	24,6	24,7	25,7	26,5
Koszty	387	460	489	524	555
amortyzacja	51,0	44,6	60,5	64,1	67,2
zużycie mater. i energii	5,9	6,2	6,3	6,5	6,8
wynagrodzenia	134	165	171	177	184
pozostałe	196	223	251	276	297
EBITDA	130	163	196	216	230
marża	27,8%	29,8%	31,5%	31,9%	32,1%
EBITDA skorygowana	151	173	197	213	226
marża	32,3%	32,1%	31,5%	31,5%	31,5%
EBIT	79	107	136	152	163
marża	16,9%	19,7%	21,8%	22,4%	22,7%
Zysk netto	35,3	76,0	94,9	111,3	125,1

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Przychody	625	675	718	756	791	824	855	883	910	929	947
EBITDA	196	216	230	244	254	263	270	275	280	285	291
marża EBITDA	31,5%	31,9%	32,1%	32,2%	32,2%	32,0%	31,6%	31,1%	30,7%	30,7%	30,7%
Amortyzacja	60	64	67	70	72	74	76	78	80	81	83
EBIT	136	152	163	174	182	189	194	197	200	204	208
Podatek	26	29	31	33	35	36	37	37	38	39	40
NOPLAT	110	123	132	141	148	153	157	160	162	165	169
CAPEX	-53	-57	-62	-66	-70	-74	-78	-82	-85	-87	-89
Kapitał obrotowy	-10	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-7	-7	-7	-8
FCF	108	121	130	137	142	145	148	149	149	152	155
PV FCF	99	103	102	99	95	90	84	78	72	73	
WACC	8,0%	8,1%	8,3%	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Dług netto / EV	11,9%	8,6%	4,7%	2,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	114	156	159	176	187
CFO/EBITDA	88%	96%	81%	81%	81%
Capex	-42	-43	-53	-57	-62
Aktywa ogółem	894	1 063	924	955	990
Kapitał własny	420	457	522	584	651
Dług netto	170	217	163	102	37
Dług netto/EBITDA (x)	1,3	1,3	0,8	0,5	0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18	19P	20P	18	19P	20P
Minimum	20,7	15,7	18,4	16,4	12,1	9,5
Maksimum	11,4	9,9	12,7	4,5	5,2	3,8
Mediana	17,7	14,6	16,0	11,0	9,8	8,4
waga	33%	33%	33%	33%	33%	33%

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Asseco Poland trzymaj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Od początku roku notowania Asseco Poland wzrosły o 26%, w tym w ostatnim miesiącu o >6% (najwięcej wśród polskich IT). Sądzymy, że to reakcja na wzrost zainteresowania mniej cyklicznymi spółkami dywidendowymi w ostatnim czasie. Przestrzegamy jednak inwestorów przed nadmiernym optymizmem dot. reszty roku w ACP. Naszym zdaniem jednostka dominująca ACP wygeneruje >15% spadku na linii EBIT. 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. ACP jest wyceniane obecnie na P/E'19 na poziomie 14,5x, tj. z 13% premią do polskich IT (mediana P/E'19 = 12,8x) oraz z 14% dyskontem do zachodnich spółek porównywalnych (mediana P/E'19 = 16,6x). Dyskonto do zachodnich spółek było historycznie dużo wyższe (ok. 18-21%). Podtrzymujemy neutralne podejście.

Cena bieżąca

54,30 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

50,80 PLN

-6,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	50,80 PLN	2019-06-03

Podstawowe dane		ACP PW	vs. WIG
Ticker	ACP PW	Zmiana 1M	+6,3% +1,7%
ISIN	PLSOFTB000016	Zmiana YTD	+26,1% +21,2%
Liczba akcji (mln)	83,0	Średni obrót 1M	2,8 mln PLN
MC (mln PLN)	4 506,9	Średni obrót 6M	4,1 mln PLN
		P/E 12M fwd	12,8 +2,1%
Free float	68,0%	P/E 5Y avg	12,6 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	9,7	13,5	14,5	14,2	14,0
P/BV	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7
P/S	0,58	0,48	0,45	0,44	0,43
DPS	3,01	3,01	3,07	2,29	2,27
DYield	5,5%	5,5%	5,6%	4,2%	4,2%
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 brutto		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

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

	19P	P/E 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%	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 do 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 24%. Pomimo tego widzimy potencjał do dalszych wzrostów. Comarch zaraportował zestaw bardzo dobrych wyników za 1Q'19. Wzrost zysku EBITDA z pominięciem 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 = 6,9x. tj. z >22% 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

188,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

230,00 PLN

+22,0%

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

Podstawowe dane			CMR PW	vs. WIG
Ticker	CMR PW	Zmiana 1M	-2,8%	-7,4%
ISIN	PLCOMAR00012	Zmiana YTD	+24,0%	+19,1%
Liczba akcji (mln)	8,1	Średni obrót 1M		0,2 mln PLN
MC (mln PLN)	1 533,1	Średni obrót 6M		0,3 mln PLN
EV (mln PLN)	1 551,2	EV/EBITDA 12M fwd	6,9	-8,2%
Free float	59,2%	EV/EBITDA 5Y avg	7,5	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	1 102	1 365	1 523	1 609	1 692
EBITDA	99	177	226	238	250
marża EBITDA	9,0%	13,0%	14,8%	14,8%	14,8%
EBIT	34	112	157	167	175
Zysk netto	43	52	99	110	117
P/E	35,6	29,7	15,6	14,0	13,1
P/BV	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA	15,7	8,8	6,9	6,5	6,2
DPS	1,50	1,50	1,50	5,00	5,00
DYield	0,8%	0,8%	0,8%	2,7%	2,7%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

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

Model DCF

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

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	61	144	140	174	182
CFO/EBITDA	62%	81%	62%	73%	73%
Capex	-141	-87	-87	-87	-91
Aktywa ogółem	1 503	1 675	1 814	1 922	2 030
Kapitał własny	880	897	984	1 053	1 129
Dług netto	19	-28	-66	-110	-157
Dług netto/EBITDA (x)	0,2	-0,2	-0,3	-0,5	-0,6

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

11 bit studios kupuj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

W czerwcu Spółka wyznaczyła cenę detaliczną Children of Morta na 21,99 USD/EUR na PC/PS4/XOne w wersji cyfrowej, 24,99 USD/EUR w wersji pudełkowej na platformę PC, 24,99 USD/EUR na PS4 i 34,99 USD/EUR na Nintendo Switch. Premiera projektu wydawniczego ma mieć miejsce w 3Q'19. Dodatkowo na drugą połowę roku spółka zapowiada premierę gry Moonlighter na urządzenia mobilne, wydanie płatnych dodatków do Frostpunk, Moonlighter i This War of Mine oraz wydanie konsolowej wersji Frostpunk. W wywiadzie udzielonym w czerwcu, prezes Spółki poinformował, że Frostpunk sprzedał się w wolumenie 1,5 mln sztuk, a Moonlighter w wolumenie 0,5 mln sztuk. Dane sprzedażowe kolejnych produkcji potwierdzają wysokie kompetencje Spółki w zakresie sprzedaży oraz wykorzystywania kanałów dystrybucji. Dodatkowo cykl życia produktu wspierany jest przez wydawanie płatnych dodatków. Podczas prezentacji wynikowej 11B poinformowało, że ma podpisane umowy na dwa kolejne projekty wydawnicze, a więcej informacji o jednym z projektów zostanie udzielonych pod koniec 2019 roku. Biorąc pod uwagę atrakcyjne perspektywy dla wyników Spółki na 2H'19 uważamy Spółkę za jedną z ciekawszych opcji inwestycyjnych w segmencie gier wideo.

Cena bieżąca

391,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

518,00 PLN

+32,3%

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

Podstawowe dane			11B PW	vs. WIG
Ticker	11B PW	Zmiana 1M	-1,5%	-6,0%
ISIN	PL11BTS00015	Zmiana YTD	+60,5%	+55,5%
Liczba akcji (mln)	2,3	Średni obrót 1M		1,2 mln PLN
MC (mln PLN)	895,4	Średni obrót 6M		2,7 mln PLN
EV (mln PLN)	842,1	EV/EBITDA 12M fwd	21,6	+96,4%
Free float	-	EV/EBITDA 5Y avg	11,0	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	-	23,8	26,2	37,4	9,3
P/BV	19,4	10,0	7,2	6,0	3,6
EV/EBITDA	93,9	16,9	18,4	22,7	5,8
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%	
Frostpunk (S)		0,0%	0,0%	0,0%	
Projekt 8 (S)		0,0%	0,0%	0,0%	
Wydawnicza (S)		0,0%	0,0%	0,0%	

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 inv.	-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	0%	1%	3%	1%	9%

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%	-

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%

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% 416,50
DCF	50% 558,10
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

Zgodnie z oczekiwaniami i spekulacjami rynkowymi, CD Projekt opublikował datę premiery podczas konferencji Xbox w Los Angeles na początku czerwca. Dodatkowo Spółka poinformowała o zaangażowaniu aktora Keanu Reeves do stworzenia jednej z postaci w grze. Zaangażowanie znanego aktora zostało bardzo pozytywnie odebrane przez środowisko graczy oraz zwiększyło rozpoznawalność gry. Zgodnie z informacjami przekazanymi przez Zarząd już w pierwszych dniach po rozpoczęciu przedsprzedaży zabrało wersji kolekcjonerskiej na rynkach Niemieckim i USA. Opublikowanie daty premiery oznacza intensyfikację kampanii marketingowej w kolejnych miesiącach, co może pozytywnie wpływać na zachowanie się kursu Spółki. Wysokie zainteresowanie najnowszą produkcją studia utwierdza nas w przekonaniu, że sprzedaż gry może osiągnąć poziomy odnotowywane przez najlepiej sprzedające się produkcje. Dodatkowo CD Projekt zapowiedział wydanie gry Wiedźmin 3: Dziki Gon na platformę Nintendo Switch. W udzielonym wywiadzie Piotr Nielubowicz, CFO, poinformował że nowy projekt studia będzie osadzony w świecie Cyberpunk. Naszym zdaniem może to być tryb rozgrywki wieloosobowej, co zakładamy w naszych prognozach.

