

poniedziałek, 7 października 2019 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: październik 2019

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

Nadal uważamy, że negatywne momentum makro utrzyma się, co oznacza rosnące przekonanie o recesji i będzie negatywnie wpływać na indeksy akcji. W krótkim okresie sentyment będą ratowały banki centralne, ale naszym zdaniem kolejne obniżki stóp procentowych nie odwrócą spowolnienia. Zmienić to mogą porozumienie USA-Chiny lub pakiety fiskalne w Europie.

Ze spółek

Finanse

Najważniejszym wydarzeniem ostatniego czasu był wyrok TSUE w sprawie kredytów walutowych. Chociaż wyrok jest negatywny to uważamy, że obecnie nie dotknie całego rynku, a wymierny negatywny wpływ będzie miał jedynie na Millennium i Santander. Dlatego też uważamy, że banki bez klauzul abuzyjnych, takie jak PKO czy PEO, mogą zyskiwać w najbliższych miesiącach. Niemniej jednak, widmo anulowania kredytów hipotecznych w Polsce będzie nadal towarzyszyć polskiemu sektorowi i dlatego ponawiamy naszą rekomendację, aby przeważać sektor banków z regionu CEE.

Chemia

Naszym zdaniem obecnie perspektywy Ciech wyglądają lepiej niż Grupy Azoty. Słaby PLN do USD sprzyja polskim spółkom chemicznym.

Paliwa

Sprzyjające makro w rafinerii i w obszarze detalicznym powinno zaowocować mocnym wynikiem w sektorze paliwowym, a najciekawiej pod tym względem wygląda PKN. Nadal utrzymujemy pozytywny scenariusz dla gazu i PGNiG.

Energetyka

Pozytywne rozliczenie rekompensat za zamrożenie cen energii i mocny CF za 2Q nie zmieniły sentymentu do sektora. Nadal uważamy, że perspektywy dla wyników i bilansów na kolejne okresy uzasadniają pozytywne podejście do sektora.

Telekomunikacja, media, IT

Liczymy na wzrosty notowań PLY w październiku'19. Zwracamy uwagę na naszą prognozę dobrych wyników za 3Q'19 w OPL. Pomimo spadku notowań CPS we wrześniu, wciąż mamy negatywne podejście do spółki. Wśród spółek IT polecamy ASE i CMR. Zwracamy uwagę na niską wycenę AGO, spółka jest naszym zdaniem atrakcyjnie wyceniona.

Przemysł, surowce

Sentyment do spółek przemysłowych nadal pozostaje pod presją rosnących kosztów wynagrodzeń i energii. Wśród naszych faworytów pozostają Astarta, Cognor, Famur, Kruszwica i TIM. Unikilibyśmy AC, Boryszew i Kernel. Osłabienie PLN do USD sprzyja spółkom wydobywczym oraz Famur i Stalprodukt, a z kolei niekorzystnie wpływa na Apator i Grupę Kęty. Po przecenie odbicie w październiku może zaliczyć JSW.

Deweloperzy

W 2Q rentowność spółek utrzymywała się na stabilnym wysokim poziomie. Z uwagi na niską bazę oczekujemy, że w 3Q spółki z GPW i Catalyst pokażą płaski/niewielki wzrost sprzedaży lokali. Utrzymujemy selektywne nastawienie do sektora, w tym nie zmieniamy naszego pozytywnego nastawienia do Atalu (mocna oferta, mocne dynamiki sprzedaży).

Handel

Sprzyjająca pogoda we wrześniu wspierała poprawę wyników spółek odzieżowych i obuwniczych. Niska baza w październiku powinna sprzyjać dalszej poprawie wyników (przy założeniu normalnych warunków pogodowych). W październiku preferowalibyśmy CCC oraz VRG.

Kluczowe rekomendacje

Pozytywne: AST, CEZ, CIE, CCC, COG, ENA, ENG, FMF, JSW, KSW, MOL, PGE, PGN, TIM, TPE, VRG

Negatywne: ACG, BRS, KER, LTS, EUR

Indeksy	Kurs bieżący	1M	YTD
WIG	55 980	-0,3%	-3%
ATX	2 923	+0,5%	+9%
BUX	39 827	+0,2%	+2%
PX	1 005	-2,2%	+6%
Indeksy sektorowe WIG		1M	YTD
WIG20	2 121	+1,0%	-4%
mWIG40	3 598	-5,0%	-5%
sWIG80	11 403	-1,9%	+11%
Banki	6 877	-1,3%	-8%
Budownictwo	1 884	-4,4%	-2%
Chemia	8 025	-16,0%	-14%
Energia	1 909	-0,6%	-21%
Gaming	15 842	-5,1%	+60%
Górnictwo	2 487	-5,3%	-27%
Informatyka	2 369	-3,8%	+19%
Media	5 115	+0,3%	+13%
Nieruchomości	2 307	-0,3%	+21%
Odzież	5 448	+5,0%	-10%
Paliwa	7 388	+12,0%	-8%
Spożywczy	3 063	-3,6%	-9%
Telekomunikacja	766	-8,5%	+24%
Top 5 / Worst 5		1M	YTD
Getin Holding	1,31	+41,8%	+93%
Datawalk	54,00	+39,9%	+117%
Idea Bank	2,64	+36,1%	+9%
Ergis	3,12	+22,8%	+32%
Stelmet	7,90	+17,9%	+9%
Braster	0,98	-25,7%	-51%
Elektrobudowa	5,72	-29,2%	-78%
Rafako	0,90	-31,8%	-48%
Ursus	0,62	-46,2%	-59%
Work Service	0,82	-50,5%	-45%

Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
Alumetal	równoważ ▲	-
AmRest	akumuluj ▼	48,00 PLN ►
Grupa Azoty	trzymaj ►	34,09 PLN ▼
Grupa Kęty	trzymaj ►	298,64 PLN ▼
ING BSK	trzymaj ▼	197,53 PLN ►
Jeronimo Martins	trzymaj ▲	14,30 EUR ►
Kernel	redukuj ►	40,76 PLN ▼
Kruszwica	przeważaj ►	-
LPP	trzymaj ▼	8500 PLN ►
Millennium	redukuj ▼	5,18 PLN ▼
MOL	kupuj ▲	3258,00 HUF ►
Santander BP	trzymaj ►	276,55 PLN ▼
Stelmet	trzymaj ►	8,10 PLN ▲
Tarczyński	równoważ ►	-

Spis treści

1. Rynek akcji	3
2. Sektory	5
3. Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu	8
4. Zaskoczenia na wynikach spółek w poszczególnych kwartałach	9
5. Prognozy i rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku na tle konsensusu	12
6. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku	13
7. Statystyki rekomendacji	15
8. Kalendarium wydarzeń	16
9. Makroekonomia	17
10. Finanse	18
10.1. Alior Bank	18
10.2. Handlowy	19
10.3. ING BSK	20
10.4. Millennium	21
10.5. Pekao	22
10.6. PKO BP	23
10.7. Santander Bank Polska	24
10.8. Komercni Banka	25
10.9. Moneta Money Bank	26
10.10. Erste Bank	27
10.11. RBI	28
10.12. OTP Bank	29
10.13. PZU	30
10.14. Kruk	31
10.15. 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. Deweloperzy	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
17.7. VRG	69

Rynek akcji

Nakreślony przez nas scenariusz makro (dalsze spowolnienie światowej gospodarki, negatywne zaskoczenia po publikacji wskaźników wyprzedzających) realizuje się. W dalszym ciągu rynek pracy i rynek nieruchomości w USA pozostają w dobrej kondycji. W połączeniu z optymistycznymi oczekiwaniami co do przyszłorocznych wyników spółek (EPS +10%), podtrzymuje to pozytywny sentyment inwestorów do rynku akcji i chroni przed dyskontowaniem recesji. Ponadto, w komentarzach nadal pojawia się wiara w możliwe porozumienie handlowe USA-Chiny jeszcze w tym roku, co byłoby pozytywnym impulsem dla gospodarki. Reasumując, inwestorzy wierzą, że podobnie jak w spowolnieniach w 2012 i 2016 r. amerykańska gospodarka nie wejdzie w recesję. Naszym zdaniem miejsca na dalsze spadki ISM/PMI nie ma. Kolejne obniżenie się wartości wskaźników oznacza potwierdzenie, że gospodarka zaczyna się kurczyć. W tym przypadku dla strefy euro istotną informacją jest nałożenie przez USA ceł na wybrane towary, jako odwet za subsydiowanie Airbusa. Podtrzymujemy również opinię, że w obecnej sytuacji porozumienie USA-Chiny jest mało prawdopodobne. Dodatkowym czynnikiem ryzyka pozostaje BREXIT. Elementem, który mógłby zmienić ten pesymistyczny obraz jest decyzja o rozpoczęciu stymulacji fiskalnej przez największe kraje europejskie – w szczególności przez Niemcy. Decyzję taką musiałyby jednak poprzedzać kolejne bardzo słabe dane makro.

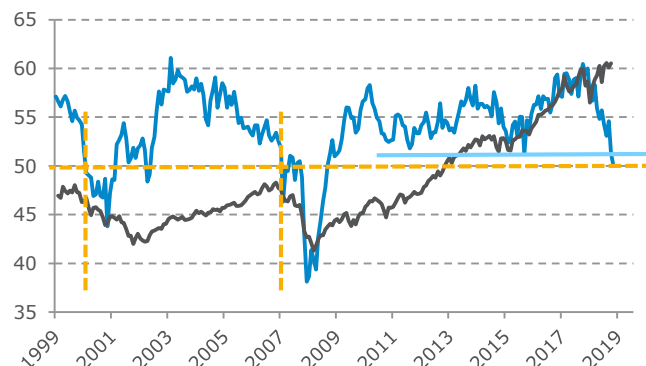
Na GPW sytuacja nie ulega zmianie. Przy słabnącym makro (w ślad za otoczeniem zewnętrznym) GPW pozostaje podatna na ruchy globalnego kapitału kierowanego przede wszystkim do funduszy ETF. Pierwsze środki napływające już do PPK mają wydźwięk symboliczny i nie mają wpływu na rynek akcji. Czynnikiem ryzyka jest tu jednak informacja o poziomie partycypacji. Jeżeli dla pierwszej grupy przedsiębiorstw wchodzących do programu (zatrudnienie 250+) poziom partycypacji ukształtuje się poniżej 50% będzie to duże rozczarowanie. Długo oczekiwany (i dyskontowany) wyrok TSUE jest negatywny dla banków, przy czym przed nami okres, w którym inicjatywę będą przejmowały sądy... a to potrwa i daje sektorowi możliwość odreagowania ostatnich spadków.

ISM w centrum uwagi

W ostatnich tygodniach dominowało przekonanie o tym, że w obecnym cyklu FED obniża stopy procentowe z wyprzedzeniem, co w efekcie pozwoli uniknąć recesji. Lepsze od oczekiwań dane z rynku nieruchomości czy dane o nowych zamówieniach w przemyśle dały nadzieję na to, że dalsze spowolnienie zostało zatrzymane. Wrześniowe zapowiedzi Powella o braku automatyzmu w obniżkach na rzecz monitorowania bieżących danych potwierdzało niezłą kondycję gospodarki. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami (wrześniowy raport miesięczny) zimnym prysznicem dla inwestorów były kolejne odczyty ISM – zarówno dla przemysłu, jak i usług. O tym, że przemysł ma problem inwestorzy wiedzieli od dawna, jednak pogorszenie oczekiwań w usługach budzi duże obawy o utrzymanie skłonności amerykańców do konsumpcji (75% PKB). ISM przemysłowy na poziomie 47,8 pkt (49,1 poprzednio) i usługowy równy 52,6 pkt (56,4 poprzednio) nie wskazują jeszcze na recesję w całej gospodarce. Zwracamy jednak uwagę, że zagregowany ISM (25% przemysł, 75% usługi) osiągnął właśnie 51,25 pkt, tj. znalazł się na poziomie dołków mini-cykłów z lipca 2012 i sierpnia 2016. W obu przypadkach

S&P500 realizował co najwyżej lokalną korektę w trendzie wzrostowym. Dalszy spadek wskaźników wyprzedzających będzie oznaczał, że gospodarka weszła w najsłabsze momentum od 2009 roku. Patrząc na historię ostatnich 20 lat, dopiero spadek zagregowanego ISM poniżej 50 pkt oznaczał wejście S&P500 w okres długotrwałych spadków.

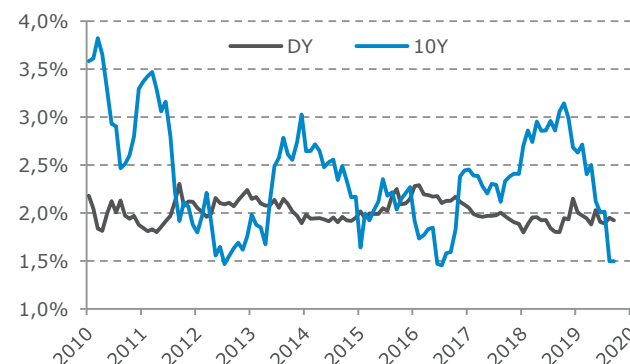
Zagregowany ISM na tle S&P500



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Dlaczego S&P500 nadal notowany jest zaledwie 4% od historycznego szczytu, mimo wyraźnego spowolnienia makro? Przede wszystkim słabe odczyty PMI wywołały gwałtowną zmianę oczekiwań na obniżkę stóp procentowych (0,25%) już na październikowym posiedzeniu FOMC (prawdopodobieństwo powyżej 80%). FED przyzwyczał inwestorów, że będzie wspierał rynek akcji jeśli ten wejdzie w okres spadków. W komentarzach pojawia się nawet sformułowanie „Powell put”. Po drugie, na razie słabsze odczyty makro nie przenoszą się na oczekiwane wyniki spółek. Prognozowany na przyszły rok wzrost EPS nadal utrzymuje się na poziomie 10%. Oznacza to, że inwestorzy nadal wierzą, że spółki będą w stanie generować wysoki poziom FCF, który pozwala utrzymać wysoką dochodowość z akcji (dywidendy, skupy akcji). Ta w zestawieniu ze spadkiem rentowności obligacji 10Y do zaledwie 1,5% nadal podtrzymuje wyceny poszczególnych spółek.

Rentowność 10Y obligacji vs. DY dla indeksu S&P500



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Po trzecie część inwestorów zakłada, że w październiku (10-11, Waszyngton) możliwe jest osiągnięcie „mini” porozumienia na linii USA-Chiny. Miałoby to realne przełożenie na globalne makro (zmniejszenie niepewności biznesowej, nawet przy utrzymaniu dotychczasowych stawek celnych). Zgadza się z opinią, że nawet mało znaczące porozumienie (bez rozstrzygnięcia kluczowych kwestii związanych z wartością intelektualną czy dostępem do rynków) mogłoby zapoczątkować kolejną falę wzrostową na

indeksach (S&P500 – 3100+). Retoryka jaka pojawiłaby się w takim scenariuszu zakładałaby, że obecnie słabe makro to lokalny dołek kolejnego mini-cyklu, a kolejne miesiące przyniosą już poprawiające się odczyty. Podtrzymujemy również opinię, że taki scenariusz jest mało realny. Pogarszające się makro w USA i rosnąca presja dla giełdy działa na korzyść strony chińskiej. Dodatkowo, Trump będzie pod coraz większą presją ze strony toczącej się kampanii wyborczej jak również rozpoczętego procesu odsunięcia go od władzy (impeachment). W naszym bazowym scenariuszu zakładamy, że negocjacje zostaną przesunięte na dalszy termin. Jeżeli miałyby dojść do porozumienia w tym roku bardziej prawdopodobnym terminem jest listopad. 16 i 17 listopada ma dojść do spotkania Trumpa z Xi na szczycie APEC w Chile.

PMI w Europie pogłębiają spadki

Spowolnienie w przemyśle europejskim w coraz większym stopniu przekłada się na słabsze odczyty makro dotyczące usług i dotychczas relatywnie odpornego rynku pracy. PMI przemysłowy obniżył się z 47,0 do zaledwie 45,6 pkt, a „ten ważniejszy” – w usługach – z 51,9 do 50,4 pkt. Spowolnienie w obu segmentach gospodarki rozlewa się na wszystkie kraje Strefy. W tle tych negatywnych odczytów należy pamiętać o niedawnym wprowadzeniu ceł przez USA na wybrane

europejskie produkty przemysłowe i rolne (odpowiedź na dotacje dla Airbus) oraz październikowych decyzjach dotyczących BREXITU. Powody pesymizmu przedsiębiorców od miesięcy utrzymują się te same, a skoro nic nie zapowiada ich zniknięcia trudno zakładać odwrócenie obecnej stagnacji (recesja w Niemczech). Działania ECB, który nadal posiada w arsenale niewykorzystane argumenty takie jak skup długu bankowego czy TLTRO po ujemnych stopach proc. raczej tego obrazu nie zmieniają. Przełomowym momentem byłoby ogłoszenie przez Niemcy pakietu fiskalnego, co rynek próbował „rozgrywać” już w poprzednim miesiącu, jednak rząd w Berlinie dosyć szybko ostudził oczekiwania rynków w tym zakresie.

Pomimo silnej stymulacji fiskalnej krajowe makro również spowalnia. W ślad za danymi ze strefy euro, polski PMI w przemyśle obniżył się do poziomu 47,8 pkt, rozczarowują dane dotyczące sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej. Niepokoi szczególnie subindeks nowych zamówień, który spadł do 44,1 pkt. W efekcie nasi makroekonomiści obniżyli prognozę wzrostu PKB w przyszłym roku z 4,0 do 3,2%.

Michał Marczak

tel. +48 22 438 24 01

michal.marczak@mbank.pl

Sektory

Finanse

- Wyrok TSUE potwierdził zasadność naszej preferencji banków regionalnych w stosunku do banków polskich. Zgodnie z naszym bazowym scenariuszem sądy będą unieważniać umowy kredytowe, a strata sektora w ciągu najbliższych 7 lat powinna wynieść około 42 mld PLN, w tym przypadku zakładamy, że banki skutecznie pozwą klientów w sprawie nieodpłatnego korzystania z kapitału. Czarny scenariusz zakłada, że bankom nie udałoby się skutecznie pozwać klientów w tej sprawie przez co, strata wzrosłaby do 85 mld PLN. W przypadku, gdyby sądy uznały, że kredyty należałoby przewalutować po kursie udzielenia i utrzymać oprocentowanie w LIBORze, szacujemy stratę na 45,5 mld PLN. Po więcej szczegółów zapraszamy do naszego komentarza specjalnego z 3 października (<https://tinyurl.com/y55q7zbt>). W polskim sektorze bankowym preferujemy Handlowy, Pekao (brak istotnego portfela CHF) oraz PKO BP (silna pozycja kapitałowa pozwalająca zmierzyć się z problemem kredytów CHF).
- Preferujemy region od Polski. Uważamy, że banki w regionie CEE są obecnie znacznie bardziej atrakcyjne. Naszym top-pickami w regionie pozostają Moneta Money Bank oraz Erste Bank. W przypadku pierwszego banku uważamy, że dobre momentum makroekonomiczne będzie nadal odzwierciedlone w wynikach banku, zaś w przypadku Erste Banku uważamy, że guidance Zarządu jak i konsensus są znowu zbyt konserwatywne. RBI jest najmniej preferowanym przez nas bankiem, gdzie ryzyko inwestycyjne znajduje się na znacznie wyższym poziomie co spowodowane jest chociażby portfelem kredytów CHF w Polsce. Ponadto, RBI w dużej mierze uzależnione jest od biznesu w Rosji, który pomimo dobrych wyników waży na wycenie SOTP. Relatywnie niższy potencjał wzrostu widzimy także w OTP oraz Komerční Banka, który w przypadku KB wynika ze słabej dynamiki wyników, zaś w przypadku OTP ze stosunkowo silnego zachowania kursu.
- Słabnąca dynamika gospodarcza na świecie i w Europie oraz kolejne cięcia prognoz wzrostu gospodarczego, zrewidowały plany bankierów centralnych z początku roku. We wrześniu ECB zdecydował się uruchomić pełen pakiet działań mających na celu pobudzenie inflacji w strefie euro. Oprócz cięcia stóp procentowych, ogłoszono powrót do QE, a także wprowadzono tiernig. To ostatnie narzędzie pozwoli zmniejszyć koszty utrzymywania depozytów w banku centralnym około 4 mld EUR rocznie, czego częściowymi beneficjentami powinny być EBS i RBI.
- **Kluczowe rekomendacje:** Erste Group (kupuj), Moneta Money Bank (kupuj), OTP Bank, (kupuj), PZU (kupuj)

Chemia

- Widzimy ryzyko odbicia cen gazu na rynku, co negatywnie przekładałoby się na sentyment do Grupy Azoty. W 3Q'19 spółka będzie jeszcze dynamicznie poprawiać wyniki, ale od 4Q'19 baza porównawcza rośnie. Oczekujemy, że spółka w 2020 roku zanotuje spadek wyników, co przy dużym zadłużeniu przełoży się na pogorszenie nastrojów posiadaczy akcji.
- Spadające ceny węgla energetycznego i koksowego to ponad 50 mln PLN oszczędności dla Grupy Cech w 2020 roku. Przy odbijających w Azji cenach sody naszym zdaniem Grupa w kolejnym roku może zanotować poprawę wyników finansowych.
- Osłabienie PLN dla EUR jest pozytywne dla polskiej chemii. Notowania podstawowych surowców i produktów są odnoszone do USD, co przekłada się na wyższe marże przy osłabieniu PLN do USD.
- **Kluczowe rekomendacje:** Cech (kupuj)

Paliwa

- Ceny ropy Brent wróciły już w okolice 60 USD/Bbl po chwilowym wystrzale o ponad 10% spowodowanym atakami na instalacje uzdatniania surowca w Arabii Saudyjskiej. Okazało się, że proces przywracania pełnej zdolności eksportowej trwał krócej niż spekulowano, a nadal na horyzoncie straszą konsekwencje wojny handlowej i globalnego spowolnienia. IEA w swoim miesięcznym raporcie nie zdecydowała się jednak póki co na rewizję szacunków dla popytu.
- Zamieszanie po atakach w Arabii Saudyjskiej wpłynęło pozytywnie na marże rafineryjne obniżając podaż produktów (ograniczenia w dostawach ropy dotknęły przede wszystkim arabskie rafinerie), w szczególności diesla (problemy z dostępnością w basenie Morza Śródziemnego) i HSFO. Nie oczekujemy jednak, aby bieżące wysokie odczyty były do utrzymania w kolejnych tygodniach, tym bardziej że powoli będzie się kończył sezon przestojów remontowych w Europie i póki co poziomy Renu (5-letnie średnie) nie wskazują na możliwość powtórzenia problemów logistycznych sprzed roku.
- Marże petrochemiczne wróciły do negatywnych tendencji z uwagi na rosnącą presję podażową ze strony nowych instalacji i obawy o popyt w związku z osłabieniem globalnej koniunktury. Słabość rozlewa się szeroko po różnych kategoriach produktowych.
- Ceny spotowe gazu w Europie po mocnym odbiciu w połowie miesiąca straciły impet i na koniec września zamknęły się poniżej 12 EUR/MWh. Nowy kontrakt listopadowy oscyluje obecnie powyżej 16 EUR/MWh, ale na pewno kluczowe dla cen będą dane o zapasach (aktualnie magazyny wypełnione w 97%) i sygnały popytowe w miarę wchodzenia w sezon grzewczy. Kontrakt roczny utrzymuje się obecnie w okolicach 18,5 EUR/MWh i jest to w naszej opinii poziom odzwierciedlający parytet importu LNG z USA. Podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do cen gazu w średnim terminie. Liczymy na kolejne pozytywne sygnały z Chin (import w sierpniu wzrósł ponownie o 7%, ale dla poprawy sentymentu ta dynamika musi wrócić w okolice 15-20%).
- Zbliża się okres publikacji wyników za 3Q. Oczekujemy mocnych odczytów w obszarach downstream i pogorszenia r/r w sektorze E&P. Relatywnie najlepszych wyników spodziewamy się w PKN Orlen.
- **Kluczowe rekomendacje:** Lotos (sprzedaj), MOL (kupuj), PGNiG (kupuj)

Energetyka

- Ceny energii na rynku niemieckim po krótkim odbiciu wróciły w okolice 48 EUR/MWh na fali korekty CO2 (poniżej 25 EUR/t) i spadku cen węgla. Podtrzymujemy sceptyczne nastawienie do rynku uprawnień z uwagi na obserwowaną zamianę generacji węglowej na gazową w merit order.
- W Polsce ceny energii w kontrakcie rocznym odzwierciedliły spadek kosztów uprawnień i oscylują obecnie wokół 269 PLN/MWh (modelowa marża po kosztach CO2 dla elektrowni węglowej zintegrowanej pionowo w okolicach 172 PLN/MWh). Nadal wolumen obrotu na TGE jest niższy r/r (w samym wrześniu aż -26%), więc trudno wyrokować jak finalnie będzie wyglądać kontraktacja w końcu roku. Ceny spotowe po mocniejszych odczytach w sierpniu (średnio 267 PLN/MWh) spadły we wrześniu do 244 PLN/MWh.
- Kluczowym wydarzeniem była publikacja parametrów do kalkulacji rekompensat z tytułu zamrożenia cen energii i

ostatecznie okazało się, iż zrealizował się pozytywny dla sektora scenariusz i spółki poinformowały o pełnym pokryciu strat przez płatności z budżetu, przynajmniej do września (dla 4Q Ministerstwo Energii będzie jeszcze publikować wspomniane parametry).

- Istotnym katalizatorem w horyzoncie najbliższych miesięcy powinno być zatwierdzenie ostatecznej wersji polityki energetycznej kraju PEP40, którego spodziewamy się po wyborach parlamentarnych.
- Brak strat na zamrożeniu cen energii i korekta na cenach CO₂ (już 24 EUR/t) wspierały we wrześniu WIG-Energia, choć entuzjazm w miarę upływu czasu wygasał i ostatecznie indeks zamknął się na minusie. Jest to dla nas duże zaskoczenie, szczególnie ze perspektywy wyników i FCF w kolejnych okresach wyglądają obiecująco.
- **Kluczowe rekomendacje:** CEZ (akumuluj), Enea (kupuj), Energa (kupuj), PGE (kupuj), Tauron (kupuj)

Telekomunikacja, media, IT

- UKE zdecydował, że rozdysponowanie częstotliwości 5G odbędzie się w formie aukcji, nie przetargu (takie chęci urząd deklarował wcześniej).
- UKE zapowiedział też, że dystrybucja jednego bloku częstotliwości z zakresu 800 MHz będzie przeprowadzona w 2020 r. Na chwilę obecną nie mamy wiedzy czy pasmo będzie oferowane w drodze przetargu w trakcie aukcji. Należy pamiętać, że obecnie Orange Polska i T-Mobile kontrolują po 1/3 pasma 800 MHz, ewentualna wygrana któregoś z tych oznacza dużą przewagę rynkową (kontrolę połowy zakresu w rękach jednego gracza). Zakładamy, że regulator nie zgodzi się na takie rozwiązanie. Spodziewamy się, że pasmo trafi w ręce Play, a cena za nie będzie dużo niższa niż w przypadku aukcji w 2015 r.
- Marek Zagórki, szef resortu cyfryzacji, poinformował że widzi dużo argumentów za narodowym operatorem pasma 700 MHz. W modelu hurtowym zakres miałyby być udostępniony dla operatorów MVO. DO pomysłu podchodzimy pozytywnie, oznacza bowiem on brak aukcji 700 MHz i duplikujących się nakładów na budowę sieci 5G na terenach mało zurbanizowanych.
- Po tym jak PLY i OPL ogłosiły w 1H'19 podwyżki cen usług mobilnych CPS zapowiedział, że także zamierza podjąć podobny krok w 4Q'19. Podwyżki cen jednak w jeszcze nie nastąpiły. Podwyżki cen oznaczają w długim terminie poprawę wyników i naszym zdaniem ruch na polskich telekomach jest uzasadniony, jednak przestrzegamy przed nadmiernym optymizmem. Polska telekomunikacja mobilna pozostaje sektorem czterech graczy, a wpływ wyższych cen będzie widoczny w wynikach dopiero po kilku kwartałach.
- Po tym jak premier Mateusz Morawiecki i wiceprezydent USA Mike Pence podpisali deklarację dotyczącą bezpieczeństwa budowania sieci 5G. Ministerstwo Cyfryzacji poinformowało że nie zamierza wykluczać żadnych dostawców z przetargów na sprzęt RAN 5G
- UKE opublikował decyzje regulujące dostęp do infrastruktury budynkowej należących do sześciu operatorów: Netia, UPC Polska, Multimedia Polska, Vectra, TOYA i INEA. 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.

- Agora obniżyła prognozę wzrostu rynku reklamy w 2019 roku do 1,5-3,5 p.p. z 2,5-4,5 p.p. wcześniej - podała spółka w raporcie półrocznym. Agora szacuje, że wydatki reklamowe w największym kanale - telewizji - wzrosną o 0,5-2,5 p.p., a w drugim najbardziej popularnym wśród reklamodawców mediów - Internecie - będą wyższe o 5-8 p.p. Reklama radiowa ma wzrosnąć o 1-3 p.p., reklama zewnętrzna o 2-4 p.p., natomiast wydatki reklamowe w czasopiśmie mają spaść o 8-10 p.p., a w dziennikach o 11-13 p.p. Najmniejszy segment reklamy, kino, ma wzrosnąć o 3-5 p.p.
- We wrześniu'19 WIG Info spadł o 2,1%. Tym samym indeks spółek IT był gorszy od szerokiego rynku (7,2p.p. vs. WIG). WIG Info był także gorszy od MSCI IT EU (różnica rzędu 7,6 p.p.). Mediana P/E 12M fwd dla spółek IT wynosi obecnie 13,4x i jest 10,6% poniżej historycznej średniej z 3 lat.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Asseco SEE (przeważaj), Comarch (kupuj), Cyfrowy Polsat (redukuj), Orange Polska (kupuj), Play (kupuj), Agora (kupuj)

Przemysł

- W 2Q'19, aż 50% spółek zanotowało spadek wyników r/r, a 44% wzrost r/r. Z kolei 47% spółek w 2Q'19 podało lepsze od oczekiwań wyniki i 29% – gorsze od oczekiwań. Przy wynikach warto zwrócić na ostrożniejsze podejście zarządów co do rozwoju koniunktury w branżach (przykłady KTY, MGT, STL czy TIM). Zarządy obawiają się presji ze strony kosztów pracy oraz energii elektrycznej. Branża drzewna oczekuje wzrostu kosztów nabycia drewna w 2020 roku. Część ze spółek już w 2Q'19 zdecydowała się na zaksięgowanie przysługujących rekompensat wyższych kosztów energii za 1H'19 (BRS, COG, PKP).
- Obecnie wśród najpłynniejszych spółek nadal najbardziej przekonani jesteśmy do inwestycji w Famur (wyraźny wzrost wyników R/R w 2H'19; niska wycena na 2020 rok, duża zdolność generowania gotówki). Wśród mniejszych spółek, polecamy Astartę (deficyt cukru na Ukrainie przekłada się pozytywnie na ceny cukru), Cognor (17% DYield w X'19), Kruszwica (dobre zbiory rzepaku w Polsce w 2019 roku, poprawa marży modelowych na tłoczeniu oraz ponad 8% DYield w 2020 i 2021) i TIM (dynamiczna poprawa wyników w 2019 roku).
- Unikaliibyśmy akcji: AC (oczekujemy słabych wyników za 3Q'19, jako konsekwencja trudnej sytuacji na największym rynku zagranicznym – Rosji) i Boryszew (wysoka inflacja kosztów, wysokie zadłużenie bliskie kowenantów bankowych, wyzwaniem nowa norma w Automotive EURO 6 Temp).
- Podnosimy nasze pozycjonowanie dla Alumetal (z niedowazaj do równoważ po wyraźnym spadku kursu oraz odbiciu marży na podstawowych stopach we wrześniu). Podnosimy nasze prognozy dla Kruszwicy z uwagi najlepsze wyniki 2Q'19 (EBITDA'19 z 137 mln PLN do 160 mln PLN). Korygujemy po słabych wynikach za 2Q'19 nasze prognozy dla Grupy Tarczyński (EBITDA'19 z 69 mln PLN do 59 mln PLN).
- Podwyższamy naszą wycenę dla Grupy Stelmet. Naszym zdaniem nie warto brać udziału w wezwaniu ogłoszonym przez głównego akcjonariusza.
- Osłabienie PLN do USD pozytywnie przekładać się może na wyniki Famur (wzrost konkurencyjności i rentowności eksportu) oraz Stalprodukt (wzrost wyników w wydobyciu cynku). Negatywnie wpływa na Apator (spółka około zakupuje sterowniki w USD za kwotę około 30-50 mln PLN rocznie) oraz Grupę Kęty (wzrost kosztów aluminium w PLN, negatywny wpływ na segment systemów aluminiowych).