Cena bieżąca Cena docelowa

215,00 PLN **potencjał zmiany**237,50 PLN **+10,5%**

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

Podstawowe dane		CDR PW	vs. WIG
Ticker	CDR PW	Zmiana 1M	+3,5% -1,1%
ISIN	PLOPTTC00011	Zmiana YTD	+48,7% +43,8%
Liczba akcji (mln)	96,1	Średni obrót 1M	91,9 mln PLN
MC (mln PLN)	20 665,8	Średni obrót 6M	60,3 mln PLN
EV (mln PLN)	20 129,4	EV/EBITDA 12M fwd	16,6 -28,2%
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	-	-	-	10,5	10,8
P/BV	23,2	20,6	19,9	7,0	4,4
EV/EBITDA	80,6	170,8	456,2	7,7	7,6
DPS	1,06	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	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 inv.	-291	-106	-46	-160	-173
CAPEX	-13	-15	-9	-10	-11
Nakłady na produkcję	77	98	137	150	162
FCF	144	40	-112	1 981	1 674
FCF/EBITDA	-183%	83%	77%	73%	77%
CFO/EBITDA	51%	87%	82%	81%	80%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
W3 (tys. szt.)	1 860	1 624	1 395	1 380	1 165	0	0	0	0	0	0
C2077 (tys. szt.)	0	21 000	9 977	10 525	8 375	6 300	5 225	3 575	0	0	0
Gra AAA (tys. szt.)			10 000	6 000	21 000	13 000	23 000	14 500	9 200	11 200	0
Przychody	312	3 130	2 620	1 600	3 472	2 143	3 397	2 121	1 259	1 327	-
EBITDA	61	2 394	2 163	1 219	2 856	1 634	2 714	1 546	825	855	-
marża EBITDA	19,6%	76,5%	82,6%	76,2%	82,3%	76,3%	79,9%	72,9%	65,5%	64,5%	-
EBIT	56	2 388	2 157	1 213	2 850	1 628	2 708	1 540	818	849	-
Podatek	11	454	410	230	542	309	514	293	155	161	-
CAPEX	-146	-160	-173	-186	-199	-209	-207	-214	-221	-228	-
Kapitał obrotowy	-26	-118	21	43	-78	56	-53	53	36	-3	-
FCF	-112	1 981	1 674	886	2 188	1 272	2 121	1 214	485	464	464
PV FCF	-106	1 732	1 349	658	1 497	802	1 233	650	240	211	-
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	-
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	-

Wskaźniki

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wiedźmin 3 (S)	288	174	124	108	95
Gwint (S)	43	45	45	31	16
Cyberpunk 2077 (S)	0	0	0	2 759	979
Produkcja w toku	142	243	370	201	290
Środki pieniężne	67	104	95	2 080	3 757
Dług netto	-647	-659	-550	-2 535	-4 212
Dług netto/EBITDA (x)	-2,6	-5,6	-9,0	-1,1	-1,9

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	4,0%
Zdykontowana 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

Cognor

akumuluj (podtrzymana)

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

Słabsze otoczenie w przemyśle stalowym w 1H'19 naszym zdaniem przełoży się na wyraźny spadek wyników finansowych w 2019 roku z rekordowych zanotowanych rok wcześniej. Naszym zdaniem niższy o 2% r/r wolumen sprzedaży połączony ze spadkiem spreadów rynkowych przełoży się na obniżenie wyniku o około 46 mln PLN. Dodatkowo wyższe będą koszty energii (+35 mln PLN) oraz koszty zatrudnienia (+10 mln PLN). Pomimo oczekiwanego prawie 50% spadku wyniku EBITDA w 2019 roku Cognor przez najbliższe trzy lata według nas wciąż generować będzie około 60 mln PLN wolnych przepływów pieniężnych (FCF), co przekładać się w znaczącej mierze będzie na strumień dywidend dla akcjonariuszy. We wrześniu odcina się prawo do dywidendy 0,30 PLN/akcja za 2018 rok, co przy aktualnej liczbie akcji daje DYield na poziomie ponad 15% (najwyższy na GPW). Zakładamy, że przy średniorocznej EBITDA na poziomie około 100 mln PLN Grupa jest w stanie utrzymać stopę dywidendy na poziomie około 10% w 2020 i 2021. O ile oczekujemy wciąż słabych wyników finansowych za 2Q'19, to w 2H'19 Grupie Cognor sprzyjać będzie zamknięcie wielkiego pieca ArcelorMittal w Krakowie oraz obserwowany wzrost konkurencyjności „elektrycznych” producentów stali (EAF) nad „wielkopiecowymi” (BOF). Aktualizujemy wartość wyceny porównawczej, podwyższamy naszą wycenę do 1,84 PLN/akcja (wcześniej z 1,78 PLN) i podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Cena bieżąca	1,77 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	1,84 PLN	+4,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	1,84 PLN	2019-07-03	
poprzednia	akumuluj	1,79 PLN	2019-06-14	
Podstawowe dane			COG PW	vs. WIG
Ticker	COG PW	Zmiana 1M	+10,3%	+5,8%
ISIN	PLCNTSL00014	Zmiana YTD	+10,3%	+5,4%
Liczba akcji (mln)	175,0	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	308,8	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	551,1	EV/EBITDA 12M fwd	3,6	+17,7%
Free float	-	EV/EBITDA 5Y avg	3,1	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	1 789	2 082	2 004	1 900	2 086
EBITDA skor.	146	200	108	100	106
marża EBITDA	8,1%	9,6%	5,4%	5,3%	5,1%
EBIT skor.	104	156	62	50	57
Zysk netto skor.	32	94	34	27	35
P/E skor.	9,7	3,3	9,1	11,4	8,8
P/BV	1,4	1,1	1,1	1,1	1,0
EV/EBITDA skor.	4,5	2,7	5,1	5,3	4,8
DPS	0,00	0,07	0,21	0,13	0,11
DYield	0,0%	3,8%	11,7%	7,2%	6,1%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Przychody ze sprzedaży			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Wolumen sprzedaży			0,0%	0,0%	0,0%
Ceny produktów			0,0%	0,0%	0,0%
Ceny złomu			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wol. Ferrostal (tys. ton)	426	401	393	361	432
Wol. HSJ (tys. ton)	231	237	232	253	268
Wol. Złomrex (tys. ton)	131	173	176	180	183
Spread Ferrostal (PLN/t)	953	1 191	1 147	1 159	1 189
Spread HSJ (PLN/t)	1 272	1 723	1 680	1 610	1 598
Przepływy oper.	145	232	91	110	92
Amortyzacja	41	44	47	50	49
Kapitał obrotowy	11	44	15	17	-5
Przepływy inv.	-15	-38	-50	-50	-35
CAPEX	16	38	50	50	35
Przepływy fin.	-53	-196	-9	-88	-68
Dywidenda/buyback	0	-12	-36	-22	-19
FCF	123	179	66	60	58
FCF/EBITDA	87%	90%	61%	60%	55%
CFO/EBITDA	103%	116%	84%	110%	86%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Wolumen sprzedaży	625	614	700	749	778	804	820	836	836	836	836
Ceny produktów	2 304,4	2 213,3	2 198,3	2 209,6	2 220,4	2 231,6	2 243,7	2 255,8	2 267,8	2 279,9	2 291,9
Ceny złomu	1 088	1 005	990	990	990	990	990	990	990	990	990
Przychody	2 004	1 900	2 086	2 207	2 286	2 358	2 409	2 462	2 478	2 494	2 510
EBITDA	108	100	106	94	90	86	83	81	81	83	85
marża EBITDA	5,4%	5,3%	5,1%	4,3%	3,9%	3,6%	3,5%	3,3%	3,3%	3,3%	3,4%
EBIT	62	50	57	47	43	40	38	35	34	35	37
Podatek	7	6	8	6	6	5	5	5	5	5	5
CAPEX	-50	-50	-35	-36	-37	-39	-40	-43	-46	-47	-47
Kapitał obrotowy	15	17	-5	-5	-6	-5	-4	-4	-1	-1	-1
FCF	66	60	58	47	40	36	34	29	29	31	33
PV FCF	64	54	48	36	29	24	21	16	15	15	
WACC	7,6%	7,6%	7,8%	7,8%	7,9%	7,9%	8,0%	8,0%	8,0%	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%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	951	1 001	1 035	970	986
Aktywa trwałe	398	379	401	393	370
Kapitał własny	225	278	279	284	300
Udział mniejszości	225	278	279	284	300
Dług netto	325	209	225	204	179
Dług netto/EBITDA (x)	2,3	1,0	2,1	2,0	1,7
Dług netto/kap. wł. (x)	1,4	0,8	0,8	0,7	0,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	4,3	5,3	5,2	2,8	2,9	3,0
Maksimum	23,3	16,7	14,1	11,9	6,8	6,4
Mediana	9,0	9,0	8,7	5,8	5,3	4,9
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,2
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	321
Dług netto	209
Inne korekty	18
Wycena DCF na akcję (PLN)	2,01

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	1,43
DCF	50%	2,01
Cena wynikowa		1,72
Koszt kapitału 9M		7,0%
Cena docelowa za 9M		1,84

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. WZA zatwierdziło dywidendę na poziomie 0,53 PLN/akcja (więcej niż proponował Zarząd - 0,36 PLN), co przy bieżącym kursie przekłada się na ponad 10% Dyield. Aktualizujemy nasze prognozy o wyższą dywidendę w 2019 roku. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla akcji Famur oraz podwyższamy naszą cenę docelową o wyższą wycenę porównawczą - obecnie 6,96 PLN/akcja (wcześniej 6,67 PLN/akcja).

Cena bieżąca

5,24 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

6,96 PLN

+32,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	6,96 PLN	2019-07-03	
poprzednia	kupuj	6,67 PLN	2019-06-03	
Podstawowe dane			FMF PW	vs. WIG
Ticker	FMF PW	Zmiana 1M	+8,0%	+3,5%
ISIN	PLFAMUR00012	Zmiana YTD	-3,0%	-7,9%
Liczba akcji (mln)	574,8	Średni obrót 1M	0,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 011,8	Średni obrót 6M	0,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	2 935,8	EV/EBITDA 12M fwd	5,6	-3,7%
Free float	35,3%	EV/EBITDA 5Y avg	5,8	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	1 460	2 229	2 145	2 046	2 087
EBITDA	308	491	698	492	486
marża EBITDA	21,1%	22,0%	32,6%	24,1%	23,3%
EBIT	133	300	541	347	314
Zysk netto	49	208	454	277	253
P/E	60,4	14,5	6,6	10,9	11,9
P/BV	2,0	1,9	2,0	1,9	1,9
EV/EBITDA	10,1	6,6	4,2	5,6	5,6
DPS	0,00	0,44	0,53	0,37	0,39
DYield	0,0%	8,4%	10,1%	7,1%	7,4%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
O obroty Underground			0,0%	0,0%	0,0%
O obroty Surface			0,0%	0,0%	0,0%
Marża Underground			0,0%	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	522	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	-514	-218	-223
Zmiana długu	-88	-213	-200	0	0
Dywidenda/buyback	0	-253	-305	-213	-222
FCF	-91	173	629	382	289
FCF/EBITDA	-30%	35%	90%	78%	59%
CFO/EBITDA	44%	44%	75%	94%	85%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+	+
Przychody	2 145	2 046	2 087	2 129	2 172	2 216	2 261	2 307	2 354	2 401	2 450
zmiana (r/r)	-3,8%	-4,6%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBITDA	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	604	338	235	213	194	176	163	152	141	131	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	3 138	2 880	2 528	2 567	2 609
Aktywa trwałe	1 099	1 158	730	667	617
Goodwill	222	222	222	222	222
Kapitał własny	1 437	1 625	1 489	1 553	1 585
Udział mniejszości	115	-37	-32	-32	-32
Dług netto	80	286	-44	-208	-273
Dług netto/EBITDA (x)	0,3	0,6	-0,1	-0,4	-0,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	9,5	9,5	9,3	6,1	6,0	5,7
Maksimum	17,8	16,6	15,7	11,0	9,2	8,5
Mediana	12,8	12,1	11,6	8,5	7,9	7,3
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	2 347
Dług netto	286
Inne korekty	58
Wycena DCF na akcję (PLN)	7,16

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	5,92
DCF	50%	7,16
Cena wynikowa		6,54
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		6,96

Grupa Kęty trzymaj (podwyższona)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Według wstępnych szacunków Zarządu w 2Q'19 przychody ze sprzedaży wzrosły o 10% r/r, a EBITDA o 7% r/r. Wstępne dane są lepsze od naszych wstępnych prognoz, w których oczekiwaliśmy, że EBITDA mogłaby w 2Q'19 spaść o około 5% r/r ze względu na słabsze r/r wyniki segmentu wyrobów wyciskanych. Zaskoczeniem była natomiast lepsza sprzedaż segmentów opakowań giętkich oraz systemów aluminiowych. Wysokie zaawansowanie naszej dotychczasowej prognozy po IH'19 (EBITDA 54%) powoduje, że jesteśmy zmuszeni podnieść nasze oczekiwania na cały rok. Aktualizujemy nasze prognozy oraz podwyższamy naszą cenę docelową do 345,32 PLN/akcja (wcześniej 326,37 PLN/akcja). Podwyższamy naszą rekomendację do trzymaj (wcześniej redukuj).