- Umocnienie UAH do EUR i USD pozytywnie przekłada się na Astartę, które posiada znaczące zadłużenie w walutach obcych i już w 3Q'19 zanotuje wysokie dodatnie różnice kursowe i spadek zadłużenia netto w UAH. Negatywnie z kolei umocnienie UAH przekłada się na rentowność eksportowej działalności Kernel (ponad 90% produkcji Spółki to eksport).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** AC (niedoważaj), Astarta (przeważaj), Boryszew (niedoważaj), Cognor (akumuluj), Famur (kupuj), Kernel (redukuj), Kruszwica (przeważaj), TIM (przeważaj)

Wydobycie

- Spółki wydobywcze znajdują się pod negatywnym wpływem eskalacji konfliktu handlowego na linii USA-Chiny. Spadek cen zaliczyły nie tylko metale przemysłowe, ale również ruda żelaza i węgiel koksujący. Rynek w październiku uważnie będzie się przyglądał rezultatom negocjacji między USA a Chinami.
- W przypadku KGHM sentyment wokół akcji spółki pozostaje pod presją niskich cen miedzi oraz słabych wyników sprzedażowych za lipiec i sierpień.
- Osłabienie PLN do USD pozytywnie przekłada się na wyniki spółek wydobywczych. Największym tego beneficjentem będzie JSW, a w dalszej kolejności KGHM. W przypadku JSW warto zwrócić uwagę, że jeśli założymy kurs walutowy na poziomie 4,0 PLN/USD w 2020 roku to przy średniej cenie węgla na poziomie 150 USD/t wynik EBITDA obniży się zaledwie o 100-150 mln PLN.
- Ceny węgla koksowego we wrześniu testowały poziom 130 USD/t. Na początku miesiąca te zaliczyły odbicie i podążają w kierunku 150 USD/t. Osiągnięcie tego poziomu wraz z oczekiwanymi dobrymi wynikami produkcyjnymi JSW za 3Q'19 powinny przekładać się pozytywnie na sentyment do akcji mocno przecenionej spółki.
- **Kluczowe rekomendacje:** JSW (kupuj)

Deweloperzy

- Sprzedaż mieszkań za 3Q'19, którą spółki z GPW zaraportują w najbliższych dniach powinna być naszym zdaniem mniej więcej podobna (lub nieznacznie lepsza) do sprzedaży w 3Q'18 (efekt niskiej bazy) i porównywalna kw/kw. Sprzyjać temu powinna wyższa r/r oferta (wśród deweloperów GPW i Catalyst +14% r/r na koniec 2Q'19), przy czym wśród poszczególnych Spółek różnie będzie to wyglądało.
- Atal, który szeroko rozbudował swoją ofertę (+60% r/r na koniec 2Q'19 vs. pozostałe spółki 6%), pokazał bardzo dobre dynamiki sprzedaży (+37% r/r), drugi raz w tym roku podnosząc cel sprzedaży, tym razem do 3,000 mieszkań. Mocny wzrost sprzedaży będący następstwem

istotnego zwiększenia oferty jest także udziałem Echo (+81% r/r).

- Zwracamy uwagę na niską wycenę 1AT, po spadku o około 6% we wrześniu. Wycena spółki na poziomie P/E'19-21 ~7,5x oraz DYield średnio ~12,0% jest według nas atrakcyjna, tym bardziej biorąc pod uwagę bardzo dobrą sprzedaż, która sprzyja mocnym wynikom na lata 2020-21.
- **Kluczowe rekomendacje:** Atal (akumuluj)

Handel

- **AmRest** 2Q'19 zaraportował przyspieszenie poprawy sprzedaży porównywalnej względem poprzednich kwartałów. Pozytywne trendy w sprzedaży przełożyły się na wysokie tempo wzrostu EBITDA (+26,9% R/R). Oczekujemy utrzymania wysokiej dynamiki poprawy wyników 3Q'19 wspieranej efektem bazy oraz konsolidacją Sushi Shop. Po wzroście kursu spółki obniżyliśmy rekomendację dla spółki z kupuj do akumuluj.
- Kurs **CCC** cechował się istotną zmiennością we wrześniu. Inwestorzy pozytywnie zareagowali na dobrą dyscyplinę kosztów SG&A w 2Q'19 oraz deklarację zarządu dotyczącą skoncentrowania się na poprawie rentowności spółki w kolejnych kwartałach. Zaraportowane wstępne wyniki za 3Q'19 były poniżej oczekiwań rynkowych, jednak potwierdziły dobrą utrzymanie dobrej dyscypliny kosztowej kolejny kwartał z rzędu. Naszym zdaniem potencjalna dobra sprzedaż w październiku (najważniejszy miesiąc pod względem wyniku) wspierana przez efekt bazy oraz utrzymana dyscyplina kosztowa powinny pozytywnie przełożyć się na rezultaty spółki w 4Q'19.
- Kurs **LPP** istotnie wzrósł po publikacji finalnych wyników za 2Q'19, które były wyższe niż wstępne wyniki. Spółka zapowiedziała również przyspieszenie tempa ekspansji powierzchni sprzedażowej ze względu na zwiększenie planu otwarć dla marki Sinsay. Na początku października spółka zaraportowała wstępne dane za 3Q'19, które były poniżej naszych oczekiwań głównie ze względu na wyższe koszty SG&A. Naszym zdaniem wysoka dynamika kosztów będzie utrzymana w kolejnych kwartałach, co dodatkowo powinno być napędzane przez efekt bazy. Uwzględniając wzrost kursu obniżyliśmy rekomendację dla spółki z kupuj do trzymaj.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** AmRest (akumuluj), CCC (kupuj), Eurocash (redukuj), Jeronimo Martins (trzymaj), LPP (trzymaj), VRG (kupuj)

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

vs.	2016				2017				2018				2019				+/=
konsensus	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	
in minus	12	17	12	9	19	16	10	12	15	23	12	16	173				
brak zaskoczeń	26	19	25	25	28	23	36	19	25	22	26	24	298				
in plus	20	23	21	26	15	24	19	34	25	20	27	26	280				
liczba spółek	58	59	58	60	62	63	65	65	65	65	65	66	751				
in minus	21%	29%	21%	15%	31%	25%	15%	18%	23%	35%	18%	24%	23%				
in plus	34%	39%	36%	43%	24%	38%	29%	52%	38%	31%	42%	39%	37%				

vs.	2016				2017				2018				2019				+/=
r/r	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	
in minus	25	20	23	22	19	23	28	18	21	23	22	29	273				
brak zaskoczeń	5	5	5	9	13	2	9	11	11	8	10	11	99				
in plus	33	38	36	34	34	41	29	37	34	35	34	28	413				
liczba spółek	63	63	64	65	66	66	66	66	66	66	66	68	785				
in minus	40%	32%	36%	34%	29%	35%	42%	27%	32%	35%	33%	43%	35%				
in plus	52%	60%	56%	52%	52%	62%	44%	56%	52%	53%	52%	41%	53%				

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

Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu

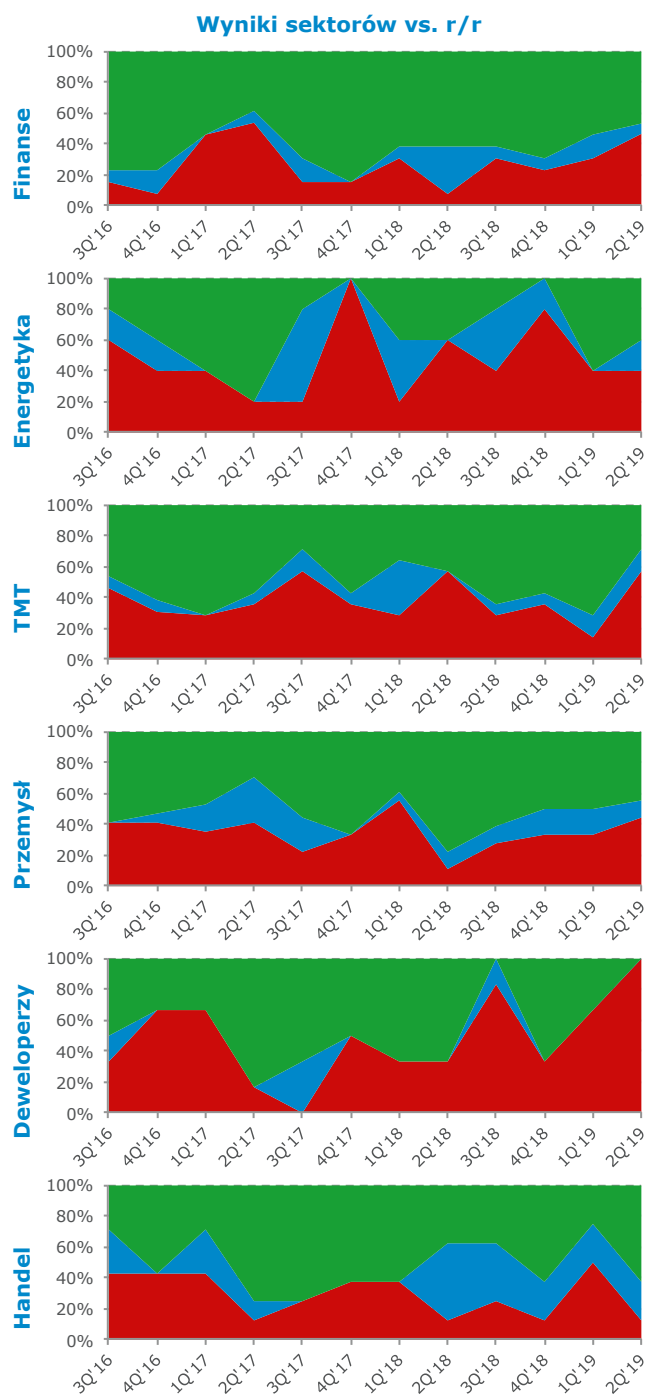
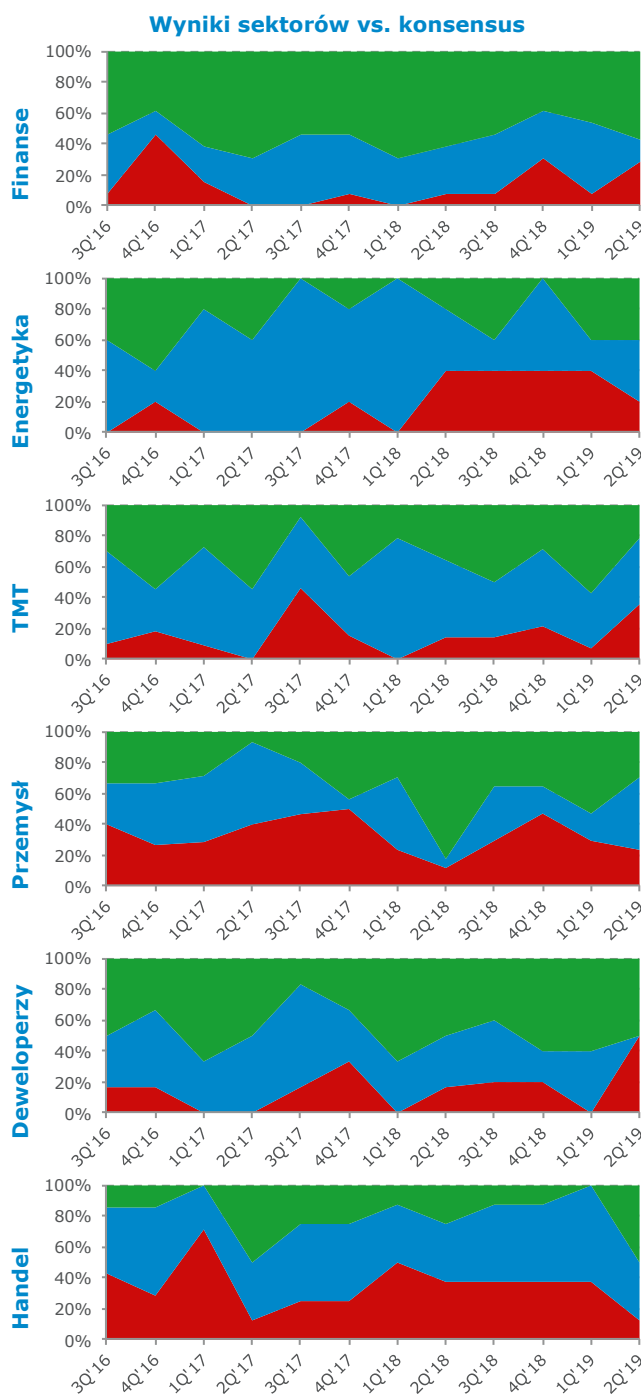
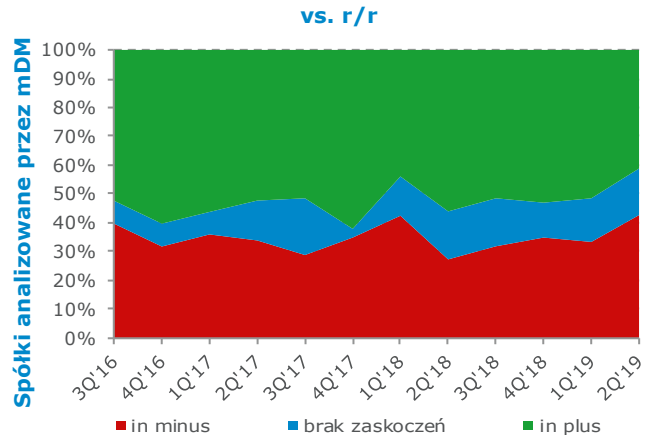
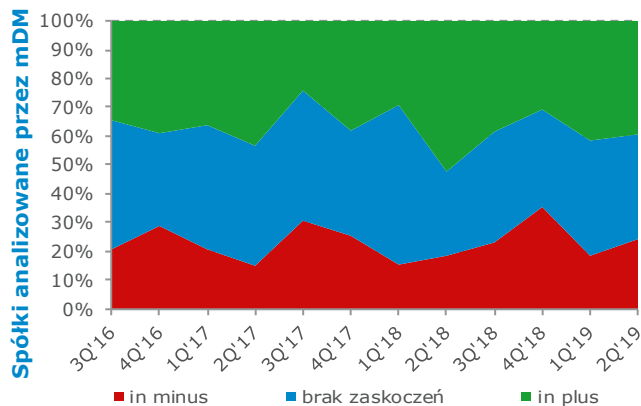
Sektor		Rynek polski	Rynek amerykański	Rynek niemiecki
Banki	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	PKO, PEO, KRU	MS US, BLK US	PBB GY
	Spółki na minus	MIL		
	Kluczowe katalizatory:	Oczekiwane dobre wyniki za 3Q, wyrok TSUE	Oczekiwane lepsze wyniki za 3Q, wyższa zmienność	Niskie rentowności vs elementy osłowne polityki monetarnej
Chemia	SENTYMENT	NEUTRALNY		NEUTRALNY
	Spółki na plus	CIE		ACT GY, EVK GY, LXS GY
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:	Spadek cen surowców		
Deweloperzy	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	
	Spółki na plus	1AT	FPH US, KBH US	
	Spółki na minus	PND	TPH US	
	Kluczowe katalizatory:	Względna stabilizacja kosztów wykonawstwa, rosnące ceny mieszkań	Przyspieszenie liczby rozpoczętych budów domów, niskie stopy procentowe	
Energetyka	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	ENA, ENG, PGE, TPE	NRG US, VST US	EOAN GY
	Spółki na minus		ED US	UN01 GY
	Kluczowe katalizatory:	Publikacja strategii PEP40 po wyborach, poprawa CF w 2H	Atrakcyjne wyceny przepływów pieniężnych	
Handel, Konsument	SENTYMENT	Pozytywny	POZYTYWNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	CCC, VRG	NKE US, LULU US, ULTA US, BURL US	ADS GY
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:	Mocne momentum, niska baza w październiku	Wzrost sprzedaży, mocne momentum	Oczekiwany wzrost sprzedaży w 2H
Paliwa	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY	
	Spółki na plus	PGN, PKN	MPC US, PSX US, VLO US, CXO US, SLB US, COP US	
	Spółki na minus	LTS		
	Kluczowe katalizatory:	Mocne wyniki za 3Q i oczekiwane odbicie cen gazu	Umacnianie się marży brutto, rekordowo niskie wyceny	
Przemysł	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEUTRALNY	NEGATYWNY
	Spółki na plus	AST, COG, FMF, KSW, STP, TIM	CAT US, ETN US	NDX1 GY, SIE GY, RHM GY, KGX GY
	Spółki na minus	ACG, BRS, KTY		AAG GY, G1A GY, KRN GY
	Kluczowe katalizatory:	Wzrost kosztów	Niepewność związana z wojną handlową, słabnące dane makro	
Przemysł wydobywczy	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEGATYWNY	NEGATYWNY
	Spółki na plus	JSW		MNOD LI
	Spółki na minus			ANG JS, ANTO LN, BHP AU, RIO LN
	Kluczowe katalizatory:	Oslabienie PLN/USD	Kontynuacja spadków cen rudy żelaza, wzrosty cen niklu	
Segment automotive	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus		APTV US, GM US, CRNC US	VOW3 GY
	Spółki na minus	AML, BRS, SNK	TSLA US, ALV US	BMW GY, ZIL2 GY, LEO GY, SFQ GY
	Kluczowe katalizatory:	Nowa norma EURO 6 Temp	Obecnie dobra sprzedaż (dane za sierpień), kwestie regulacyjne	
Technologie, Media	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	ASE, CMR	ADBE US, COUP US, CRM US, MA US, PYPL US	SAP GY, WDI GY, VAR1 GY, TC1 GY
	Spółki na minus		MGI US, SQ US	CYR GY
	Kluczowe katalizatory:		Popyt na usługi w chmurze	
Telekomy	SENTYMENT	NEUTRALNY		POZYTYWNY
	Spółki na plus	PLY, OPL		DTE GY, FNTN GY
	Spółki na minus	CPS		O2D GY
	Kluczowe katalizatory:			Technologia 5G