Cena bieżąca

337,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

345,32 PLN

+2,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	345,32 PLN	2019-07-03	
poprzednia	redukuj	326,37 PLN	2019-06-03	
Podstawowe dane			KTY PW	vs. WIG
Ticker	KTY PW	Zmiana 1M	-3,0%	-7,6%
ISIN	PLKETY000011	Zmiana YTD	+2,4%	-2,5%
Liczba akcji (mln)	9,5	Średni obrót 1M	0,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 216,8	Średni obrót 6M	0,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	4 151,7	EV/EBITDA 12M fwd	8,4	-9,4%
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	460	486	490
marża EBITDA	15,9%	15,5%	15,5%	15,4%	15,1%
EBIT	301	338	331	351	360
Zysk netto	236	268	246	261	268
P/E	13,5	12,0	13,1	12,3	12,0
P/BV	2,3	2,3	2,3	2,2	2,1
EV/EBITDA	9,0	8,6	9,0	8,6	8,5
DPS	30,00	23,94	24,00	20,66	23,22
DYield	8,9%	7,1%	7,1%	6,1%	6,9%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			+1,8%	+0,9%	+0,4%
Zysk netto			+2,8%	+1,4%	+0,6%
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			+5,3%	+2,6%	+1,1%
EBITDA SSA			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA SOG	113	119	112	133	138
EBITDA SWW	150	163	166	167	166
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	296	338	389
Amortyzacja	120	126	129	135	130
Kapitał obrotowy	-91	-114	-30	-83	-33
Przepływy inv.	-187	-229	-200	-150	-120
CAPEX	187	229	200	150	120
Przepływy fin.	-85	-43	-155	-206	-271
Dywidenda/buyback	-285	-229	-229	-197	-222
FCF	86	72	172	191	274
FCF/EBITDA	20%	15%	37%	39%	56%
CFO/EBITDA	66%	63%	64%	70%	79%

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	460	486	490	496	501	506	510	508	505	505	505
marża EBITDA	15,5%	15,4%	15,1%	15,0%	14,9%	14,9%	14,8%	14,7%	14,6%	14,6%	14,6%
EBIT	331	351	360	368	376	379	379	376	370	367	367
Podatek	58	61	63	65	66	67	67	66	66	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	172	191	274	286	297	297	298	303	301	298	299
PV FCF	166	171	228	221	213	197	184	173	159	146	
WACC	7,7%	7,6%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,8%	7,8%	7,8%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	2 499	2 780	2 892	3 000	3 038
Aktywa trwałe	1 439	1 575	1 722	1 741	1 735
Kapitał własny	1 363	1 396	1 414	1 477	1 524
Udział mniejszości	1	1	1	1	1
Dług netto	591	774	934	972	953
Dług netto/EBITDA (x)	1,4	1,7	2,0	2,0	1,9
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	4,0	3,5	3,3	3,4	3,0	2,1
Maksimum	49,2	20,0	17,1	34,8	11,8	10,7
Mediana	16,2	9,5	8,9	7,9	6,3	5,7
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana wartość FCF	1 859
Dług netto	774
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	379,70

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	269,96
DCF	50%	379,70
Cena wynikowa		324,83
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		345,32

JSW

akumuluj (podwyższona)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Wyniki 1Q'19 okazały się lepsze od oczekiwań. Rynek naszym zdaniem miał już okazję wycenić ryzyko związane ze spadkiem wydobycia w 2Q'19 presją (wyniki poznamy koło 20 lipca) oraz wyborem nowego Zarządu w lipcu. Biorąc pod uwagę planowane uruchomienie nowych ścian w 2H'19 wydobycie w dwóch kolejnych kwartałach powinno wzrastać. Dodatkowo hutnictwo stali może zanotować odbicie w drugiej połowie 2019 roku, co powinno wspierać zachowanie cen węgla kokсового na rynku. Naszym zdaniem rynek w lipcu może nieco optymistyczniej podejść do wyceny JSW. Aktualizujemy naszą wycenę o zmianę kursów spółek porównywalnych, co powoduje spadek ceny docelowej do 50,02 PLN/akcja (wcześniej 54,80 PLN/akcja). Podnosimy naszą rekomendację z trzymaj do akumuluj.

Cena bieżąca

47,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

50,02 PLN

+6,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	akumuluj	50,02 PLN	2019-07-03
poprzednia	trzymaj	54,80 PLN	2019-05-09
Podstawowe dane			
Ticker	JSW PW	Zmiana 1M	-6,4% -10,9%
ISIN	PLJSW0000015	Zmiana YTD	-30,1% -35,1%
Liczba akcji (mln)	117,4	Średni obrót 1M	11,7 mln PLN
MC (mln PLN)	5 518,3	Średni obrót 6M	13,7 mln PLN
EV (mln PLN)	2 850,3	EV/EBITDA 12M fwd	1,7 -49,9%
Free float	44,8%	EV/EBITDA 5Y avg	3,3 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.	2,5	3,1	5,3	13,8	32,4
P/BV	0,9	0,7	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA skor.	1,2	0,8	1,3	2,2	2,8
DPS	0,00	0,00	1,71	1,78	1,70
DYield	0,0%	0,0%	3,6%	3,8%	3,6%
Zmiana prognoz					
EBITDA (skor.)			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto (skor.)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel kokсовy (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%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
W. kokсовy (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	-33	-229	-145	94	158	159	164	172	175	168	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	12 090	13 763	14 538	14 547	14 464
Aktywa trwałe	8 118	8 475	9 366	9 950	10 326
Kapitał własny	6 389	8 081	8 927	9 117	9 088
Udział mniejszości	232	364	364	364	364
Dług netto	-1 641	-3 286	-3 032	-2 523	-2 084
Dług netto/EBITDA skor.	-0,5	-1,1	-1,4	-1,7	-1,5
Dług netto/kap. wł. (x)	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	3,9	2,6	3,1	1,3	1,2	1,0
Maksimum	20,7	22,1	67,1	8,6	8,4	8,0
Mediana	7,3	7,5	8,0	4,2	4,2	4,3
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	684
Dług netto	-3 286
Inne korekty	364
Wycena DCF na akcję (PLN)	48,94

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	45,16
DCF	50%	48,94
Cena wynikowa		47,05
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		50,02

Kernel kupuj (bez zmian)

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 tradingowej 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 areal 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). Nie zmieniamy naszego zalecenia (kupuj) dla Kernel oraz ceny docelowej (58,63 PLN/akcja).

Cena bieżąca

49,60 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

58,63 PLN

+18,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	58,63 PLN	2019-06-03

Podstawowe dane			KER PW	vs. WIG
Ticker	KER PW	Zmiana 1M	+6,7%	+2,1%
ISIN	LU0327357389	Zmiana YTD	+1,8%	-3,1%
Liczba akcji (mln)	82,7	Średni obrót 1M		2,3 mln PLN
MC (mln PLN)	4 100,0	Średni obrót 6M		1,6 mln PLN
EV (mln PLN)	7 454,1	EV/EBITDA 12M fwd	5,4	+30,4%
Free float	60,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,2	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	6,2	20,9	5,5	5,6	4,5
P/BV	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	5,0	7,7	5,8	5,0	4,2
DPS	0,24	0,25	0,25	0,95	1,29
DYield	1,8%	1,9%	1,9%	7,2%	9,8%
Zmiana prognoz			18/19P	19/20P	20/21P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Marża olej (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Pszenica (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Kukurydza (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Sprzedaż oleju luz. (tys. ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Produkcja zbóż (tys. ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Handel zbożami (tys. ton)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln USD)	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 inv.	-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%

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%

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%

Podsumowanie DCF

(mln USD)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana 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 wydobycia 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). W ostatnich dwóch miesiącach liczba otwartych pozycji na miedzi wyraźnie spadła, co budzi nadzieję, że przy pojawieniu się jakiegokolwiek pozytywnej informacji odbicie będzie zdecydowane. Korygujemy naszą wycenę cen złota (z 1350 do 1400 USD/oz w 2019 roku i z 1250 do 1300 USD/oz w 2020 roku) z uwagi na ostatnie wzrosty. W efekcie nasza wycena KGHM rośnie do 98,35 PLN/akcja (wcześniej 91,71 PLN/akcja). Podtrzymujemy rekomendację trzymaj dla Grupy KGHM.