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

vs.	2016		2017				2018				2019		+/=
konsensus	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	
Finanse													
Alior Bank	+	+	-	+	+	+	=	+	=	=	=	-	83%
Handlowy	-	-	-	+	+	=	+	+	-	-	-	-	50%
ING BSK	+	-	+	=	=	=	=	-	=	+	+	+	83%
Millennium	=	+	+	=	+	=	+	+	=	+	+	+	100%
Pekao	+	+	+	=	+	+	=	=	+	+	=	=	100%
PKO BP	+	-	+	+	+	=	+	=	=	=	=	+	92%
Santander BP	=	+	=	+	=	=	=	+	=	-	=	-	83%
Komercni	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	=	+	100%
Moneta	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	
Erste Group	=	-	=	+	=	+	+	+	+	+	+	+	92%
RBI	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	+	100%
OTP Bank	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	=	+	92%
PZU	=	+	+	=	=	+	+	=	+	=	+	=	100%
Kruk	+	-	+	+	=	-	+	+	+	-	+	-	67%
Skarbiec	=	-	=	+	+	+	+	=	+	+	=	+	83%
Chemia													
Ciech	=	+	=	=	=	+	=	+	=	-	=	=	92%
Grupa Azoty	=	-	+	-	=	-	=	-	-	+	+	=	58%
Paliwa													
Lotos	+	=	+	+	+	=	-	+	=	-	=	=	83%
MOL	=	-	+	+	-	=	=	=	+	+	=	+	83%
PGNiG	-	+	+	-	-	=	-	+	-	-	=	+	50%
PKN Orlen	=	+	=	=	-	=	=	-	=	+	=	+	83%
Energetyka													
CEZ	=	+	=	=	=	+	=	-	+	=	=	+	92%
Enea	+	+	=	+	=	=	=	-	=	=	+	+	92%
Energia	=	=	=	=	=	-	=	=	=	-	-	-	58%
PGE	+	-	=	=	=	=	=	=	-	-	-	=	67%
Tauron	=	+	+	+	=	=	=	+	+	=	+	=	100%
TMT													
Netia	=	+	=	=	+	+	=	=	=	=	=	+	100%
Orange PL	=	=	=	+	=	=	=	+	+	+	=	=	100%
Play	bd	bd	bd	bd	=	=	=	+	+	+	=	+	100%
Agora	=	+	=	+	+	+	=	+	+	=	+	-	92%
Cyfrowy	+	+	+	=	=	=	+	=	=	=	=	=	100%
Wirtualna	-	-	+	=	=	=	=	=	=	=	=	=	83%
Ailleron	bd	bd	bd	bd	-	+	=	=	-	-	+	-	50%
Asseco BS	=	=	=	=	=	+	=	=	+	+	=	=	100%
Asseco PL	+	=	=	=	-	=	+	+	+	+	=	=	75%
Asseco SEE	=	+	=	+	-	=	=	=	+	+	=	+	92%
Atende	bd	bd	bd	bd	bd	+	=	-	+	-	+	-	57%
Comarch	=	+	-	+	-	=	+	+	+	+	+	-	67%
11 bit studios	bd	+	+	+	-	bd	=	-	+	+	+	-	60%
CD Projekt	+	+	+	+	-	+	=	=	-	-	+	+	75%
Przemysł													
Alumetal	-	=	-	=	+	=	=	+	=	-	=	=	67%
Amica	=	-	=	=	-	+	-	+	+	+	=	=	75%
Apator	-	=	=	=	=	=	=	+	=	+	=	=	75%
Astarta	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	
Boryszew	+	-	+	-	+	-	=	-	-	-	-	-	42%
Cognor	bd	bd	bd	bd	bd	bd	+	+	=	-	-	+	67%
Ergis	+	+	+	=	=	=	+	+	=	=	=	=	33%
Famur	=	+	bd	-	=	+	+	+	+	+	+	+	91%
Forte	=	=	=	=	=	-	=	+	=	=	+	-	58%
Grupa Kęty	=	=	=	=	=	-	=	+	=	=	=	=	92%
JSW	-	=	+	+	=	=	=	+	=	-	+	+	58%
Kernel	+	-	-	=	=	+	=	-	+	+	-	=	50%
KGHM	+	+	+	=	=	=	+	+	=	-	+	=	83%
Kruszwica	+	+	+	-	=	=	+	+	+	+	+	+	75%
Mangata	-	+	=	=	=	=	+	+	+	-	+	=	58%
Pozbud	bd	bd	bd	bd	bd	bd	+	+	=	=	+	-	71%
Stelmet	=	=	=	=	=	+	=	+	+	=	+	+	67%
Tarczyński	-	+	=	=	+	+	+	+	+	+	+	+	83%
Deweloperzy													
Atal	+	=	+	+	-	-	=	+	=	+	+	-	75%
Dom Dev.	=	=	=	+	+	=	+	=	+	=	=	+	100%
Handel													
AmRest	=	+	-	+	+	+	-	-	=	+	-	+	67%
CCC	+	=	=	+	+	=	-	-	=	-	-	+	33%
Dino	bd	bd	bd	+	+	+	+	=	=	=	=	+	100%
Eurocash	-	-	-	=	=	-	=	=	-	-	=	=	42%
Jeronimo	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	100%
LPP	=	=	=	=	+	=	-	+	+	=	+	+	92%
Monnari	-	-	-	+	=	=	=	+	=	-	-	-	42%
VRG	-	-	-	=	=	=	=	=	=	=	=	=	58%

vs.	2016		2017				2018				2019		+/=
r/r	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	
Finanse													
Alior Bank	=	+	-	+	+	-	+	+	-	+	-	-	58%
Handlowy	+	+	-	-	+	+	+	+	-	-	-	-	50%
ING BSK	+	+	+	-	+	+	+	=	=	+	=	+	92%
Millennium	+	+	+	-	+	+	+	+	+	+	=	-	83%
Pekao	-	+	-	-	=	+	+	=	+	-	-	+	58%
PKO BP	-	+	=	=	+	+	+	+	+	+	+	+	83%
Santander BP	+	+	-	=	+	+	=	=	=	+	-	-	58%
Komercni	+	+	+	-	-	+	-	+	+	+	+	+	75%
Moneta											+		100%
Erste Group	+	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	67%
RBI													100%
OTP Bank	+	=	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
PZU	+	+	+	+	+	+	-	+	+	=	+	-	83%
Kruk	+	+	+	+	=	-	-	=	+	+	+	-	75%
Skarbiec	+	=	+	+	-	+	-	-	-	-	+	+	58%
Chemia													
Ciech	+	+	+	-	-	+	-	=	-	-	-	=	50%
Grupa Azoty	-	-	-	+	+	+	-	-	-	-	+	+	42%
Paliwa													
Lotos	+	+	+	+	+	-	-	+	=	+	+	=	83%
MOL	-	-	+	+	-	+	-	-	+	+	-	=	50%
PGNiG	-	+	+	=	=	=	-	+	+	-	-	-	58%
PKN Orlen	-	+	+	+	+	+	-	-	-	+	=	+	58%
Energetyka													
CEZ	-	-	-	-	-	-	-	-	+	=	+	+	33%
Enea	+	+	+	+	=	-	=	-	-	-	+	+	75%
Energia	=	=	+	+	=	+	+	+	=	-	-	-	58%
PGE	-	-	+	+	=	-	+	+	=	-	-	-	50%
Tauron	-	+	+	+	=	-	=	-	-	-	+	-	50%
TMT													
Netia	-	=	-	-	-	-	=	-	-	-	-	-	17%
Orange PL	-	-	-	=	-	+	=	-	-	+	=	=	58%
Play	bd	bd	+	+	+	+	-	-	-	-	+	+	60%
Agora	-	-	+	+	+	+	-	-	+	+	+	+	58%
Cyfrowy	+	+	+	+	-	-	=	-	=	=	=	=	75%
Wirtualna	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
Ailleron	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	67%
Asseco BS	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	92%
Asseco PL	-	-	-	-	-	-	+	+	+	+	+	+	42%
Asseco SEE	=	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
Atende	-	-	+	-	-	+	-	-	+	-	+	-	33%
Comarch	+	+	-	-	-	=	=	+	+	+	+	+	58%
11 bit studios	-	+	+	+	=	+	+	+	+	+	+	+	67%
CD Projekt	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	-	+	42%
Przemysł													
Alumetal	-	-	-	-	-	+	+	+	+	+	-	-	33%
Amica	+	=	-	=	-	-	-	+	+	+	=	+	67%
Apator	-	+	+	-	+	-	-	+	=	+	+	-	58%
Astarta							+	+	+	-	-	+	38%
Boryszew	+	-	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	42%
Cognor	+	+	+	=	+	+	+	+	+	+	-	-	75%
Ergis	+	+	+	=	=	=	-	=	-	-	=	=	58%
Famur	+	+	+	=	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
Forte	+	+	-	-	-	-	-	+	-	+	+	-	42%
Grupa Kęty	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	=	+	100%
JSW	-	+	+	+	+	+	-	=	=	=	=	-	67%
Kernel	+	-	-	-	-	-	-	+	+	+	-	+	42%
KGHM	+	+	+	+	+	=	+	+	+	-	+	-	67%
Kruszwica	-	+	=	=	=	+	+	+	+	+	+	+	92%

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



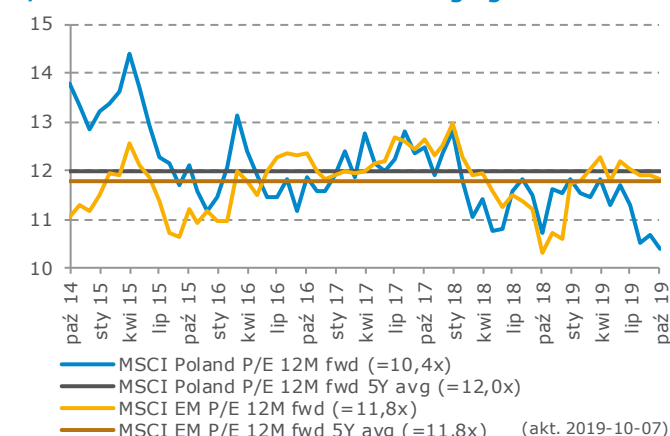
Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, Dom Maklerski mBanku

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

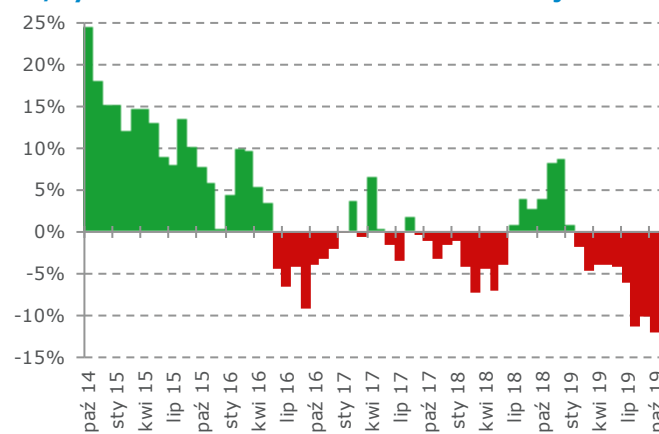
wrz 18=0	WIG30		Finanse		Paliwa		Energetyka		Handel		TMT		Chemia		Surowce	
	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM
paź 18	-2%	-8%	-2%	-5%	+0%	-2%	-4%	+0%	-1%	-5%	-8%	-15%	-18%	-36%	+5%	-40%
lis 18	-2%	-9%	-2%	-5%	+3%	-2%	-7%	+1%	-3%	-5%	-10%	-35%	-29%	-45%	+4%	-31%
gru 18	-4%	-9%	-3%	-5%	+1%	-2%	-8%	+1%	-4%	-6%	-11%	-35%	-29%	-45%	-3%	-31%
sty 19	-4%	-10%	-3%	-5%	+3%	-1%	-8%	-5%	-8%	-7%	-12%	-34%	-42%	-45%	-4%	-32%
lut 19	-5%	-11%	-4%	-5%	+1%	-6%	-9%	-5%	-9%	-7%	-19%	-34%	-10%	-9%	-3%	-32%
mar 19	-5%	-11%	-4%	-6%	-1%	-10%	-7%	-11%	-9%	-12%	-19%	-32%	-4%	-9%	+4%	-21%
kwi 19	-8%	-11%	-4%	-6%	-10%	-10%	-10%	-13%	-8%	-12%	-23%	-32%	-18%	+50%	+2%	-21%
maj 19	-8%	-11%	-5%	-8%	-13%	-13%	-6%	-1%	-12%	-17%	-23%	-27%	+8%	+90%	-2%	-27%
cze 19	-9%	-12%	-5%	-7%	-17%	-13%	-6%	-2%	-16%	-34%	-23%	-24%	+17%	+123%	-6%	-36%
lip 19	-10%	-12%	-6%	-9%	-18%	-7%	-5%	-2%	-18%	-34%	-22%	-23%	+30%	+123%	-8%	-36%
sie 19	-10%	-11%	-6%	-8%	-17%	-7%	-5%	-2%	-19%	-33%	-18%	-23%	+33%	+123%	-13%	-34%
wrz 19	-11%	-11%	-5%	-8%	-16%	-7%	-10%	-2%	-21%	-33%	-18%	-24%	+33%	+101%	-16%	-34%

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

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

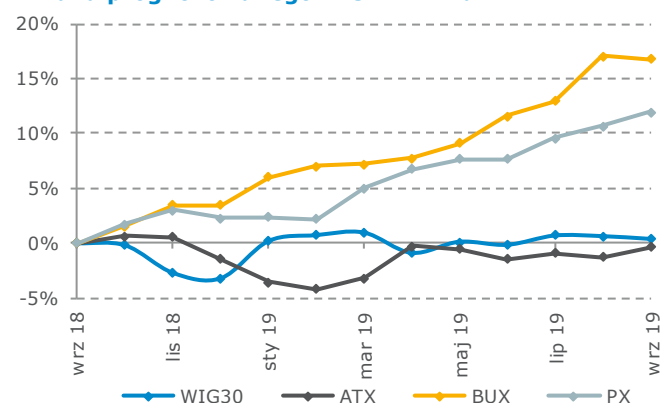


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku



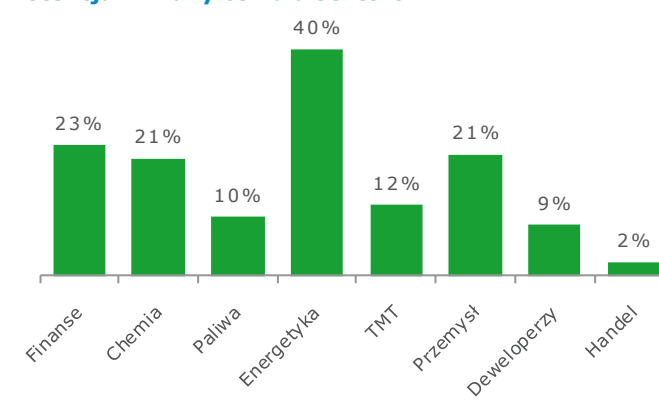
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Zmiana prognozowanego EPS 12M fwd



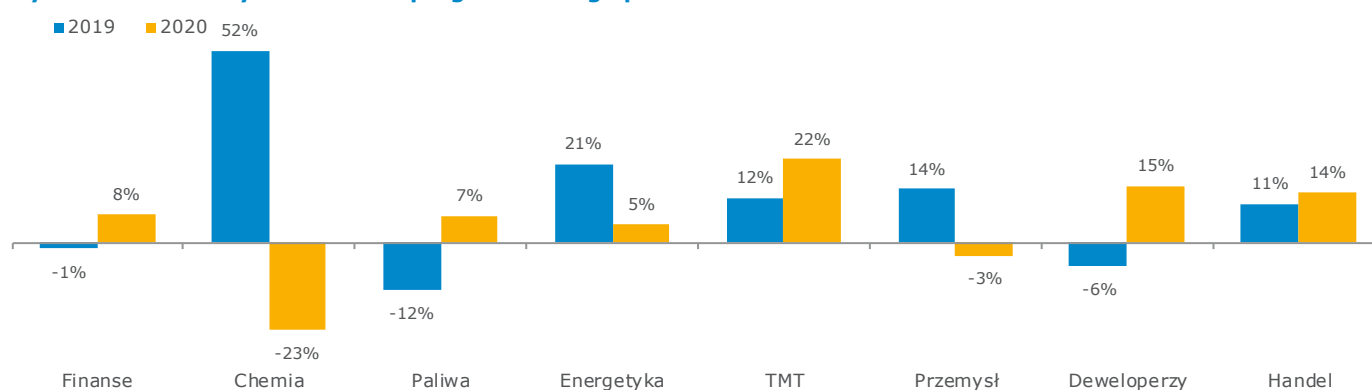
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

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	11	3	0	61,16	+18,2%	+15%	+13%	+20%				13
Handlowy	akumuluj	59,45	9	0	1	63,43	-6,3%	-7%	-3%	-2%				8
ING BSK	trzymaj	197,53	5	4	2	202,76	-2,6%	+2%	+1%	-0%				8
Millennium	redukuj	5,18	3	6	3	8,46	-38,8%	+13%	-43%	-63%				9
Pekao	kupuj	119,75	15	4	0	130,66	-8,3%	-1%	-2%	-4%				17
PKO BP	kupuj	47,17	9	8	1	43,62	+8,1%	+0%	-1%	-2%				15
Santander Bank Polska	trzymaj	276,55	6	8	1	367,59	-24,8%	-6%	-6%	-18%				11
Komercni Banka	kupuj	945,02	7	9	1	957,67	-1,3%	+1%	+1%	+3%				9
Moneta Money Bank	kupuj	94,33	12	2	0	95,10	-0,8%	+2%	+6%	+2%				9
Erste Group	kupuj	40,38	20	4	1	38,92	+3,7%	+0%	+4%	+6%				11
RBI	akumuluj	23,05	13	7	1	26,95	-14,5%	+0%	+3%	+7%				6
OTP Bank	kupuj	14 681	11	4	2	13 759	+6,7%	+3%	+8%	-				8
PZU	kupuj	43,38	6	6	0	45,47	-4,6%	+0%	+3%	+5%				8
Kruk	kupuj	213,65	2	3	2	153,67	+39,0%	-4%	-4%	-6%				5
Chemia														
Ciech	kupuj	42,03	8	3	0	53,76	-21,8%	-4%	-20%	-21%	-7%	-7%	-9%	8/8
Grupa Azoty	trzymaj	34,09	5	3	0	45,89	-25,7%	+4%	-72%	-72%	+1%	-26%	-25%	4/4
Paliwa														
Lotos	sprzedaj	72,31	11	2	1	98,54	-26,6%	-18%	-38%	-26%	-7%	-17%	-9%	12/11
MOL	kupuj	3 258,0	10	3	1	3 506,2	-7,1%	-22%	-24%	-10%	-5%	-7%	-0%	12/12
PGNiG	kupuj	6,33	2	6	2	5,37	+18,0%	+8%	+45%	+43%	+5%	+21%	+29%	9/9
PKN Orlen	trzymaj	92,82	6	10	2	104,48	-11,2%	-6%	-22%	-21%	-4%	-15%	-13%	15/14
Energetyka														
CEZ	akumuluj	597,80	7	7	2	593,95	+0,6%	+0%	-2%	-3%	+0%	-0%	+3%	9/9
Enea	kupuj	12,41	8	1	1	11,81	+5,1%	+16%	+7%	+4%	+8%	+3%	+1%	7/7
Energia	kupuj	12,67	1	8	2	7,67	+65,3%	+4%	-16%	-6%	+0%	-2%	+0%	6/6
PGE	kupuj	13,26	5	5	3	10,77	+23,1%	+18%	+4%	+14%	+11%	+2%	+7%	9/9
Tauron	kupuj	2,52	6	5	2	2,10	+20,1%	+9%	+11%	+3%	+1%	+6%	+0%	8/8
TMT														
Netia	trzymaj	4,70	4	2	2	4,78	-1,6%	-3%	-3%	-8%	-4%	-4%	-4%	5/5
Orange Polska	kupuj	7,50	2	10	3	6,38	+17,6%	+50%	+12%	+13%	+7%	+5%	+6%	6/12
Play	kupuj	33,10	6	4	3	31,40	+5,4%	-7%	-2%	-7%	+1%	+2%	+1%	11/11
Agora	kupuj	16,00	3	2	0	13,50	+18,5%	-	-	-	-6%	-0%	+4%	4/4
Cyfrowy Polsat	redukuj	24,15	4	8	2	29,16	-17,2%	+2%	+5%	+8%	+0%	-0%	-1%	10/8
Wirtualna Polska	trzymaj	61,50	7	1	0	70,89	-13,2%	-1%	+6%	+1%	+2%	+7%	+2%	5/4
Asseco Poland	trzymaj	50,80	2	6	0	60,00	-15,3%	-6%	-5%	-9%	+5%	+4%	-3%	4/4
Asseco BS	równoważ	-	0	3	0	29,30	-	-0%	+42%	-	-1%	+1%	-	4/3
Asseco SEE	przeważaj	-	4	0	0	22,17	-	-6%	-5%	-	-1%	-3%	-	5/5
Comarch	kupuj	231,00	5	0	0	225,95	+2,2%	+3%	-4%	-4%	+5%	+2%	-1%	4/4
11 bit studios	kupuj	518,00	8	1	0	472,81	+9,6%	-1%	+7%	-2%	+4%	+3%	+10%	6/6
CD Projekt	akumuluj	272,50	12	4	3	255,68	+6,6%	-29%	+28%	+63%	-44%	-4%	+22%	13/14
Przemysł														
AC	niedoważaj	-	2	1	1	50,80	-	-10%	-11%	-6%	-6%	-7%	-3%	4/4
Alumetal	równoważ	-	3	2	1	49,70	-	-3%	-19%	-21%	+1%	-11%	-16%	4/4
Amica	równoważ	-	2	3	0	138,20	-	+7%	+4%	+2%	+2%	-1%	-2%	5/5
Apator	równoważ	-	1	3	0	27,00	-	-2%	-1%	-1%	-1%	-3%	-3%	3/3
Astarta	przeważaj	-	3	2	0	28,72	-	-	+15%	-12%	-14%	-3%	+4%	3/3
Famur	kupuj	5,33	6	0	0	6,23	-14,5%	+67%	-5%	-30%	+3%	-6%	-19%	5/6
Forte	równoważ	-	2	3	3	29,83	-	-33%	-30%	-34%	-10%	-11%	-13%	5/5
Grupa Kęty	trzymaj	298,64	4	8	0	354,94	-15,9%	+2%	-16%	-20%	+2%	-11%	-16%	7/7
JSW	kupuj	39,29	4	3	4	48,25	-18,6%	-28%	-	-60%	-16%	-27%	-13%	8/7
Kemel	redukuj	40,76	4	1	1	59,15	-31,1%	+2%	-24%	-30%	-1%	-3%	+3%	4/3
KGHM	trzymaj	77,51	1	7	9	78,54	-1,3%	+10%	-19%	-12%	+3%	-13%	-10%	16/15
Deweloperzy														
Atal	akumuluj	41,89	5	0	0	43,38	-3,4%	+13%	-6%	-6%	+12%	-5%	-5%	4/4
Dom Development	trzymaj	81,10	2	4	0	87,65	-7,5%	+3%	+9%	+7%	+4%	+9%	+5%	5/5
Handel														
AmRest	akumuluj	48,00	9	2	0	49,52	-3,1%	-5%	-5%	+4%	-1%	+2%	+4%	8/8
CCC	kupuj	161,00	4	9	4	145,58	+10,6%	-33%	-0%	-14%	+7%	+13%	+4%	15/15
Dino	trzymaj	149,20	8	7	4	143,75	+3,8%	-2%	+2%	+7%	+2%	+4%	+7%	15/15
Eurocash	redukuj	18,10	8	5	5	22,34	-19,0%	-21%	-17%	-0%	-8%	-10%	-7%	11/13
Jeronimo Martins	trzymaj	14,30	15	9	6	14,89	-4,0%	+3%	+7%	+3%	+1%	+2%	-1%	20/19
LPP	trzymaj	8 500,0	8	6	3	8 900,7	-4,5%	+0%	-5%	-6%	-12%	-13%	-14%	13/12
Monnari	równoważ	-	1	3	0	-	-	-1%	-2%	+9%	-22%	-25%	-16%	4/4
VRG	kupuj	5,20	7	0	0	4,99	+4,2%	+3%	+4%	+4%	-19%	-17%	-19%	5/5