Cena bieżąca

101,70 PLN

potencjał zmiany**Cena docelowa**

98,35 PLN

-3,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	98,35 PLN	2019-07-03	
poprzednia	trzymaj	91,71 PLN	2019-06-03	
Podstawowe dane			KGH PW	vs. WIG
Ticker	KGH PW	Zmiana 1M	+7,1%	+2,5%
ISIN	PLKGHM000017	Zmiana YTD	+14,4%	+9,5%
Liczba akcji (mln)	200,0	Średni obrót 1M	48,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	20 340,0	Średni obrót 6M	54,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	24 802,7	EV/EBITDA 12M fwd	4,6	-5,7%
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	22 593	23 029	23 730
EBITDA skor.	5 753	4 972	5 168	5 082	5 398
marża EBITDA	28,4%	24,2%	22,9%	22,1%	22,7%
EBIT skor.	4 144	3 176	3 315	3 150	3 414
Zysk netto skor.	1 792	1 888	2 289	2 154	2 351
P/E skor.	11,4	10,8	8,9	9,4	8,7
P/BV	1,1	1,1	0,9	0,9	0,8
EV/EBITDA skor.	4,7	5,5	4,8	4,7	4,2
DPS	1,00	0,00	0,00	1,50	3,23
DYield	1,0%	0,0%	0,0%	1,5%	3,2%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA (skor.)			+0,7%	+0,7%	+0,7%
Zysk netto (skor.)			+1,3%	+1,4%	+1,3%
Miedź (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Srebro (USD/oz)			0,0%	0,0%	0,0%
Molibden (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Prod. miedź (tys. ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Prod. srebro (ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Prod. molibden (mln lb)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Cu KGHM Pol (tys. ton)	359	385	406	402	391
Cu KGHM Int (tys. ton)	81	79	76	88	90
Cu Sierra Gorda (tys. ton)	53	53	59	65	69
Srebro Grupa (ton)	1 234	1 205	1 354	1 353	1 342
Złoto Grupa (tys. troz)	219	174	210	212	215
Przepływy oper.	3 054	3 826	5 522	4 195	4 446
Amortyzacja	1 609	1 796	1 853	1 932	1 984
Kapitał obrotowy	-1 270	1 412	1 277	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	-750
Dywidenda/buyback	-200	0	0	-300	-646
FCF	788	1 924	2 726	1 419	1 868
FCF/EBITDA	27%	41%	53%	28%	35%
CFO/EBITDA	53%	77%	107%	83%	82%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	34 122	37 237	40 075	42 046	43 937
Aktywa trwałe	26 515	29 375	30 319	31 164	31 758
Kapitał własny	17 694	19 133	21 422	23 276	24 981
Udział mniejszości	91	92	92	92	92
Dług netto	6 570	6 992	4 371	3 356	2 239
Dług netto/EBITDA (x)	2,2	1,5	0,8	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	8,7	5,5	5,7	2,9	1,6	1,2
Maksimum	29,1	17,2	15,1	9,4	8,7	8,2
Mediana	14,3	10,4	10,2	5,7	5,1	4,6
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	22 593	23 029	23 730	23 857	23 805	23 747	23 536	22 087	22 119	22 153	22 234
EBITDA	5 168	5 082	5 398	5 357	5 282	5 143	4 884	4 755	4 723	4 387	4 361
marża EBITDA	14,7%	13,7%	14,4%	14,3%	14,1%	13,8%	12,8%	13,0%	12,8%	11,2%	11,9%
EBIT	3 315	3 150	3 414	3 420	3 368	3 278	3 006	2 871	2 836	2 490	2 636
Podatek	921	891	958	958	947	929	876	850	843	776	804
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	1 277	4	7	1	-1	-1	-2	-15	0	0	1
FCF	2 726	1 419	1 868	2 732	2 609	2 460	2 223	2 079	2 040	1 742	1 833
PV FCF	2 627	1 267	1 540	2 065	1 807	1 571	1 308	1 127	1 020	803	
WACC	7,6%	7,8%	8,0%	8,3%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	15 136
Dług netto	6 992
Inne korekty	290
Wycena DCF na akcję (PLN)	91,84

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	93,18
DCF	50%	91,84
Cena wynikowa		92,51
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		98,35

Stelmet trzymaj (podtrzymana)

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

Wyniki 2Q'19 (1Q'19) okazały się lepsze od naszych prognoz i lepsze w ujęciu r/r. Poprawie sprzyjała niska baza roku ubiegłego oraz wyższe temperatury, które umożliwiły szybsze rozpoczęcie sezonu. Wśród pozytywnych czynników należy wymienić bardzo dobrą sprzedaż wolumenową na rynek niemiecki w 2Q'19. Wśród negatywnych słabą sprzedaż do UK, spadek średnich cen na tym rynku i niską sprzedaż pelletu. Naszym zdaniem w kolejnych kwartałach Stelmet odczuje wyraźny wzrost kosztów produkcji w zakresie zakupu energii elektrycznej, kosztów zakupu surowca drzewnego oraz kosztów pracy. Aktualizujemy nasze prognozy o nieznacznie niższe koszty zakupu drewna, niższy wzrost cen produktów i wyższy wzrost wolumenów sprzedaży. W efekcie obniżamy naszą cenę docelową z 8,36 PLN/akcja do 7,95 PLN/akcja (aktualizacja długoterminowej ścieżki wzrostu cen na rynkach sprzedażowych) oraz podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Cena bieżąca	7,00 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	7,95 PLN	+13,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	7,95 PLN	2019-07-03
poprzednia	trzymaj	8,36 PLN	2019-03-05
Podstawowe dane			
	STL PW	Zmiana 1M	-9,1% -13,6%
Ticker	PLSTLMT00010	Zmiana YTD	-3,3% -8,3%
Liczba akcji (mln)	29,4	Średni obrót 1M	0,0 mln PLN
MC (mln PLN)	205,5	Średni obrót 6M	0,0 mln PLN
EV (mln PLN)	360,5	EV/EBITDA 12M fwd	5,9 -14,4%
Free float	15,0%	EV/EBITDA 5Y avg	6,8 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	538	553	591	606	624
EBITDA	58	69	69	67	68
marża EBITDA	10,7%	12,4%	11,6%	11,1%	10,9%
EBIT	21	27	27	25	25
Zysk netto	19	10	20	19	19
P/E	10,6	21,5	10,4	10,9	10,8
P/BV	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	6,7	5,6	5,3	5,0	4,6
DPS	0,00	0,00	0,08	0,41	0,45
DYield	0,0%	0,0%	1,2%	5,8%	6,4%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			+20,9%	+10,9%	+6,7%
Zysk netto			+94,3%	+39,8%	+22,5%
DAO (PLN/m3)			-4,1%	-5,1%	-5,4%
DAO vol (tys. m3)			+3,9%	+4,0%	+4,1%
Drewno (PLN/m3)			-0,9%	-0,9%	-0,9%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Sprzedaż DAO (PL)	19	22	25	26	26
Sprzedaż DAO (UK)	158	137	124	127	130
Sprzedaż DAO (FR)	120	107	110	112	115
Sprzedaż DAO (DE)	101	113	141	147	153
Sprzedaż Pellet	68	89	101	104	108
Przepływy oper.	39	32	56	60	61
Amortyzacja	37	41	42	42	43
Kapitał obrotowy	-2	-30	-9	-4	-4
Przepływy inv.	-62	-24	-29	-18	-27
CAPEX	62	23	29	18	27
Przepływy fin.	76	-9	-31	-35	-36
Dywidenda/buyback	0	0	-2	-12	-13
FCF	-11	9	27	42	34
FCF/EBITDA	-18%	13%	39%	63%	50%
CFO/EBITDA	68%	46%	82%	90%	89%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
DAO (PLN/m3)	1 784	1 800	1 823	1 848	1 873	1 898	1 924	1 950	1 977	2 004	2 031
DAO vol (tys. m3)	254	259	264	267	270	273	276	279	282	285	288
Drewno (PLN/m3)	260	266	271	276	282	288	293	299	305	311	317
Przychody	591	606	624	639	654	670	686	702	718	735	753
EBITDA	69	67	68	68	68	68	68	67	66	65	63
marża EBITDA	11,6%	11,1%	10,9%	10,7%	10,5%	10,2%	9,9%	9,6%	9,2%	8,8%	8,3%
EBIT	27	25	25	25	25	24	22	20	18	17	15
Podatek	3,5	3,1	3,0	2,9	2,3	1,7	1,4	1,1	0,8	0,4	0,1
CAPEX	-29	-18	-27	-30	-32	-35	-38	-41	-45	-47	-48
Kapitał obrotowy	-8,7	-3,5	-4,3	-3,5	-3,6	-3,7	-3,6	-3,7	-3,8	-4,1	-4,2
FCF	27	42	34	32	30	28	25	21	18	16	13
PV FCF	27	39	29	25	22	19	16	12	10	8	6
WACC	6,7%	6,9%	7,1%	7,2%	7,4%	7,5%	7,6%	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%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	821	816	815	805	794
Aktywa trwałe	554	522	509	486	470
Kapitał własny	454	461	479	486	492
Udział mniejszości	0	0	0	0	0
Dług netto	182	176	155	128	110
Dług netto/EBITDA (x)	3,2	2,6	2,3	1,9	1,6
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	8,4	7,8	8,1	5,1	3,1	4,1
Maksimum	217,5	49,1	16,4	17,5	16,3	10,0
Mediana	20,4	12,3	10,3	7,9	6,4	6,0
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	207
Dług netto	182
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	4,91

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	10,04
DCF	50%	4,91
Cena wynikowa		7,47
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		7,95

Deweloperzy

Atal

akumuluj (podtrzymana)

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

W raporcie z 6 czerwca wskazywaliśmy, że w obecnym otoczeniu rynkowym, Atal powinien korzystać na bardzo dobrym przygotowaniu podażyowym, w tym odbudowanej ofercie na kluczowych rynkach (Warszawa, Kraków) i jej rozbudowie na rynkach wzrostowych (Poznań, Katowice). Również w Trójmieście Atal ma przestrzeń do wzrostu swoich udziałów (2,4% w '18). Podczas gdy oferta na 6 głównych rynkach na koniec 2018 r. była zaledwie 5% wyższa r/r, oferta Atalu wzrosła w tym czasie o 77% r/r. W 1Q'19 Atal również nie zwolnił tempa dodając kolejne ponad 1,2 tys. lokali do oferty. Efekty rozbudowy oferty potwierdzają bardzo dobre wyniki wolumenów sprzedaży w 2Q'19 (+55% r/r; wynik bardzo dobry także uwzględniając efekt niskiej bazy) i +25% r/r w 1H19. Tym samym nasza prognoza wolumenu sprzedaży — zakładająca wzrost +14% r/r w 2019 — jest już wykonana w 59%. Razem z szeroką i urozmaiconą ofertą wspiera nasze prognozy stabilnych wyników w latach 2019-21. Zwracamy uwagę, że w naszych prognozach przyjmujemy konserwatywny scenariusz utrzymania relatywnie niskiego tempa sprzedaży (<20%). Potencjał samej Spółki jest natomiast znacznie wyższy, o ile pozwoliłyby na to warunki rynkowe (od strony popytowej). W połączeniu z rekordowym bankiem ziemi (razem z ofertą odpowiednik 7-letniej sprzedaży), który generuje relatywnie niskie potrzeby akwizycji nowych gruntów, przekłada się to także na perspektywę stabilnych dywidend w najbliższych latach. Aktualizujemy wycenę Spółki o odciętą dywidendę i wycenę porównawczą i podtrzymujemy rekomendację akumuluj dla akcji Atalu.