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku; ¹cena docelowa mDM; ²rekomendacja 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						+23,0%	9,5	9,1		
Alior Bank	kupuj	2019-07-03	51,10	72,30	35,80	+102,0%	6,5	5,0		
Handlowy	akumuluj	2019-07-03	53,60	59,45	50,00	+18,9%	12,6	10,4		
ING BSK	trzymaj	2019-10-07	194,80	197,53	194,80	+1,4%	14,5	13,3		
Millennium	redukuj	2019-10-07	5,48	5,18	5,48	-5,4%	7,9	11,7		
Pekao	kupuj	2019-08-02	99,88	119,75	101,50	+18,0%	11,7	10,2		
PKO BP	kupuj	2019-08-02	39,34	47,17	37,74	+25,0%	10,7	10,4		
Santander Bank Polska	trzymaj	2019-10-07	286,00	276,55	286,00	-3,3%	12,7	11,1		
Komercni Banka	kupuj	2019-08-28	817,00	945,02 CZK	765,50	+23,5%	9,6	9,9		
Moneta Money Bank	kupuj	2019-08-28	75,95	94,33 CZK	71,00	+32,9%	9,5	8,9		
Erste Group	kupuj	2019-08-28	30,03	40,38 EUR	28,83	+40,1%	8,1	7,4		
RBI	akumuluj	2019-08-28	20,44	23,05 EUR	20,04	+15,0%	6,1	5,7		
OTP Bank	kupuj	2019-08-28	12 000	14 681 HUF	12 590	+16,6%	8,7	7,9		
PZU	kupuj	2019-09-05	36,59	43,38	36,10	+20,2%	9,6	9,1		
Kruk	kupuj	2019-04-02	152,30	213,65	143,50	+48,9%	8,1	7,9		
Skarbiec Holding	kupuj	2019-06-03	16,50	28,17	16,60	+69,7%	5,7	4,9		
Chemia						+20,6%	6,5	19,9	4,6	6,3
Ciech	kupuj	2019-09-05	34,00	42,03	30,50	+37,8%	6,9	7,2	4,9	4,8
Grupa Azoty	trzymaj	2019-10-07	31,18	34,09	31,18	+9,3%	6,2	32,7	4,2	7,8
Paliwa						+10,3%	10,7	10,2	5,0	4,9
Lotos	sprzedaj	2019-08-02	88,66	72,31	89,18	-18,9%	13,6	12,5	6,9	5,8
MOL	kupuj	2019-10-07	2 826	3 258 HUF	2 826	+15,3%	10,2	9,0	4,3	4,0
PGNiG	kupuj	2019-09-05	4,49	6,33	4,61	+37,4%	11,1	7,7	4,3	3,3
PKN Orlen	trzymaj	2019-08-01	97,36	92,82	101,90	-8,9%	9,7	11,4	5,7	6,0
Energetyka						+39,2%	3,5	3,9	3,6	3,7
CEZ	akumuluj	2019-06-25	544,00	597,80 CZK	515,50	+16,0%	15,4	13,4	7,4	6,9
Enea	kupuj	2019-06-25	8,53	12,41	8,32	+49,2%	3,1	2,9	3,2	3,0
Energa	kupuj	2019-06-25	7,33	12,67	6,12	+107,0%	3,5	3,9	3,6	4,0
PGE	kupuj	2019-06-25	9,00	13,26	7,79	+70,3%	4,8	5,3	3,1	3,2
Tauron	kupuj	2019-06-25	1,57	2,52	1,60	+57,1%	2,5	2,4	4,1	3,7
Telekomunikacja, media, IT						+12,4%	21,1	15,0	5,8	5,7
Netia	trzymaj	2018-11-26	4,66	4,70	4,35	+8,0%	29,2	24,2	5,0	5,1
Orange Polska	kupuj	2019-09-05	6,12	7,50	5,41	+38,6%	35,0	22,0	4,5	4,4
Play	kupuj	2019-09-12	27,16	33,10	27,82	+19,0%	8,5	7,9	5,8	5,8
Agora	kupuj	2018-11-27	9,50	16,00	9,28	+72,4%	30,8	16,4	4,2	3,9
Cyfrowy Polsat	redukuj	2019-05-31	26,00	24,15	27,34	-11,7%	14,3	12,2	7,0	6,7
Wirtualna Polska	trzymaj	2019-07-03	61,20	61,50	67,20	-8,5%	21,1	18,0	11,1	9,8
Asseco Poland	trzymaj	2019-06-03	51,10	50,80	50,65	+0,3%	13,6	13,2	4,5	4,2
Comarch	kupuj	2019-07-25	178,50	231,00	174,50	+32,4%	15,1	13,7	6,4	5,7
11 bit studios	kupuj	2019-05-20	398,00	518,00	384,00	+34,9%	25,7	36,7	18,0	22,2
CD Projekt	akumuluj	2019-09-05	251,30	272,50	238,70	+14,2%	-	9,9	-	8,7
Przemysł, surowce						+21,4%	6,4	10,3	4,4	5,1
Cognor	akumuluj	2019-09-05	1,65	2,00	1,76	+6,4%	6,4	11,4	4,4	5,2
Famur	kupuj	2019-08-07	4,42	5,33	3,47	+53,8%	4,4	8,0	3,6	4,2
Grupa Kęty	trzymaj	2019-10-07	283,00	298,64	283,00	+5,5%	10,1	11,8	7,4	8,0
JSW	kupuj	2019-09-05	26,50	39,29	20,66	+90,2%	3,5	-	0,2	1,4
Kemel	redukuj	2019-10-07	42,90	40,76	42,90	-5,0%	4,8	7,7	4,6	5,6
KGHM	trzymaj	2019-08-22	74,90	77,51	74,94	+3,4%	6,5	9,3	3,7	4,3
Stelmet	trzymaj	2019-10-07	7,90	8,10	7,90	+2,5%	10,7	12,1	5,1	5,1
Deweloperzy						+8,9%	8,1	8,0	7,4	7,4
Atal	akumuluj	2019-07-03	36,60	41,89	34,50	+21,4%	7,4	7,7	7,0	7,3
Dom Development	trzymaj	2019-09-05	84,00	81,10	82,00	-1,1%	8,7	8,2	7,7	7,5
Handel						+2,4%	36,3	19,7	9,3	8,4
AmRest	akumuluj	2019-10-07	44,05	48,00	44,05	+9,0%	41,4	30,2	13,9	11,1
CCC	kupuj	2019-09-05	131,90	161,00	127,70	+26,1%	47,7	19,7	6,6	5,2
Dino	trzymaj	2019-08-23	149,60	149,20	150,60	-0,9%	36,3	26,3	20,9	15,7
Eurocash	redukuj	2019-09-05	20,62	18,10	19,67	-8,0%	38,0	26,9	8,2	7,3
Jeronimo Martins	trzymaj	2019-10-07	14,92	14,30 EUR	14,92	-4,1%	21,2	19,0	9,3	8,4
LPP	trzymaj	2019-10-07	7 950,00	8 500,00	7 950,00	+6,9%	21,7	19,6	11,0	9,9
VRG	kupuj	2019-07-26	4,20	5,20	4,15	+25,3%	13,2	11,5	8,3	7,0

Aktualne pozycjonowania Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Pozycjonowanie	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena bieżąca	Zmiana ceny od wydania	P/E		EV/EBITDA	
						2019	2020	2019	2020
Spółki IT						11,6	10,7	5,0	4,8
Ailleron	równoważ	2019-06-28	8,40	7,30	-13,1%	9,4	8,5	3,2	2,3
Asseco BS	równoważ	2019-03-29	29,50	27,20	-7,8%	13,8	12,8	9,2	8,6
Asseco SEE	przeważaj	2019-04-11	14,20	19,90	+40,1%	14,5	13,9	6,1	5,6
Atende	równoważ	2019-01-31	4,40	3,34	-24,1%	8,4	7,8	4,0	3,9
Spółki przemysłowe						10,8	10,1	6,3	6,1
AC	niedoważaj	2019-08-30	43,60	39,20	-10,1%	11,6	11,1	7,6	7,0
Alumetal	równoważ	2019-10-07	51,00	35,40	-30,6%	11,3	11,0	7,7	7,7
Amica	równoważ	2019-09-20	118,00	113,20	-4,1%	8,4	8,0	5,4	5,4
Apator	równoważ	2019-09-20	22,60	22,00	-2,7%	10,9	11,2	6,5	6,8
Astarta	przeważaj	2019-09-05	23,00	18,20	-20,9%	-	3,3	6,6	3,8
Boryszew	niedoważaj	2019-09-20	4,54	4,30	-5,3%	10,8	10,3	7,2	7,3
Ergis	równoważ	2019-08-30	2,48	3,12	+25,8%	12,8	15,9	5,9	6,1
Forte	równoważ	2019-09-20	40,60	23,70	-41,6%	15,4	12,1	9,0	8,2
Kruszwica	przeważaj	2019-10-07	44,40	44,40	+0,0%	9,6	9,3	4,8	4,7
Mangata	równoważ	2019-09-20	66,00	68,00	+3,0%	9,4	10,1	6,2	6,5
Pozbud	równoważ	2019-09-05	2,14	1,96	-8,4%	3,8	4,5	2,9	5,5
Tarczyński	równoważ	2019-10-07	16,30	16,30	+0,0%	10,8	6,5	6,3	4,9
TIM	przeważaj	2019-04-29	7,90	8,66	+9,6%	9,8	8,7	5,8	5,2
Handel						6,9	6,8	2,2	1,4
Monnari	równoważ	2019-07-17	4,66	3,48	-25,3%	6,9	6,8	2,2	1,4

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Amica	równoważ	równoważ	- -	2019-09-20
Apator	równoważ	równoważ	- -	2019-09-20
Astarta	przeważaj	zawieszona	- -	2019-09-05
Boryszew	niedoważaj	niedoważaj	- -	2019-09-20
CCC	kupuj	trzymaj	161,00 PLN	2019-09-05
CD Projekt	akumuluj	akumuluj	272,50 PLN	2019-09-05
Ciech	kupuj	trzymaj	42,03 PLN	2019-09-05
Cognor	akumuluj	trzymaj	2,00 PLN	2019-09-05
Dom Development	trzymaj	trzymaj	81,10 PLN	2019-09-05
Eurocash	redukuj	trzymaj	18,10 PLN	2019-09-05
Forte	równoważ	równoważ	- -	2019-09-20
Grupa Azoty	trzymaj	trzymaj	39,77 PLN	2019-09-05
Grupa Kęty	trzymaj	trzymaj	327,11 PLN	2019-09-05
ING BSK	akumuluj	trzymaj	197,53 PLN	2019-09-05
Jeronimo Martins	redukuj	trzymaj	14,30 EUR	2019-09-05
JSW	kupuj	akumuluj	39,29 PLN	2019-09-05
Kruszwica	przeważaj	równoważ	- -	2019-09-20
LPP	kupuj	akumuluj	8500,00 PLN	2019-09-05
Mangata	równoważ	równoważ	- -	2019-09-20
Orange Polska	kupuj	akumuluj	7,50 PLN	2019-09-05
PGNiG	kupuj	akumuluj	6,33 PLN	2019-09-05
Play	kupuj	trzymaj	33,10 PLN	2019-09-12
Play	trzymaj	akumuluj	34,20 PLN	2019-09-05
Pozbud	równoważ	przeważaj	- -	2019-09-05
PZU	kupuj	trzymaj	43,38 PLN	2019-09-05
Stelmet	trzymaj	trzymaj	6,50 PLN	2019-09-05
Tarczyński	równoważ	równoważ	- -	2019-09-20

Zmiany rekomendacji w przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Alumetal	równoważ	niedoważaj	- -	2019-10-07
AmRest	akumuluj	kupuj	48,00 PLN	2019-10-07
Grupa Azoty	trzymaj	trzymaj	34,09 PLN	2019-10-07
Grupa Kęty	trzymaj	trzymaj	298,64 PLN	2019-10-07
ING BSK	trzymaj	akumuluj	197,53 PLN	2019-10-07
Jeronimo Martins	trzymaj	redukuj	14,30 EUR	2019-10-07
Kernel	redukuj	redukuj	40,76 PLN	2019-10-07
Kruszwica	przeważaj	przeważaj	- -	2019-10-07
LPP	trzymaj	kupuj	8500,00 PLN	2019-10-07
Millennium	redukuj	kupuj	5,18 PLN	2019-10-07
MOL	kupuj	akumuluj	3258,00 HUF	2019-10-07
Santander Bank Polska	trzymaj	trzymaj	276,55 PLN	2019-10-07
Stelmet	trzymaj	trzymaj	8,10 PLN	2019-10-07
Tarczyński	równoważ	równoważ	- -	2019-10-07

Statystyki rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	1	1,4%	0	0,0%
redukuj	4	5,7%	1	4,3%
niedoważaj	2	2,9%	1	4,3%
trzymaj	14	20,0%	3	13,0%
równoważ	12	17,1%	4	17,4%
akumuluj	7	10,0%	3	13,0%
kupuj	26	37,1%	11	47,8%
przeważaj	4	5,7%	0	0,0%

Kalendarium wydarzeń

Data	Spółka	Wydarzenie
21 paź	Cognor	Dzień dywidendy 0,29 PLN na akcję
23 paź	Grupa Kęty	Publikacja wyników za 3Q'19
23 paź	Jeronimo Martins	Publikacja wyników za 3Q'19 (po sesji)
24 paź	Asseco BS	Publikacja wyników za 3Q'19
24 paź	Kruk	Publikacja wyników za 3Q'19
24 paź	PKN Orlen	Publikacja wyników za 3Q'19
28 paź	Millennium	Publikacja wyników za 3Q'19
28 paź	Orange Polska	Publikacja wyników za 3Q'19
29 paź	Budimex	Publikacja wyników za 3Q'19
29 paź	Netia	Publikacja wyników za 3Q'19
30 paź	Alumetal	Publikacja wyników za 3Q'19
30 paź	Apator	Publikacja wyników za 3Q'19
30 paź	CCC	Publikacja wyników za 3Q'19
30 paź	Erste Bank	Publikacja wyników za 3Q'19
30 paź	GPW	Publikacja wyników za 3Q'19
30 paź	Lotos	Publikacja wyników za 3Q'19
30 paź	Mangata	Publikacja wyników za 3Q'19
30 paź	mBank	Publikacja wyników za 3Q'19
30 paź	Santander	Publikacja wyników za 3Q'19
31 paź	Cognor	Publikacja wyników za 3Q'19
31 paź	ING BSK	Publikacja wyników za 3Q'19
31 paź	Mennica Polska	Publikacja wyników za 3Q'19
31 paź	MOL	Publikacja wyników za 3Q'19

Makroekonomia

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

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna wzrosła w sierpniu nominalnie o 6,0% r/r oraz o 4,4% r/r w cenach stałych. To blisko naszej prognozy (4% r/r) oraz poniżej konsensusu rynkowego (5,1% r/r). Spowolnienie w stosunku do poprzedniego miesiąca w zasadzie dokładnie wyjaśnia różnica dni roboczych pomieszana z sezonowością poszczególnych kategorii, w których też nie widzimy niespodzianek. Co prawda łatwiej opisywałoby się istotnie pozytywną niespodziankę (transfery, hurraoptymizm konsumentów), z danymi bez dużego zaskoczenia też łatwo sobie poradzić. Wspomniane czynniki ujawniają się po prostu w szerszym agregacie konsumpcji obejmującym usługi i przede wszystkim tam należy snuć optymistyczne wizje. Sprzedaż towarów będzie prawdopodobnie ciekawszym probierzem dotyczącym spowolnienia konsumpcji (uwaga jednak: żadnych alarmowych sygnałów na razie nie widać), gdyż wysokie wyposażenie gospodarstw domowych w dobra trwałego użytku i obecne już od wielu lat na rynku dodatkowe transfery prawdopodobnie zaspokajają potrzeby typu „mieć” i zbyt dużo w tym kontekście wycisnąć się już nie da. Standardowo ciekawie przedstawia się deflator sprzedaży detalicznej (z bardzo dużym przybliżeniem to inflacja CPI okrojona do towarów). Nie dość, że spada, to jeszcze rozbieżność ze wskaźnikiem CPI ciągle się powiększa i to przy dużych wzrostach cen na żywności! Nie będzie to po drodze zwolennikom teorii zaniżania inflacji, choć tu decydujemy się na odpowiedź, że ceny sprzedaży detalicznej powstają w ramach tego samego badania, co inflacja CPI. Przechodząc do implikacji, wygaśnięcie szoków podaźowych i przejście na wyższe bazy statystyczne w przyszłym roku sugeruje, że inflacja może w drugiej połowie 2020 dość szybko spadać, szczególnie w przypadku towarów. Nasz pogląd na konsumpcję pozostaje niezmienny i będzie ona przyspieszać w kolejnych kwartałach zagospodarowując część mocy wytwórczych, które przemysł „gubi” w ramach obrotów za granicą. To skłania nas do trwania przy stwierdzeniu, że ścieżka PKB w II połowie roku będzie niewiele różnić się od tej zanotowanej pół roku wcześniej.

Produkcja przemysłowa

Produkcja przemysłowa spadła w sierpniu o 1,3% r/r, co jest wynikiem gorszym od prognoz (konsensus rynkowy i nasze przewidywania plasowały się w okolicy +1,5% r/r). Spowolnienie w stosunku do lipca (przypomnijmy, z +5,8% r/r) to głównie zasługa mniej korzystnego układu dni roboczych (ich różnica zmniejszyła się z +1 na -1 r/r), ale za kontrakcją produkcji odpowiada już dalsze gaśnięcie momentum. W samym tylko sierpniu produkcja spadła bowiem o 1,2% m/m. Jeśli we wrześniu nie dojdzie do skokowego wzrostu produkcji, to III kwartał b.r. będzie najsłabszym dla polskiego przemysłu od początku 2012 r i jednym z najsłabszych w historii – na tę chwilę jego wynik to -1,1% kw/kw. Przegląd danych sektorowych łagodzi wydzwięk tego odczytu jedynie częściowo. Wśród sekcji przetwórstwa przemysłowego największego negatywnego wkładu do dynamiki produkcji przemysłowej dostarczała produkcja samochodów, naczep i części (duże wahnięcia w przemyśle samochodowym nie są niczym zaskakującym w okresie wakacyjnym). Gdyby nie dziesięcioprocentowy spadek produkcji w tej branży, wynik całego przemysłu wyniósłby -0,4% r/r. Słabość przemysłu nie jest bynajmniej ograniczona do jednego sektora, co jest wnioskiem spójnym ze wskazaniami indeksów koniunktury. Przyczyny bieżącej słabości przemysłu nie są zresztą tajemnicą – do spadków popytu zagranicznego w tym roku dołączyło wygasanie impulsu inwestycyjnego w sektorze publicznym, co przekłada się na dalsze spowalnianie sekcji powiązanych z budownictwem (np. produkcja pozostałych surowców niemetalicznych).

Rynek pracy

W sierpniu zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw spowolniło z 2,7 do 2,6% r/r, nieco poniżej konsensusu rynkowego (2,7%), ale zgodnie z naszą prognozą. W ujęciu miesięcznym ubyło prawie 8 tys. etatów i był to najgorszy taki miesiąc od 2011 r. Nie jest to jednak wypadek przy pracy, a element szerszego trendu spadkowego, który obserwujemy od wielu miesięcy i co do którego zgodne są zarówno „twarde” dane (zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw, pracujący wg BAEL, liczba wolnych miejsc pracy i liczba ofert zgłoszonych urzędowi pracy), jak i „miękkie” wskaźniki (koniunktura NBP i GUS, PMI, Manpower). W naszej opinii jest to wypadkowa hamowania popytu na pracę (element szerszej tendencji spadkowej w dynamikach aktywności gospodarczej) i niekorzystnych zmian po stronie podaźowej. Wszystko wskazuje na to, że tendencje te na rynku pracy utrzymają się w kolejnych miesiącach i spowolnienie w zatrudnieniu będzie kontynuowane. Przeciętne wynagrodzenie brutto wzrosło w sierpniu o 6,8% r/r, bardzo blisko naszej prognozy (6,7% r/r) i konsensusu rynkowego (6,7-6,8% r/r). Porównując nasze założenia co do kształtowania się wzrostu płac w poszczególnych sekcjach z podanymi przez GUS szacunkowymi szczegółami, możemy zauważyć, że prawdopodobnie przeszacowaliśmy wzrost płac w górnictwie i nie doceniliśmy dynamiki w sekcji Administrowanie i działalność wspierająca. Możliwy jest również dobry, zwłaszcza biorąc pod uwagę niekorzystny układ dni roboczych, wynik przetwórstwa przemysłowego. Jej dalszy wzrost sprawia, że nastroje konsumenckie (mierzone jako średnia bieżącego i wyprzedzającego wskaźnika koniunktury konsumenckiej) znalazły się we wrześniu na nowym historycznym maksimum, nieznacznie bijąc wynik czerwca. Jest to pośredni dowód na to, że obserwowane jak dotąd spowolnienie na rynku pracy nie jest zasadniczo odczuwalne przez konsumentów i nie przekłada się na pogorszenie ich oczekiwań co do przyszłej sytuacji dochodowej. Nie widać również znaczącego wzrostu obaw dotyczących bezrobocia.

Inflacja

W sierpniu dynamika cen konsumpcyjnych wyniosła 2,9% r/r, a więc nieznacznie szybciej niż szacowano w odczycie flash. Z możliwością jego rewizji liczyliśmy się od samego początku, szczegóły wskazywały bowiem na odczyt "na ostrzu noża". Tak się istotnie stało, zresztą nie pierwszy raz w tym roku. Szczegóły w większości nie zaskakują. Ceny żywności i napojów bezalkoholowych spadły o 0,3% m/m, co jest wynikiem wysokim jak na ten miesiąc. W zasadzie trudno tutaj mówić o wygasaniu szoku cenowego – obserwujemy w ostatnim czasie dalsze podwyżki cen żywności przetworzonej i mięsa, a także owoców. Jedynym w przypadku warzyw sytuacja się ustabilizowała. Wysokie dynamiki cen żywności utrzymują się do końca roku. W nośnikach energii i paliwach do środków transportu tym razem wieje nudą (odpowiednio, 0,0 i -1,2% m/m). Tutaj istotniejsze zmiany mogą nastąpić na przełomie roku – widzimy wciąż szansę obniżki cen gazu ziemnego, przy niejasnej wciąż sytuacji w cenach energii elektrycznej. Podobnie, jak miało to miejsce w poprzednich miesiącach, trwałym elementem krajobrazu jest wysoka inflacja bazowa. Tutaj większość naszych założeń okazała się słuszna (w szczególności, dotycząca biletów lotniczych i turystyki zorganizowanej), ale są też niespodzianki. Po pierwsze, wzrosty cen usług telekomunikacyjnych utrzymały się kolejny miesiąc z rzędu – sierpień to +0,8% m/m. Po drugie, wzrost cen w kategorii Restauracje i hotele wyniósł solidne 0,5% m/m. Po trzecie, w kategorii Inne próżno szukać zakładanych przez nas niewielkich wzrostów. Ostatecznie inflacja bazowa uplasowała się w sierpniu na poziomie 2,2% r/r po zaokrągleniach. Jest jasne, że następuje dalsze filtrowanie się wyższych kosztów pracy do cen pracochłonnych usług.

Finanse

Alior Bank

kupuj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Naszą rekomendację oraz cenę docelową pozostawiamy bez zmian. W 2Q'19 Alior Bank spisał 160 mln PLN ekspozycji na ZM Henryk Kania z 235 mln PLN. Jednocześnie, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, bank podniósł prognozę na koszt ryzyka dla całego roku z 1,8% do 2,3%, co oznacza że średnie saldo rezerw w 3Q i 4Q powinno wynieść około 317 mln PLN lub 200 p.b. Jednocześnie Zarząd dał wyraźny znak, że strategia odnośnie 2020 roku może ulec modyfikacji. Z drugiej strony Alior może pozytywnie zaskoczyć rozwiązaniem rezerw na Ruch dzięki zatwierdzeniu przez sąd programu restrukturyzacyjnego. Nadal natomiast ważą się losy ZM Henryk Kania i Onico. Jeżeli Alior z sukcesem utworzy rezerwy na ekspozycje w segmencie korporacyjnym i większe wahania kosztu ryzyka nie wystąpią to 2020 P/E na poziomie 5,0x oraz 12% ROE prezentują się wyjątkowo atrakcyjnie. Z drugiej strony wskazujemy, że Alior może szczególnie mocno odczuć skutki wyroku TSUE w sprawie rozliczenia prowizji ze wcześniej spłaconych kredytów konsumenckich, czego nie uwzględniliśmy w obecnej wycenie.

Cena bieżąca

35,80 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

72,30 PLN

+102,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	72,30 PLN	2019-07-03

Podstawowe dane			ALR PW	vs. WIG
Ticker	ALR PW	Zmiana 1M	-10,7%	-9,6%
ISIN	PLALIOR00045	Zmiana YTD	-32,6%	-29,7%
Liczba akcji (mln)	129,3	Średni obrót 1M	18,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 627,4	Średni obrót 6M	13,1 mln PLN	
		P/E 12M fwd	6,3	-50,4%
Free float	74,8%	P/E 5Y avg	12,7	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	9,0	6,5	6,5	5,0	4,3
P/BV	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5
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			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	2 841	3 085	3 359	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 (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Naszą rekomendację oraz cenę docelową pozostawiamy bez zmian. Wyniki drugiego kwartału były obciążone jednorazowymi negatywnymi zdarzeniami w linii kosztów ryzyka (-69 mln PLN) oraz wsparte jednorazową transakcją, która zwiększyła wynik prowizyjny (+12 mln PLN). Oczyszczając Handlowy zaraportowałby w 2Q'19 blisko 180 mln PLN, co byłoby jednym z najlepszych kwartałów w ostatnich czterech latach. Patrząc na H2 spodziewamy się normalizacji kosztów ryzyka w segmencie korporacji oraz dalszego wzrostu marży odsetkowej. Proces kredytowy, wykorzystujący biometrię przy udzielaniu kredytów konsumenckich ruszył, lecz na realną kontrybucję do sprzedaży trzeba poczekać co najmniej do 4Q. Bank ma stosunkowo małą ekspozycję na negatywny wyrok TSUE związany ze zwrotem części kosztów od spłaconych przed czasem kredytów konsumenckich. Aktualnie bank finalizuje pierwsze umowy z partnerami, co stworzy możliwość dotarcia z ofertą kredytów konsumenckich do szerszego grona odbiorców. Handlowy umacnia się na pozycji krajowego lidera jeżeli chodzi o prowadzenie transakcji sekurytyzacji, we wrześniu bank współprowadził transakcję sprzedaży wierzytelności o wartości 2,5 mld PLN. Biorąc pod uwagę kolejne negatywne doniesienia dotyczące ZM Kania pozostawiamy naszą prognozę zysku netto na 2019 rok w wysokości 517 mln PLN ze względu na ryzyko kolejnych odpisów ekspozycji. W obecnym otoczeniu uważamy, że Handlowy jest jednym z najbezpieczniejszych banków w Polsce.

Cena bieżąca

50,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

59,45 PLN

+18,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	59,45 PLN	2019-07-03

Podstawowe dane			BHW PW	vs. WIG
Ticker	BHW PW	Zmiana 1M	-1,4%	-0,3%
ISIN	PLBH00000012	Zmiana YTD	-23,5%	-20,5%
Liczba akcji (mln)	130,7	Średni obrót 1M	1,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	6 533,0	Średni obrót 6M	5,7 mln PLN	
		P/E 12M fwd	10,4	-30,3%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	15,0	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	12,2	10,2	12,6	10,4	9,7
P/BV	0,9	0,9	0,9	0,9	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	9,2%	8,2%	7,5%	8,4%	7,2%
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	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 trzymaj (obniżona)

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

Po wzroście kursu obniżamy naszą rekomendację dla ING BSK do trzymaj, a cenę docelową pozostawiamy bez zmian. Wyniki za 2Q'19 były lepsze od rynkowych i naszych oczekiwań o 7% głównie ze względu na niski koszt ryzyka. W naszych prognozach uwzględniamy spadek kosztów finansowania, ale również lekki wzrost salda rezerw w kolejnych latach. Nadal uważamy, że ING BSK powinien być notowany z najwyższą premią do sektora ze względu na mocną bazę kapitałową, najwyższe ROE oraz dynamiczny wzrost. Jednocześnie zaznaczamy, że potencjał wzrostu notowań ING jest najniższy pośród całego sektora CEE, co wynika z relatywnie lepszego zachowania kursu wobec grupy porównawczej. ING notowany jest obecnie z ponad 20% premią na wskaźniku P/E oraz około 40% premią na wskaźniku P/BV. Uważamy, że tak wysoka premia to głównie efekt przeceny pozostałych banków w polskim sektorze, zagrożonym przez przewalutowanie walutowych kredytów hipotecznych. Jednocześnie zaznaczamy, że z pary ING-Komercni Banka (banki o zbliżonym profilu) preferujemy obecnie Komercni Banka ze względu na jeszcze silniejszą pozycję kapitałową, wyższe dywidendy, wyższe ROE oraz znacząco niższe ryzyko systemowe. Zwracamy również uwagę, że ING nie posiada znaczącego portfela kredytów CHF (około 1 mld PLN), co oznacza że ewentualne straty związane z pozwami nie powinny znacząco wpłynąć na wyniki banku.

Cena bieżąca	194,80 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	197,53 PLN	+1,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	197,53 PLN	2019-10-07	
poprzednia	akumuluj	197,53 PLN	2019-09-05	
Podstawowe dane			ING PW	vs. WIG
Ticker	ING PW	Zmiana 1M	+3,9%	+5,0%
ISIN	PLBSK0000017	Zmiana YTD	+10,4%	+13,3%
Liczba akcji (mln)	130,1	Średni obrót 1M	2,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	25 343,5	Średni obrót 6M	1,6 mln PLN	
		P/E 12M fwd	13,9	-10,5%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	15,5	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	3 453	3 760	4 275	4 728	5 092
WNDB	4 756	5 233	5 792	6 301	6 749
Koszty	-2 123	-2 327	-2 506	-2 614	-2 727
Saldo rezerw	-421	-501	-535	-672	-776
Zysk netto	1 403	1 526	1 750	1 910	2 045
P/E	18,1	16,6	14,5	13,3	12,4
P/BV	2,1	1,9	1,8	1,7	1,5
ROE	12,6%	12,1%	12,8%	13,1%	12,8%
DPS	0,00	3,20	3,50	4,04	4,40
DYield	0,0%	1,6%	1,8%	2,1%	2,3%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	3 453	3 760	4 275	4 728	5 092
Wynik prowizyjny	1 183	1 305	1 351	1 400	1 476
Wynik handlowy	117	154	151	159	166
Pozostałe przychody netto	3	14	15	15	15
Wynik pozaodsetkowy	1 303	1 473	1 516	1 573	1 657
WNDB	4 756	5 233	5 792	6 301	6 749
Koszty operacyjne	2 123	2 327	2 506	2 614	2 727
Zysk operacyjny	2 633	2 906	3 286	3 687	4 022
Saldo rezerw	421	501	535	672	776
Udział w jednostkach zał	0	0	12	25	24
Wynik brutto	2 212	2 405	2 763	3 039	3 271
Podatek	479	507	583	641	690
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	330	372	430	488	536
Zysk netto	1 403	1 526	1 750	1 910	2 045

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2019-20)	971	3%
Korekta o PV	-1 609	-5%
Etap II (2021-35)	20 563	67%
Etap III (2036-55)	8 662	28%
Wartość rezydualna	2 324	8%
Wartość godziwa	30 911	100%
Liczba akcji (mln)	130	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	237,59	
Cena docelowa za 9M (PLN)	252,74	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	13 585	46%
Etap I (2018-20)	2 566	9%
Korekta o PV	-618	-2%
Etap II (2021-35)	10 746	36%
Etap III (2036-55)	3 465	12%
Wartość godziwa	29 744	100%
Liczba akcji (mln)	130	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	228,63	
Cena docelowa za 9M (PLN)	243,20	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	30 911
Zyski ekonomiczne	50%	29 744
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		233,11
Podatek bankowy		-47,42
Wartość godziwa na akcję		185,69
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		197,53

Millennium redukuje (obniżona)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Obniżamy naszą cenę docelową do 5,18 PLN na akcję oraz naszą rekomendację to redukuje. Z jednej strony nasze prognozy zostały podwyższone o 15% na 2019 rok ze względu na lepsze od oczekiwań wyniki w 1H'19. W samym drugim kwartale Bank Millennium przekroczył konsensus aż o 18% ze względu na niższe od oczekiwań saldo rezerw oraz lepsze linie od oczekiwań linie przychodowe. Z drugiej, obniżamy nasze oczekiwania o 45-62% na lata 2020/21 ze względu na niekorzystny wyrok TSUE. W naszych prognozach uwzględniliśmy czarny scenariusz dla rynku po wyroku TSUE, który opiera się na 100% partycypacji klientów w procesach sądowych przeciw bankowi i w następstwie anulacji umów kredytowych (więcej w naszym komentarzu specjalnym z 3 października <https://tinyurl.com/y55q7zbt>). Wpływ tego zdarzenia szacujemy łącznie na 6,9 mld PLN, ale efekt, naszym zdaniem, zostanie rozłożony na 7 lat z czego największy udział odpisów przewidujemy w latach 2023/24 (odpis na poziomie odpowiednio 2,4 mld PLN i 1,7 mld PLN). Z jednej strony partycypacja klientów i % wygranych spraw mogą być istotnie niższe niż to przewidujemy w naszym bazowym scenariuszu, ale z drugiej uważamy, że istnieje realne ryzyko, że audytorzy nakażą bankom zawiązać wysokie rezerwy w przypadku kolejnych przegranych procesów. Nasza wycena implikuje fair 2020 P/BV na poziomie 0,7x co spowodowane jest długotrwałym spadkiem rentowności banku (ROE 20/21 równe 6-5%) przy jednoczesnym braku dywidendy. Jednocześnie zaznaczamy, iż w przypadku niższej partycypacji klientów, efekt na wycenę byłby znacząco niższy, i tak: przy 80% nasza wycena wyniosłaby 6,5 PLN na akcję, a już przy 50% 7,27 PLN na akcję.