Rachunek wyników i bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przekazane lokale (szt.)	2 308	2 678	2 574	2 819	2 874
Przychód (tys. PLN)/lokal	375	394	379	354	386
SG&A	28	31	32	34	36
SG&A/przychody	3,3%	2,9%	3,3%	3,4%	3,2%
Marża EBIT	25,6%	24,6%	24,1%	22,8%	22,7%
Marża zysku netto	19,8%	19,0%	18,5%	17,3%	17,3%
Gotówka	266	192	242	214	207
Dług netto	214	333	451	480	476
Dług netto/kap. włas.	27%	39%	37%	40%	39%
Zapasy	1 342	1 487	1 638	1 658	1 697
Zapasy/przychody	155%	141%	155%	153%	143%
Zaliczki	365	225	314	294	302
Zaliczki/zapasy	27%	15%	19%	18%	18%
Kapitał własny	795	858	857	865	899
ROE	24,9%	25,3%	21,1%	20,1%	22,1%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Przychody	975	999	1 110	936	879	896	914	932	951	970	989
EBITDA	237	229	254	194	166	169	172	176	179	183	186
marża EBITDA	24,3%	23,0%	22,9%	20,7%	18,9%	18,9%	18,9%	18,9%	18,8%	18,8%	18,8%
Amortyzacja	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
EBIT	235	227	252	192	164	167	170	174	177	181	184
Podatek	45	43	48	36	31	32	32	33	34	34	35
NOPLAT	190	184	204	155	133	135	138	141	144	146	149
CAPEX	10	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2
Kapitał obrotowy	34	-36	-43	12	58	-9	-8	-5	-5	-5	-5
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	235	148	161	167	191	127	130	136	139	141	144
PV FCF	227	132	134	129	136	84	80	77	73	69	
WACC	7,8%	7,7%	7,7%	7,7%	7,8%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

*dług netto skorygowany o dywidendę 182 mln PLN (DPS PLN 4,7, dzień ustalenia prawa 2019-06-26)

Cena bieżąca

36,60 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

41,89 PLN

+14,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	41,89 PLN	2019-07-03	
poprzednia	akumuluj	43,16 PLN	2019-06-06	
Podstawowe dane			1AT PW	vs. WIG
Ticker	1AT PW	Zmiana 1M	-2,5%	-7,1%
ISIN	PLATAL000046	Zmiana YTD	+42,7%	+37,8%
Liczba akcji (mln)	38,7	Średni obrót 1M		0,4 mln PLN
MC (mln PLN)	1 417,0	Średni obrót 6M		0,5 mln PLN
EV (mln PLN)	1 735,6	EV/EBITDA 12M fwd	7,3	-6,8%
Free float	11,6%	EV/EBITDA 5Y avg	7,9	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	865,8	1 055,0	974,9	999,0	1 109,6
ZBNS	247,6	283,5	265,8	261,7	288,4
marża ZBNS	28,6%	26,9%	27,3%	26,2%	26,0%
EBIT	222,0	259,6	234,6	227,4	252,4
Zysk netto	171,2	200,7	180,8	172,5	191,5
P/E	8,3	7,1	7,8	8,2	7,4
P/BV	1,8	1,7	1,7	1,6	1,6
EV/EBITDA	7,3	6,7	7,3	7,7	7,0
DPS	1,68	3,54	4,70	4,26	4,06
DYield	4,6%	9,7%	12,8%	11,6%	11,1%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
MBNS			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Przekazane lokale			0,0%	0,0%	0,0%

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	198	38	199	152	166
Amortyzacja	1	1	2	2	2
Kapitał obrotowy	-13	-194	34	-36	-43
CF inwestycyjny	1	1	14	4	3
CAPEX	-1	-1	-2	-2	-2
CF finansowy	-121	-113	-164	-183	-176
Dywidenda	-65	-137	-182	-165	-157

Analiza porównawcza

	P/BV			P/E		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	0,69	0,65	0,62	5,1	5,7	6,7
Maksimum	1,84	1,79	1,83	8,6	8,5	9,2
Mediana	0,99	0,97	0,98	5,5	7,6	8,5
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	2 338
Skor. dług netto*	515
Inne korekty	-1
Wycena DCF na akcję (PLN)	47,12

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	27,86
DYield-porównawcza	17%	39,31
DCF	50%	47,12
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		41,89

Dom Development trzymaj (podtrzymana)

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

Dom Development jest na dobrej drodze do realizacji celów wyznaczonych przez Zarząd na 2019, tj. 3,5 tys. przekazania i wprowadzenie do oferty rekordowej liczby 3,9 tys. lokali (+8% r/r). Szacujemy, że z tego ~2 tys. lokali zostało wprowadzonych już w 1H. W efekcie DOM liczy na odbudowę oferty do ~3 tys. lokali w kolejnych kwartałach (2,6 tys. w Q1). Choć rozbudowa oferty będzie wspierać wolumen sprzedaży, to biorąc pod uwagę jej strukturę (istotna rozbudowa w Trójmieście i Wrocławiu, ale przy prawie 20% spadku r/r liczby nowych lokali wprowadzonych w Warszawie) oczekujemy, że w całym 2019 wolumen sprzedaży zamknie się spadkiem rzędu 3% r/r. Przypominamy jednak, że DOM posiada spory potencjał na gruntach kontrolowanych (także w Warszawie) a jego finalizacja pozwoliłaby zwiększyć potencjał banku ziemi (wraz z ofertą) z 2,8-letniej sprzedaży do 4,1x. Ponadto DOM planuje zwiększyć wydatki na nowe grunty, które mogą sięgnąć nawet 500 mln PLN (vs. 300 mln w '18). W efekcie w 2020 r. oczekujemy odbudowy oferty w Warszawie, a biorąc pod uwagę jej sprawność operacyjną nie widzimy ryzyka spadku potencjału po 2020 r. Uwzględniając natomiast ambitny harmonogram nowych wprowadzeń w br, który jest wyższy o 8% od bieżącego poziomu sprzedaży, w raporcie z 6.VI podwyższyliśmy łączną prognozę przekazania na 2020-21 do średnio 3,6 tys. lokali rocznie (+3,2% vs. poprzednio) i ZN'20-21 o 6%. Zwracamy uwagę, że w 2020 r. rozliczenie projektów z wysoką marżą i ceną powinno przełożyć się na kolejny rekord wyników (+12% r/r). Wsparciem dla marż będzie także zwiększenie udziału projektów realizowanych „własnymi siłami” (ze średnio 20% w 2018-19 do 45% w 2020). Aktualizujemy wycenę Spółki o odciętą dywidendę i wycenę porównawczą i podtrzymujemy rekomendację trzymaj dla Dom Development.

Rachunek wyników i bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przekazane lokale (szt.)	2 929	3 633	3 537	3 401	3 794
Przychód (tys. PLN)/lokal	480	455	477	531	469
SG&A	138	162	164	170	177
SG&A/przychody	9,9%	9,8%	9,7%	9,4%	10,0%
Marża EBIT	16,8%	17,1%	16,4%	17,1%	15,9%
Marża zysku netto	13,6%	13,7%	13,2%	13,7%	12,7%
Gotówka	331	317	198	169	203
Dług netto	64	78	337	381	447
Dług netto / kap. włas.	6%	7%	32%	36%	43%
Zapasy	1 989	2 114	2 574	2 588	2 582
Zapasy/przychody	142%	128%	153%	143%	145%
Zaliczki	568	625	734	662	614
Zaliczki/zapasy	29%	30%	29%	26%	24%
Kapitał własny	1 002	1 046	1 046	1 070	1 049
ROE	20,5%	22,7%	21,3%	23,6%	21,1%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Przychody	1 688	1 806	1 781	1 676	1 609	1 641	1 674	1 708	1 742	1 776	1 812
EBITDA	287	318	292	230	209	211	215	219	223	228	232
marża EBITDA	17,0%	17,6%	16,4%	13,7%	13,0%	12,9%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%
Amortyzacja	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
EBIT	277	309	283	220	199	201	205	209	214	218	222
Podatek	53	59	54	42	38	38	39	40	41	41	42
NOPLAT	224	250	229	179	161	163	166	170	173	177	180
CAPEX	-9	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10
Kapitał obrotowy	-238	-71	-47	23	23	-9	-9	-9	-9	-9	-9
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	-13	179	182	201	184	154	157	161	164	168	171
PV FCF	-12	159	151	155	131	102	97	92	87	82	0
WACC	7,9%	7,8%	7,7%	7,7%	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%

*dług netto skorygowany o dywidendę 227 mln PLN (DPS PLN 9,05, dzień ustalenia prawa 2019-06-18)

Cena bieżąca	77,40 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	79,80 PLN	+3,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	79,80 PLN	2019-07-03
poprzednia	trzymaj	82,65 PLN	2019-06-06
Podstawowe dane		DOM PW	vs. WIG
Ticker	DOM PW	Zmiana 1M	+6,1% +1,6%
ISIN	PLDMDVL00012	Zmiana YTD	+43,5% +38,5%
Liczba akcji (mln)	25,1	Średni obrót 1M	0,7 mln PLN
MC (mln PLN)	1 940,3	Średni obrót 6M	0,6 mln PLN
EV (mln PLN)	2 277,4	EV/EBITDA 12M fwd	7,3 -20,7%
Free float	25,2%	EV/EBITDA 5Y avg	9,1 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	1 404,7	1 653,9	1 688,0	1 806,2	1 781,0
ZBNS	385,7	455,1	446,4	485,4	466,2
marża ZBNS	27,5%	27,5%	26,4%	26,9%	26,2%
EBIT	235,4	282,0	277,1	308,6	282,7
Zysk netto	190,7	227,0	222,4	246,8	225,4
P/E	10,1	8,5	8,7	7,9	8,6
P/BV	1,9	1,8	1,9	1,8	1,9
EV/EBITDA	8,2	6,9	7,9	7,2	8,1
DPS	5,05	7,60	9,05	8,87	9,84
DYield	6,5%	9,8%	11,7%	11,5%	12,7%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
MBNS			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Przekazane lokale			0,0%	0,0%	0,0%

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	198	233	-15	192	195
Amortyzacja	7	10	13	12	12
Kapitał obrotowy	-9	-1	-238	-71	-47
CF inwestycyjny	-213	-43	-45	0	-10
CAPEX	-8	-11	-9	-10	-10
CF finansowy	-120	-187	-85	-211	-151
Dywidenda	-126	-190	-227	-222	-247

Analiza porównawcza

	P/BV			P/E		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	0,69	0,65	0,62	5,1	5,7	6,7
Maksimum	1,66	1,64	1,58	7,9	8,5	9,2
Mediana	0,99	0,97	0,98	5,5	7,8	7,4
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	2 519
Skor. dług netto*	304
Inne korekty	227
Wycena DCF na akcję (PLN)	88,33

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	52,70
DYield-porównawcza	17%	80,01
DCF	50%	88,33
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		79,80

Handel

AmRest

kupuj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Spółka zaraportowała wysoką dynamikę poprawy sprzedaży oraz wyniku EBITDA w 1Q'19 r/r. Wzrost EBITDA wyniósł 25% r/r w 1Q'19 i był wspierany przez konsolidację wyników restauracji Sushi Shop. Wysokie tempo poprawy EBITDA powinno zostać utrzymane w 2-3Q'19 ze względu na dalszą poprawę rentowności przejętych biznesów, konsolidację wyników Sushi Shop oraz efekt niskiej bazy. 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 otwarciem franczyzowych placówek. Taki model ekspansji wymaga niższych nakładów kapitałowych, zmniejsza ryzyko dla spółki oraz powinien pozwolić na stopniowe zmniejszanie zadłużenia. Biorąc pod uwagę oczekiwane przyspieszenie 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

37,60 PLN

potencjał zmiany**Cena docelowa**

48,00 PLN

+27,7%

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

Podstawowe dane			EAT PW	vs. WIG
Ticker	EAT PW	Zmiana 1M	-1,8%	-6,4%
ISIN	ES0105375002	Zmiana YTD	-6,0%	-10,9%
Liczba akcji (mln)	219,6	Średni obrót 1M	1,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	8 255,2	Średni obrót 6M	3,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	10 781,8	EV/EBITDA 12M fwd	11,8	+10,3%
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	41,8	43,1	35,3	25,8	18,4
P/BV	6,1	4,6	4,0	3,5	2,9
EV/EBITDA	15,6	15,0	12,2	9,8	7,7
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
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%
Zdykontowana wartość FCF	11 328
Dług netto	2 338
Inne korekty	43
Wycena DCF na akcję (PLN)	42,18

Wycena

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

CCC trzymaj (bez zmian)

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

Notowania CCC w czerwcu odbiły w oczekiwaniu na dobre miesięczne dane sprzedażowe. Zwracamy uwagę, że pomimo wysokiej dynamiki sprzedaży w czerwcu, rezultaty spółki w 2Q'19 będą słabe ze względu na niską sprzedaż w miesiącach kwiecień-maj (najważniejsze pod względem rentowności) oraz utrzymanie wysokiej bazy kosztowej. W rezultacie oczekujemy pogorszenia wyniku r/r w 2Q'19, co w zestawieniu z zaraportowaną stratą w 1Q'19 powinno przełożyć się na stratę EBIT w 1H'19. Od lipca spółka przestaje raportować dane miesięczne, a kolejną istotną dla kursu akcji publikacją będą szacunkowe dane kwartalne za 2Q'19 (publikowane na początku sierpnia). Wysoka baza kosztowa powinna się utrzymywać w kolejnych kwartałach, a proces integracji przejętych biznesów oraz dalszego rozbudowywania oferty produktowej powinny potrwać przynajmniej do końca 2019 r. Potencjalnej poprawy rezultatów r/r i efektów synergii oczekujemy w 2H'19. Zgodnie z naszymi założeniami, poprawa wyników powinna pozwolić spółce na wygenerowanie wyniku EBITDA (bez IFRS 16) na poziomie 421 mln PLN (płasko r/r).

Cena bieżąca	166,40 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	161,00 PLN	-3,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	161,00 PLN	2019-06-06

Podstawowe dane			CCC PW	vs. WIG
Ticker	CCC PW	Zmiana 1M	+6,2%	+1,7%
ISIN	PLCCC0000016	Zmiana YTD	-13,9%	-18,9%
Liczba akcji (mln)	41,1	Średni obrót 1M	19,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	6 843,5	Średni obrót 6M	22,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	8 016,0	EV/EBITDA 12M fwd	8,3	-45,3%
Free float	59,4%	EV/EBITDA 5Y avg	15,1	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	4 194	4 726	5 969	6 914	8 020
EBITDA skor.	499	328	421	623	807
marża EBITDA	11,9%	6,9%	7,1%	9,0%	10,1%
EBIT	405	372	259	445	442
Zysk netto	287	15	110	267	302
P/E	23,9	-	62,1	25,6	22,7
P/BV	6,2	6,7	6,1	5,3	5,0
EV/EBITDA	14,7	8,4	8,3	6,5	6,3
DPS	2,47	2,30	0,48	2,00	2,00
DYield	1,5%	1,4%	0,3%	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 (stacjoname)	3 588	3 747	4 568	5 120	7 085
EBITDA (stacjoname)	381	225	290	443	379
Sprzedaż (eobuwie.pl)	606	979	1 463	1 902	2 378
EBITDA (eobuwie.pl)	86,2	103,0	130,8	179,5	248,2
MBNS	51,3%	50,1%	51,5%	50,9%	50,4%
Przepływy oper.	78	996	730	965	969
Amortyzacja	93	133	708	778	828
Kapitał obrotowy	-588	244	-103	-138	-218
Przepływy inw.	-222	-621	-523	-212	-200
CAPEX	-245	-439	-379	-212	-200
Przepływy fin.	515	-515	-112	-540	-982
Dywidenda/buyback	101	95	20	82	82
FCF	-420	147	-192	169	140
FCF/EBITDA	-90%	45%	-46%	27%	22%
CFO/EBITDA	17%	304%	173%	155%	155%

*szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Sprzedaż det/mkw.	523	534	568	591	589	582	575	627	635	638	
SG&A/mkw.	255	237	331	337	332	325	319	332	351	354	
Powierzchnia	727	798	857	914	969	1 021	1 073	1 002	1 019	1 044	
Przychody	5 969	6 914	8 020	8 782	9 495	10 157	10 788	11 429	12 125	12 899	13 222
EBITDA	421	623	627	923	1 010	1 036	1 059	1 081	1 120	1 187	1 217
marża EBITDA	7,1%	9,0%	7,8%	10,5%	10,6%	10,2%	9,8%	9,5%	9,2%	9,2%	9,2%
EBIT	245	429	426	718	802	823	850	883	931	1 002	1 027
Podatek	70	86	85	137	152	156	161	168	177	190	195
CAPEX	423	212	200	206	1 163	237	106	111	117	170	170
Kapitał obrotowy	-103	-138	-218	-201	-157	-148	-140	-139	-147	-162	-162
FCF	-192	169	140	402	-439	517	678	690	707	693	711
PV FCF	-185	150	115	306	-310	337	407	380	357	321	
WACC	8,0%	8,1%	8,1%	8,3%	7,8%	8,1%	8,6%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Polska (sprzedaż/mkw.)	744	633	679	686	680
CEE (sprzedaż/mkw.)	538	464	495	503	500
WE (sprzedaż/mkw.)	396	276	0	0	0
eobuwie.pl (% sprzedaży)	14,4%	20,7%	24,5%	27,5%	29,6%
Środki pieniężne	512	376	481	694	480
Dług netto	406	641	1 052	1 039	1 052
Dług netto/EBITDA (x)	0,8	1,3	1,1	0,8	0,8

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	8,4	8,0	7,0	7,0	6,5	5,2
Maksimum	34,5	29,0	25,2	25,2	22,7	19,8
Mediana	26,3	17,2	13,1	13,1	12,6	11,6
waga	10%	20%	20%	10%	20%	20%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdyskontowana wartość FCF	6 948
Dług netto	641
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	153,40

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	149,70
DCF	50%	153,40
Cena wynikowa		151,55
Koszt kapitału 9M		6,5%
Cena docelowa za 9M		161,00

Dino redukuje (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

W czerwcu kurs Dino odrobił całość spadków wywołanych decyzją Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej w sprawie podatku od sprzedaży detalicznej (wyrok nie jest prawomocny). Potencjalne wprowadzenie podatku od września 2019 może wywołać presję inflacyjną i w efekcie wpływ dodatkowej daniny na wyniki spółek zostanie ograniczony. W 1Q'19 spółka istotnie poprawiła marżę brutto na sprzedaży, co pozwoliło zniwelować negatywny wpływ wyższych kosztów wynagrodzeń na marżę EBITDA. Poprawa marży brutto na sprzedaży wynika ze stopniowego wzrostu cen oraz z uzyskiwania coraz lepszych warunków zakupowych. W kolejnych kwartałach dynamika Ifl powinna być wspierana przez efekt niskiej bazy oraz utrzymujący się wysoki odsetek sklepów działających poniżej 3 lat (sklepy będące w okresie dążenia do docelowej efektywności sprzedaży). Oczekujemy, że Spółka będzie kontynuowała poprawę warunków zakupowych, co będzie wspierać marżę brutto na sprzedaży. Jednocześnie oczekujemy utrzymania się presji kosztowej oraz widzimy ograniczony potencjał do dalszej poprawy cyklu konwersji gotówki w 2019 roku. (spółka istotnie poprawiła ten wskaźnik w 2018 roku). Pomimo oczekiwanej poprawy wyników w kolejnych kwartałach, uważamy że obecna wycena dyskontuje zbyt optymistyczną ścieżkę wzrostu wyników spółki w kolejnych latach.

Cena bieżąca

136,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

112,70 PLN

-17,1%

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

Podstawowe dane		DNP PW	vs. WIG
Ticker	DNP PW	Zmiana 1M	+9,3% +4,8%
ISIN	PLDINPL00011	Zmiana YTD	+41,9% +37,0%
Liczba akcji (mln)	98,0	Średni obrót 1M	17,9 mln PLN
MC (mln PLN)	13 333,4	Średni obrót 6M	21,3 mln PLN
EV (mln PLN)	13 973,4	EV/EBITDA 12M fwd	17,2 +8,6%
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	62,4	43,4	33,0	25,6	21,5
P/BV	14,7	11,0	8,2	6,2	4,8
EV/EBITDA	35,5	25,7	19,5	15,6	13,0
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Liczba sklepów		0,0%	0,0%	0,0%	
sprzedaż/mkw/		0,0%	0,0%	0,0%	
marża EBITDA		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	

Wyniki i przepływy operacyjne (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Liczba sklepów	775	977	1 221	1 453	1 613
Powierzchnia	295	376	474	570	638
Średnia powierzchnia skl.	381	385	388	392	396
MBNS	23,3%	24,2%	24,4%	24,4%	24,4%
Sklepów/centrum dystryb.	258	244	305	291	269
Przepływy oper.	497	634	785	1 019	1 058
Amortyzacja	86	112	154	187	222
Kapitał obrotowy	131	116	162	256	177
Przepływy inw.	-402	-634	-817	-747	-597
CAPEX	-411	-636	-817	-747	-597
Przepływy fin.	41	82	-159	-249	-237
Wpływy/spłaty pożyczek	31	174	-100	-200	-203
FCF	50	-64	-52	254	446
FCF/EBITDA	13%	-12%	-7%	29%	44%
CFO/EBITDA	128%	117%	110%	115%	103%

Model DCF (bez MSSF 16)

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

Wskaźniki (bez MSSF 16)

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

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Eurocash redukuje (bez zmian)

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 wyniosłaby 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. Prowadzone działania restrukturyzacyjne oraz utrzymująca się presja kosztowa powinny przełożyć się na brak poprawy wyniku w 2019 roku r/r. Utrata kontraktu z PKN Orlen ogranicza potencjał wzrostu rezultatów spółki w kolejnych latach. Biorąc powyższe pod uwagę, nie widzimy argumentów do kupowania akcji spółki w średnim terminie.

Cena bieżąca

19,95 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

18,10 PLN

-9,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	redukuje	18,10 PLN	2019-06-03

Podstawowe dane			EUR PW	vs. WIG
Ticker	EUR PW	Zmiana 1M	3,3%	-1,2%
ISIN	PLEURCH00011	Zmiana YTD	20,2%	15,2%
Liczba akcji (mln)	139,2	Średni obrót 1M	3,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 776,3	Średni obrót 6M	5,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 102,9	EV/EBITDA 12M fwd	7,5	-27,4%
Free float	53,0%	EV/EBITDA 5Y avg	10,3	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	-	25,3	38,6	27,3	19,3
P/BV	2,7	2,7	2,6	2,5	2,3
EV/EBITDA	14,5	7,7	8,3	7,4	6,2
DPS	0,80	0,76	1,00	0,26	0,37
DYield	4,0%	3,8%	5,0%	1,3%	1,8%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Hurt (EBITDA)			0,0%	0,0%	0,0%
Detal (EBITDA)			0,0%	0,0%	0,0%
Projekty (EBITDA)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Hurt (S)	17 794	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%

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%

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%

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 czerwcu kurs Jeronimo Martins utrzymywał się w okolicach 14 EUR za akcję. Naszym zdaniem sprawa podatku może być czynnikiem hamującym potencjalne wzrosty 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 zaostrożenia 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 za 2Q'19 pod koniec lipca 2019.

Cena bieżąca

13,79 EUR

potencjał zmiany

Cena docelowa

14,30 EUR

+3,7%

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

Podstawowe dane		JMT PL	vs. WIG
Ticker	JMT PL	Zmiana 1M	+1,2% -3,3%
ISIN	PTJMT0AE0001	Zmiana YTD	+37,7% +32,8%
Liczba akcji (mln)	629,3	Średni obrót 1M	12,3 mln EUR
MC (mln EUR)	8 678,0	Średni obrót 6M	11,8 mln EUR
EV (mln EUR)	9 072,5	EV/EBITDA 12M fwd	8,3 -11,9%
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	22,5	21,6	19,6	17,6	16,7
P/BV	4,9	4,9	4,4	4,1	3,7
EV/EBITDA	9,5	9,4	8,6	7,8	7,4
DPS	0,69	0,64	0,27	0,29	0,30
DYield	5,0%	4,6%	2,0%	2,1%	2,2%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
EBITDA		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 inv.	292	-43	85	213	162
CAPEX	-658	-700	-725	-732	-739
Przepływy fin.	-229	-273	-605	-670	-704
Dywidenda/buyback	435	401	173	181	189
FCF	397	62	234	430	426
FCF/EBITDA	43%	6%	22%	38%	35%
CFO/EBITDA	99%	88%	120%	131%	126%

Model DCF (bez MSSF 16)

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

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln EUR)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
MBNS	21,2%	21,7%	22,0%	22,1%	22,1%
narzut SG&A	17,6%	18,2%	18,5%	18,5%	18,6%
Biedronka (s/mkw. r/r)	9,0%	1,0%	1,9%	3,1%	0,4%
Pingo Doce (s/mkw. r/r)	0,5%	3,2%	2,1%	1,4%	1,4%
Recheio (s/mkw. r/r)	5,7%	2,8%	1,0%	-0,7%	-0,7%
Dług netto*	-144	93	156	58	-20
Dług netto/EBITDA (x)*	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,0

*bez MSSF 16

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

LPP

akumuluj (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

W czerwcu kurs spółki wzrósł ostatnim miesiącu o około 8% w reakcji na dobre zachowanie się spółek porównywalnych. W zaraportowanych szacunkowych danych za 2Q'19, spółka poprawiła EBIT o 5,9% r/r do 330 mln PLN. Główną przyczyną spowolnienia poprawy wyniku w kwartale r/r była niska dynamika sprzedaży na poziomie +8,3% r/r (negatywny efekt bazy +20% r/r w 2Q'18). Spółka zdołała ograniczyć skalę spadku marży brutto na sprzedaży względem poprzedniego kwartału r/r pomimo sprzedaży towaru kupionego po znacznie wyższym kursie USD/PLN (prawdopodobnie pozytywny wpływ niższych odpisów na zapasy r/r). Wynikom w 2Q'19 pomagało utrzymanie dobrej dyscypliny kosztowej (koszty SG&A/mkw. zmniejszyły się o 0,8% r/r). Pomimo efektu bazy oraz niesprzyjającej pogody w okresie kwiecień-maj, spółka zdołała poprawić wynik r/r. Zwracamy uwagę na bardzo dobre perspektywy spółki do poprawy wyników w 2H'19, które powinny być napędzane przez wzrost sprzedaży porównywalnej (efekt niskiej bazy w miesiącach wrzesień-październik) oraz bardziej sprzyjający kurs USD/PLN przy zakupie kolekcji jesień-zima vs. kolekcja wiosna-lato. Nieznacznie zmieniamy nasze prognozy ze względu na korektę założeń dynamiki wzrostu SG&A/mkw. r/r oraz uwzględnienie podatku od sprzedaży detalicznej od września 2019. Wzrost ceny docelowej jest efektem zwiększenia wyceny wynikającej z metody porównawczej.

Cena bieżąca

7 745,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

8 500,00 PLN

+9,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	8 500,00 PLN	2019-07-03	
poprzednia	akumuluj	8 300,00 PLN	2019-06-03	
Podstawowe dane			LPP PW	vs. WIG
Ticker	LPP PW	Zmiana 1M	+6,5%	+1,9%
ISIN	PLLPP0000011	Zmiana YTD	-0,6%	-5,5%
Liczba akcji (mln)	1,9	Średni obrót 1M	21,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	14 347,0	Średni obrót 6M	17,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	13 609,1	EV/EBITDA 12M fwd	10,1	-26,9%
Free float	69,5%	EV/EBITDA 5Y avg	13,8	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	7 029	8 047	9 172	10 375	11 623
EBITDA	872	1 106	1 268	1 408	1 569
marża EBITDA	12,4%	13,7%	13,8%	13,6%	13,5%
EBIT	578	757	851	916	999
Zysk netto	441	505	677	750	820
P/E	32,5	28,4	21,2	19,1	17,5
P/BV	5,9	5,0	4,2	3,5	3,0
EV/EBITDA	16,1	12,3	10,7	9,6	8,4
DPS	35,71	39,96	59,97	78,34	61,29
DYield	0,5%	0,5%	0,8%	1,0%	0,8%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			+0,8%	-1,0%	-1,1%
Zysk netto			+1,3%	-1,5%	-1,6%
Sprzedaż det/mkw.			+0,1%	+0,1%	+0,1%
SG&A/mkw.			-0,9%	-0,9%	-0,9%
Powierzchnia			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Sprzedaż/mkw (Polska)	595	557	587	569	563
Sprzedaż/mkw (Rosja)	591	590	609	592	585
Sprzedaż/mkw (Czechy)	666	759	777	754	745
Sprzedaż/mkw (Niemcy)	502	500	530	514	508
MBNS	52,9%	54,7%	54,2%	54,1%	54,1%
Przepływy oper.	893	1 212	1 398	1 821	2 035
D&A	293	349	417	491	570
Dodatkový D&A (MSSF 16)			575	640	700
Kapitał obrotowy	101	125	-24	-61	-55
Przepływy inw.	-384	-704	-702	-983	-823
Przepływy fin.	-360	21	-942	-808	-828
Dywidenda/buyback	66	73	110	144	112
FCF	358	92	112	154	464
FCF/EBITDA	41%	8%	9%	11%	30%
CFO/EBITDA	102%	110%	73%	84%	85%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Sprzedaż det/mkw.	641	660	671	682	689	693	691	689	689	685	685
SG&A/mkw.	287	291	296	304	307	311	309	307	306	305	305
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	9 172	10 375	11 623	12 731	13 667	14 505	15 396	16 342	17 247	18 649
EBITDA	1 106	1 259	1 408	1 569	1 685	1 688	1 752	1 857	1 950	2 198	2 177
marża EBITDA	13,7%	13,7%	13,6%	13,5%	13,2%	12,4%	12,1%	12,1%	11,9%	12,7%	11,7%
EBIT	757	851	916	999	1 099	1 121	1 197	1 306	1 400	1 643	1 560
Podatek	228	182	174	190	209	213	227	248	266	312	296
CAPEX	-799	-870	-983	-823	-512	-518	-540	-562	-584	-605	-617
Kapitał obrotowy	-14	103	97	93	84	70	63	67	71	68	72
FCF	92	112	154	464	880	887	922	980	1 030	1 213	1 192
PV FCF	0	107	135	376	657	610	585	573	555	602	
WACC	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	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	805	834	1 218
Dług netto*	-316	-753	-738	-792	-1 192
Dług netto/EBITDA (x)*	-0,4	-0,7	-0,6	-0,6	-0,8

Analiza porównawcza

	19P	P/E	20P	21P	19P	EV/EBITDA	20P	21P
Minimum	21,7	17,8	14,7	10,6	8,9	7,5		
Maksimum	24,0	21,7	20,2	14,8	11,0	10,3		
Mediana	23,6	20,2	19,2	10,6	10,0	9,5		
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%		

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdyskontowana wartość FCF	13 820
Dług netto	-753
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	7 900

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	8 300
DCF	50%	7 900
Cena wynikowa		7 980
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		8 500

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 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.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem:https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

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

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. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawianych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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.

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 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 lipca 2019 o godzinie 8:43. Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 3 lipca 2019 o godzinie 8:43.

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.

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, CI Games, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Erbud, Ergis, Erste Bank, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Groclin, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kopec, Kruk, LW Bogdanka, Mangata, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Opono.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PEKABEX, PGE, PGNiG, PKO BP, Polenergia, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Prime Car Management, Primetech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawipflug, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmot, 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, Centrum Nowoczesnych Technologii, CI Games, Globalworth Poland, Orbis, Polenergia, Prime Car Management, Primetech.

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)** – wyliczona 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, Voxx Net-a-Porter, Zalando
CD Projekt	Activision, Blizzard, CAPCOM, Take Two Interactive, Ubisoft Entertainment, Electronic Arts
CEZ, Enea, Energa, PGE, Tauron	CEZ, EDF, EDP, Endesa, Enea, Enel, Energa, EON, Innogy, PGE, RWE, Tauron
Ciech	Akzo Nobel, BASF, Bayer, Ciner Resources, Dow Chemical, GHCL, Hongda Xindye, Huntsman, MISR Chemical, OCI, Soda Samayii, Solvay, Shandong Haihua, Qingdao, Tata Chemicals, Tangshan Sanyou Chemical, Tessenderlo Chemie, Tronox, Wacker Chemie
Cognor	AK Steel, Alumetal, ArcelorMittal, Baoshan Iron & Steel, Commercial Metals, HeSteel, Hitachi Metals, Hyundai Steel, JFE Holdings, JSW Steel, Kloeckner & Co, Metalurgica Gerdau, Nippon Yakin Kogyo, Nucor, Olympic Steel, Outokumpu, POSCO, Salzgitter, SSAB, Steel Authority Of India, Steel Dynamics, Tata Steel, thyssenkrupp, United States Steel Corp, voestalpine
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 Hizmetleri, 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, Bukit Asam, Henan Shenhua, Shanxi Xishan Coal & Elec, Yanzhou Coal Mining, Banpu Public, LW Bogdanka, Shaanxi Heima, China Coal, Shougang Fushan Resources, Cokal, Teck Resources, Walter Energy, Stanmore Coal, Terracom, Cloud Peak Energy, Natural Resource Partners, Rio Tinto, BHP Billiton, Warrior Met Coal
Kernel	Astarta, Anderssons, ADM, Avangard, Bunge, China Agri Industries, Felda Global, Golden Agri Resources, GrainCorp, IMC, MHP, Milkiland, Nissin 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 Hizmetleri, 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 Hizmetleri, Vodafone Group
PGNiG	A2A, BP, Centrica, Enagas, Endesa, Enea, Energa, Engie, ENI, EON, Galp Energia, Gas Natural, Gazprom, Hera, MOL, Novatek, OMV, Red Electrica, Romgaz, RWE, Shell, Snam, SSE, Statoil, Total
PKN Orlen	Braskem, Dow Chemical, Eastman, Galp, Hellenic, Huntsman, Indorama, Lotos, Lotte, Lyondellbasell, Mitsubishi, Mitsui, MOL, Motor Oil, Neste, OMV, OMV Petrom, Petronas, Saras, Tupras, Unipetrol, Westlake
Play	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Netia, O2 Czech, Orange, Orange Polska, Rostelecom, Telecom Italia, TalkTalk, Tele2, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmetleri, Vimpel, Vodafone Group
Skarbiec Holding	Affiliated Managers, AllianceBernstein, Ashmore Group, Blackrock, Brewin Dolphin, Eaton Vance Mgmt, Franklin Resources, GAM Holding, Invesco, Investec, Janus Henderson, Jupiter AM, Legg Mason, Liontrust AM, Och-Ziff Capital Mgmt., Schroders, Standard Life, T Rowe Price
Stelmet	AFG Arbonia, Canfor, Century Plyboards, Deceuninck, Duratex, Forte, Greenply Industries, Interfor, Inwido, Louisiana Pacific, Nobia, Pfleiderer, Rayonier, Uzin UTZ, Vanachai Group, Vilmar, 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

Aiileron

rekomendacja	równoważ	niedoważaj
data wydania	2019-06-28	2019-01-31
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	8,40	11,75

Alior Bank

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-07-03	2019-06-03	2019-02-01	2018-12-05	2018-10-04
cena docelowa (PLN)	72,30	77,00	87,00	92,50	96,00
kurs z dnia rekomendacji	51,10	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
data wydania	2019-04-29	2019-04-02	2018-09-13
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	130,00	143,00	112,80

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
data wydania	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	11,90

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
data wydania	2019-06-03	2019-03-05	2019-02-04	2018-12-05	2018-09-03
cena docelowa (PLN)	50,80	53,00	51,20	49,60	49,00
kurs z dnia rekomendacji	51,10	54,30	48,00	48,30	45,90

Asseco SEE

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

Atal

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	trzymaj	kupuj
data wydania	2019-07-03	2019-06-06	2019-04-02	2018-07-04
cena docelowa (PLN)	41,89	43,16	41,03	42,86
kurs z dnia rekomendacji	36,60	39,10	39,90	36,40

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

Capital Park

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

CCC

rekomendacja	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-06-06	2019-04-02	2019-02-04	2018-12-05	2018-11-05
cena docelowa (PLN)	161,00	275,00	291,00	288,00	272,00
kurs z dnia rekomendacji	153,80	217,00	178,80	204,60	173,60

CD Projekt

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

CEZ

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	sprzedaj
data wydania	2019-06-25	2019-04-02	2019-02-04	2018-11-05	2018-07-04
cena docelowa (CZK)	597,80	565,50	537,80	518,72	440,96
kurs z dnia rekomendacji	544,00	540,50	568,00	549,00	550,00

Ciech

rekomendacja	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-07-03	2019-06-03	2019-05-09	2019-04-02	2019-02-04	2018-11-05	2018-08-02	2018-07-04
cena docelowa (PLN)	41,72	55,00	68,11	68,66	75,82	77,05	82,52	81,14
kurs z dnia rekomendacji	41,60	42,65	44,85	54,80	52,40	42,58	56,95	53,05

Cognor

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	przeważaj	równoważ	niedoważaj	równoważ
data wydania	2019-07-03	2019-06-14	2019-06-03	2019-05-09	2019-03-05	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	1,84	1,79	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,77	1,64	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
data wydania	2019-05-31	2018-11-26
cena docelowa (PLN)	24,15	23,20
kurs z dnia rekomendacji	26,00	22,50

Dino

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

Dom Development

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-07-03	2019-06-06	2019-04-02	2019-02-04	2018-12-05	2018-08-02
cena docelowa (PLN)	79,80	82,65	84,40	84,10	84,10	87,80
kurs z dnia rekomendacji	77,40	82,00	80,80	75,00	66,00	72,80

Echo

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

Elektrobudowa

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

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	kupuj
data wydania	2019-06-25	2019-04-02	2019-02-04	2018-11-29
cena docelowa (PLN)	12,41	12,51	13,12	15,58
kurs z dnia rekomendacji	8,53	8,76	10,73	10,50

Energia

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-06-25	2019-04-02	2019-02-04	2018-11-29	2018-09-03
cena docelowa (PLN)	12,67	12,21	13,26	13,54	15,27
kurs z dnia rekomendacji	7,33	8,58	10,14	9,16	8,40

Erbud

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

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

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	kupuj
data wydania	2019-07-03	2019-06-03	2019-05-09	2019-02-04	2018-11-30	2018-08-02
cena docelowa (PLN)	6,96	6,67	6,90	6,61	6,41	6,56
kurs z dnia rekomendacji	5,24	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	akumuluj	kupuj	trzymaj	trzymaj	kupuj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2019-07-03	2019-06-03	2019-05-09	2019-03-05	2018-11-23	2018-11-05	2018-09-03	2018-08-02
cena docelowa (PLN)	45,93	44,42	45,39	43,20	33,00	31,47	41,13	42,13
kurs z dnia rekomendacji	42,10	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	akumuluj	kupuj	kupuj	trzymaj	redukuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2019-07-03	2019-06-03	2019-05-21	2019-05-09	2019-03-05	2019-02-01	2018-12-05	2018-10-04
cena docelowa (PLN)	59,45	61,00	61,00	65,50	65,50	65,50	76,00	90,00
kurs z dnia rekomendacji	53,60	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
data wydania	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	11,30

Impexmetal

rekomendacja	niedoważaj	równoważ
data wydania	2019-04-25	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,16	3,40

ING BSK

rekomendacja	redukuj	trzymaj	akumuluj	kupuj	akumuluj	akumuluj	kupuj
data wydania	2019-07-03	2019-02-01	2018-12-05	2018-11-05	2018-10-04	2018-08-02	2018-07-04
cena docelowa (PLN)	191,80	191,80	199,63	200,00	200,00	212,00	212,00
kurs z dnia rekomendacji	203,50	191,40	183,60	166,00	181,00	190,00	178,40



Jeronimo Martins

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

JSW

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	redukuj	trzymaj	redukuj	redukuj	sprzedaj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-07-03	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
cena docelowa (PLN)	50,02	54,80	54,80	60,68	60,68	59,14	59,14	98,00	108,69	107,00
kurs z dnia rekomendacji	47,00	49,86	62,50	59,96	68,30	71,20	72,56	77,00	79,50	77,50

JWC

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

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	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	redukuj	sprzedaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2019-07-03	2019-06-03	2019-04-02	2019-01-18	2018-12-05	2018-10-29	2018-09-03	2018-08-02
cena docelowa (PLN)	345,32	326,37	341,33	324,30	309,30	367,45	355,61	355,61
kurs z dnia rekomendacji	337,00	347,50	324,00	336,50	343,00	365,50	387,50	321,50

KGHM

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-07-03	2019-06-03	2019-04-02	2019-02-04	2018-12-05	2018-10-15	2018-09-03	2018-08-02
cena docelowa (PLN)	98,35	91,71	105,57	92,41	84,56	87,99	104,21	111,08
kurs z dnia rekomendacji	101,70	95,00	109,40	94,16	92,60	85,40	90,80	96,00

Komerční Banka

rekomendacja	kupuj	akumuluj
data wydania	2019-05-09	2018-12-05
cena docelowa (CZK)	1000,00	1000,00
kurs z dnia rekomendacji	873,00	906,50

Kruk

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

Kruszwica

rekomendacja	równoważ	równoważ	niedoważaj
data wydania	2019-04-02	2018-10-16	2018-08-02
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	43,90	43,90	65,40

LC Corp

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	2,55

Lokum Deweloper

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	17,40

Lotos

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

LPP

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	trzymaj	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-07-03	2019-06-03	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04	2018-12-05	2018-10-01
cena docelowa (PLN)	8500,00	8300,00	8400,00	9300,00	9300,00	9300,00	10200,00
kurs z dnia rekomendacji	7 745,00	7 335,00	8 405,00	7 990,00	8 370,00	7 730,00	8 625,00

Mangata

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

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
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
cena docelowa (HUF)	3223,00	3223,00	3423,00	3433,00	3280,00	3280,00	3296,00	3296,00
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

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

Orange Polska

rekomendacja	trzymaj	kupuj
data wydania	2019-06-19	2018-11-26
cena docelowa (PLN)	7,50	6,40
kurs z dnia rekomendacji	7,29	4,91

OTP Bank

rekomendacja	kupuj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2019-07-03	2019-04-02	2018-12-05
cena docelowa (HUF)	13046,00	13046,00	13046,00
kurs z dnia rekomendacji	11 790,00	12 600,00	11 810,00

PA Nova

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

PBKM

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

Prime Car Management

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2018-08-23
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	7,96

Pekao

rekomendacja	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-07-03	2019-05-30	2019-02-01	2018-12-05	2018-10-04
cena docelowa (PLN)	121,00	121,00	131,80	136,29	138,70
kurs z dnia rekomendacji	112,95	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	kupuj
data wydania	2019-06-25	2019-06-03	2019-05-09	2019-04-02	2019-03-26	2019-02-04	2018-11-29
cena docelowa (PLN)	13,26	13,39	13,38	13,66	13,77	14,47	14,82
kurs z dnia rekomendacji	9,00	9,23	8,61	10,10	9,88	11,86	11,47

PGNiG

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

PKN Orlen

rekomendacja	sprzedaż	sprzedaż	sprzedaż	sprzedaż	sprzedaż	redukuj	sprzedaż	sprzedaż
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
cena docelowa (PLN)	80,01	79,39	81,22	83,43	81,52	81,38	81,38	76,84
kurs z dnia rekomendacji	96,78	99,94	101,50	104,70	97,80	93,50	98,24	93,06

PKO BP

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2019-07-26	2019-05-09	2019-02-01	2018-12-05	2018-11-05	2018-10-04
cena docelowa (PLN)	47,17	40,92	40,92	45,00	47,00	47,00
kurs z dnia rekomendacji	42,20	37,78	39,51	41,96	40,39	42,55

Play

rekomendacja	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	kupuj	kupuj	trzymaj	redukuj
data wydania	2019-07-03	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	29,00	25,25	26,70	21,30	21,30	21,50	22,60	23,50
kurs z dnia rekomendacji	33,34	25,08	24,42	24,08	22,80	16,54	17,14	21,90	24,88

Polnord

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	9,77

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	trzymaj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2019-07-03	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04	2018-12-05	2018-11-05	2018-08-02
cena docelowa (PLN)	43,38	43,38	46,50	46,50	46,50	47,50	47,50
kurs z dnia rekomendacji	44,35	40,79	42,00	44,66	43,80	40,60	42,00

Ronson

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	0,84

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	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-07-03	2019-03-05	2019-02-04	2018-11-05	2018-09-03	2018-07-04
cena docelowa (PLN)	7,95	8,36	8,39	7,72	20,45	20,24
kurs z dnia rekomendacji	7,00	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	kupuj
data wydania	2019-06-25	2019-04-02	2019-02-04	2018-11-29	2018-09-03
cena docelowa (PLN)	2,52	2,89	3,12	3,06	2,77
kurs z dnia rekomendacji	1,57	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	trzymaj	akumuluj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2019-07-03	2019-02-04	2018-12-05	2018-09-03	2018-08-02
cena docelowa (PLN)	61,50	61,50	61,50	60,00	60,00
kurs z dnia rekomendacji	61,20	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 Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

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

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

Piotr Poniąkowski
+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