RZiS

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	1 696	1 817	2 433	2 657	2 779
Wynik prowizyjny	664	661	707	761	807
Wynik handlowy	220	248	279	284	290
Pozostałe przychody netto	70	51	76	78	81
Wynik pozaodsetkowy	953	960	1 062	1 124	1 177
WNDB	2 650	2 778	3 496	3 781	3 956
Koszty operacyjne	1 281	1 332	1 758	1 931	1 788
Zysk operacyjny	1 369	1 445	1 737	1 850	2 168
Saldo rezerw	255	222	371	821	1 285
Udział w jednostkach zał	0	0	0	0	0
Wynik brutto	1 114	1 223	1 366	1 029	883
Podatek	244	264	294	222	190
Zyski mniejszościowych	0	959	0	0	0
Podatek bankowy	188	198	227	241	261
Zysk netto	681	761	845	567	432

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2019-20)	0	0%
Korekta o PV	275	3%
Etap II (2021-35)	5 700	62%
Etap III (2036-55)	2 432	26%
Wartość rezydualna	845	9%
Wartość godziwa	9 252	100%
Liczba akcji (mln)	1 213	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	7,63	
Cena docelowa za 9M (PLN)	8,11	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	8 695	101%
Etap I (2018-20)	253	3%
Korekta o PV	516	6%
Etap II (2021-35)	-1 537	-18%
Etap III (2036-55)	665	8%
Wartość godziwa	8 592	100%
Liczba akcji (mln)	1 213	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	7,08	
Cena docelowa za 9M (PLN)	7,53	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	9 252
Zyski ekonomiczne	50%	8 592
Srednia wartość godziwa		8 922
na akcję (PLN)		7,35
Podatek bankowy		-2,49
Wartość godziwa na akcję		4,87
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		5,18

Cena bieżąca

5,48 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

5,18 PLN

-5,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	redukuje	5,18 PLN	2019-10-07
poprzednia	kupuj	10,00 PLN	2019-08-02
Podstawowe dane			
Ticker	MIL PW	Zmiana 1M	-16,0% -14,9%
ISIN	PLBIG0000016	Zmiana YTD	-38,3% -35,3%
Liczba akcji (mln)	1 213,1	Średni obrót 1M	8,2 mln PLN
MC (mln PLN)	6 641,8	Średni obrót 6M	7,0 mln PLN
		P/E 12M fwd	7,2 -42,0%
Free float	50,0%	P/E 5Y avg	12,5 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	1 696	1 817	2 433	2 657	2 779
WNDB	2 650	2 778	3 496	3 781	3 956
Koszty	-1 156	1 332	-1 758	-1 931	-1 788
Saldo rezerw	-255	-222	-371	-821	-1 285
Zysk netto	681	761	845	567	432
P/E	9,7	8,7	7,9	11,7	15,4
P/BV	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7
ROE	9,3%	9,4%	9,8%	6,2%	4,5%
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
Wynik odsetkowy				+6,6%	-4,5%
Wynik prowizyjny				-1,3%	-1,3%
Koszty razem				-2,5%	+1,9%
Saldo rezerw				+20,4%	+105,4%
Zysk netto				+14,9%	-44,8%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Kredyty netto	47 411	52 712	66 079	71 014	75 983
Pozostałe aktywa	23 730	27 747	30 486	31 559	32 672
Aktywa razem	71 141	80 459	96 565	102 573	108 656
Depozyty	57 273	66 244	75 205	77 273	79 398
Pozostałe zobowiązania	6 096	5 831	12 517	15 927	19 500
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	0
Kapitały własne	7 773	8 384	8 843	9 374	9 758

Wskaźniki

(%)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
NIM	2,4%	2,5%	2,8%	2,7%	2,7%
C/I	48,3%	47,9%	50,3%	51,1%	45,2%
CoR	0,5%	0,5%	0,6%	1,2%	1,7%
NPL Ratio	4,6%	4,5%	4,4%	4,3%	4,3%
Tier 1	20,3%	19,8%	17,6%	18,1%	18,1%

Pekao kupuj (bez zmian)

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

Naszą rekomendację oraz cenę docelową pozostawiamy bez zmian. Bank Pekao pokazał wyniki zgodne z oczekiwaniami z zaznaczeniem, że ich kompozycja wskazywała na dużą jakość. Chociaż w pierwszym półroczu bank zrealizował tylko 36% naszej prognozy oraz konsensusu uważamy, że spełnienie oczekiwań rynkowych na koniec roku jest cały czas w zasięgu. Z jednej strony pierwsza połowa roku była obciążona negatywnymi zdarzeniami jednorazowymi, z drugiej strony oczyszczone wyniki prezentowały się solidnie. W przypadku Pekao portfel indeksowanych kredytów CHF jest marginalny, co implikuje bezpieczeństwo banku przy oczekiwanym wysypie pozwów frankowych kredytobiorców na przestrzeni najbliższych lat. Na wskaźniku 2020/21 P/E Bank Pekao notowany jest z 6% i 5% dyskontem do średniej oraz z 6% dyskontem do PKO BP.

Cena bieżąca	101,50 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	119,75 PLN	+18,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	119,75 PLN	2019-08-02

Podstawowe dane			PEO PW	vs. WIG
Ticker	PEO PW	Zmiana 1M	+0,2%	+1,3%
ISIN	PLPEKAO000016	Zmiana YTD	-0,9%	+2,1%
Liczba akcji (mln)	262,5	Średni obrót 1M	65,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	26 640,7	Średni obrót 6M	73,3 mln PLN	
		P/E 12M fwd	10,4	-29,7%
Free float	67,2%	P/E 5Y avg	14,8	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	10,8	11,6	11,7	10,2	9,6
P/BV	1,1	1,2	1,1	1,1	1,1
ROE	10,7%	9,9%	9,9%	10,9%	11,2%
DPS	8,68	7,90	6,60	6,52	7,46
DYield	8,6%	7,8%	6,5%	6,4%	7,3%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	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 (2019-21)	3 240	8%
Korekta o PV	171	0%
Etap II (2022-36)	24 898	65%
Etap III (2037-56)	7 385	19%
Wartość rezydualna	2 661	7%
Wartość godziwa	38 354	100%
Liczba akcji (mln)	262	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	146,21	
Cena docelowa za 9M (PLN)	155,53	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	24 966	65%
Etap I (2019-21)	2 662	7%
Korekta o PV	1 785	5%
Etap II (2022-36)	8 165	21%
Etap III (2037-56)	996	3%
Wartość godziwa	38 574	100%
Liczba akcji (mln)	262	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	146,96	
Cena docelowa za 9M (PLN)	156,33	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	38 354
Zyski ekonomiczne	50%	38 574
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		146,59
Podatek bankowy		-34,01
Wartość godziwa na akcję		112,58
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		119,75

PKO BP kupuj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Naszą rekomendację oraz cenę docelową pozostawiamy bez zmian. Zgodnie z oczekiwaniami bank zaraportował rekordowy wynik na poziomie 1 217 mln PLN, który nawet po oczyszczeniu o zdarzenia jednorazowe (okazyjne nabycie PCM oraz rozwiązanie rezerw na karę od UOKiK) jest imponujący. Notowania banku znalazły się pod presją zwłaszcza po publikacji studiów Sądu Najwyższego odnośnie kredytów frankowych. Bank zwraca uwagę na niewielki udział kredytów indeksowanych do CHF w swoim portfelu, co powinno przemawiać na jego korzyść, ponieważ potencjalne straty związane z tym portfelem nie powinny być odczuwalne dla banku. Obecnie uznajemy, że portfel kredytów denominowanych w CHF pozostaje niezagrożony, zaznaczamy jednak, że nasza ocena w tej sprawie może się szybko zmienić, jeżeli pojawiłoby się orzecznictwo analogiczne do tych dotyczących kredytów indeksowanych. Nie przecenialibyśmy jednak bezpieczeństwa banku w tej kwestii. W naszych prognozach zakładamy 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 Skarbu Państwa.

Cena bieżąca

37,74 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

47,17 PLN

+25,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	47,17 PLN	2019-08-02

Podstawowe dane			PKO PW	vs. WIG
Ticker	PKO PW	Zmiana 1M	-4,6%	-3,6%
ISIN	PLPKO0000016	Zmiana YTD	-1,0%	+1,9%
Liczba akcji (mln)	1 250,0	Średni obrót 1M	118,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	47 175,0	Średni obrót 6M	101,5 mln PLN	
		P/E 12M fwd	10,5	-19,5%
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	15,2	12,6	10,7	10,4	9,8
P/BV	1,3	1,2	1,1	1,1	1,1
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%	1,5%	3,5%	8,2%	9,9%
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		68 932
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 (podtrzymana)

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

Obniżamy naszą cenę docelową do 276,55 PLN na akcję ale pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację trzymaj. Pomimo ostrożnych prognoz wynik za 2Q'19 znalazł się 13% poniżej oczekiwań rynkowych ze względu na gorsze od oczekiwań linie przychodowe oraz wyższe od oczekiwań koszty operacyjne a przede wszystkim saldo rezerw. Pomimo oczekiwanego przez nas pozytywnego odbicia wyników w 2H'19 wspieranej przez znaczący wzrost marży odsetkowej, nasza prognoza została obniżona o 2,6% na 2019 rok. Znacząca zmiana w prognozach następuje w kolejnych dwóch latach (-8%-17% na lata 2020/21) ze względu na niekorzystny wyrok TSUE w sprawie kredytów frankowych. W naszych prognozach uwzględniliśmy czarny scenariusz dla rynku po wyroku TSUE, który opiera się na 100% partycypacji klientów w procesach sądowych przeciw bankowi i w następstwie anulacji umów kredytowych (więcej pod linkiem: <https://tinyurl.com/y55q7zbt>). Wpływ tego zdarzenia na Santander Bank Polska szacujemy łącznie na 4,6 mld PLN ale efekt, naszym zdaniem, zostanie rozłożony na 7 lat z czego największy udział odpisów przewidujemy w latach 2023/24 roku (odpis na poziomie odpowiednio 1,61 mld PLN i 1,15 mld PLN). Uważamy, że odpisy na takim poziomie nie spowodują w banku straty netto ani problemu z sytuacją kapitałową. Z tego powodu obniżyliśmy także nasze oczekiwania odnośnie dywidendy i obecnie oczekujemy wypłaty na poziomie 25% w kolejnych dwóch latach. Z jednej strony partycypacja klientów i % wygranych spraw mogą być istotnie niższe niż to przewidujemy w naszym bazowym scenariuszu ale z drugiej uważamy, że istnieje realne ryzyko, że audytorzy nakażą bankom zawiązać wysokie rezerwy w przypadku kolejnych przegranych procesów. Finalnie zaznaczamy, iż w przypadku niższej partycypacji klientów, efekt na wycenę byłby znacząco niższy, i tak: przy 80% nasza wycena wyniosłaby 282,01 PLN na akcję a przy 50% 296,01 PLN na akcję.

RZiS

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	5 277	5 742	6 715	7 277	7 593
Wynik prowizyjny	2 013	2 058	2 102	2 184	2 273
Wynik handlowy	323	282	423	427	432
Pozostałe przychody netto	151	214	171	178	185
Wynik pozaodsetkowy	2 487	2 554	2 696	2 789	2 890
WNDB	7 764	8 296	9 412	10 067	10 482
Koszty operacyjne	3 372	3 769	4 274	4 059	4 099
Zysk operacyjny	4 391	4 527	5 138	6 007	6 383
Saldo rezerw	690	1 085	1 214	1 617	2 012
Udział w jednostkach zał	58	63	63	63	63
Wynik brutto	3 759	3 892	3 986	4 453	4 434
Podatek	817	727	801	895	891
Zyski mniejszościowych	-305	-334	-311	-305	-327
Podatek bankowy	-424	-466	-583	-620	-648
Zysk netto	2 213	2 365	2 292	2 633	2 568

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2020-21)	1 087	3%
Korekta o PV	183	1%
Etap II (2022-36)	23 157	71%
Etap III (2037-56)	6 799	21%
Wartość rezydualna	1 598	5%
Wartość godziwa	32 823	100%
Liczba akcji (mln)	99	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	330,77	
Cena docelowa za 9M (PLN)	351,85	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	24 751	74%
Etap I (2019-21)	2 323	7%
Korekta o PV	1 393	4%
Etap II (2022-36)	3 962	12%
Etap III (2037-56)	902	3%
Wartość godziwa	33 331	100%
Liczba akcji (mln)	99	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	335,88	
Cena docelowa za 9M (PLN)	357,30	

Cena bieżąca 286,00 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 276,55 PLN **-3,3%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	276,55 PLN	2019-10-07
poprzednia	trzymaj	337,00 PLN	2019-08-02
Podstawowe dane			
Ticker	SPL PW	Zmiana 1M	-4,6%
ISIN	PLBZ000000044	Zmiana YTD	-15,5%
Liczba akcji (mln)	102,1	Średni obrót 1M	25,0 mln PLN
MC (mln PLN)	29 197,3	Średni obrót 6M	19,4 mln PLN
		P/E 12M fwd	10,9
Free float	31,7%	P/E 5Y avg	14,3

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	5 277	5 742	6 715	7 277	7 593
WNDB	7 764	8 296	9 412	10 067	10 482
Koszty	-3 372	-3 769	-4 274	-4 059	-4 099
Saldo rezerw	-690	-1 085	-1 214	-1 617	-2 012
Zysk netto	2 213	2 365	2 292	2 633	2 568
P/E	12,8	12,2	12,7	11,1	11,4
P/BV	1,3	1,1	1,2	1,1	1,0
ROE	10,6%	10,1%	9,1%	10,0%	9,0%
DPS	5,40	3,10	19,72	5,61	6,45
DYield	1,9%	1,1%	6,9%	2,0%	2,3%
Zmiana prognoz				2019P	2020P
Wynik odsetkowy				0,0%	+0,2%
Wynik prowizyjny				-1,4%	-0,8%
Koszty razem				+1,1%	+1,0%
Saldo rezerw				+3,6%	+20,9%
Zysk netto				-2,6%	-8,1%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Kredyty netto	107 840	137 460	147 852	156 477	164 040
Pozostałe aktywa	44 835	68 392	72 561	74 922	77 365
Aktywa razem	152 674	205 853	220 413	231 399	241 405
Depozyty	111 481	149 617	155 830	162 656	170 747
Pozostałe zobowiązania	17 850	29 568	37 517	39 501	38 993
Udziały mniejszościowe	1 436	1 564	1 683	1 800	1 925
Kapitały własne	21 907	25 104	25 383	27 443	29 740

Wskaźniki

(%)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
NIM	3,6%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
C/I	43,4%	45,4%	45,4%	40,3%	39,1%
CoR	0,6%	0,9%	0,8%	1,0%	1,2%
NPL Ratio	5,8%	4,5%	4,5%	4,4%	4,6%
Tier 1	15,3%	14,1%	13,4%	13,7%	14,5%

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	32 823
Zyski ekonomiczne	50%	33 331
Średnia wartość godziwa		33 077
na akcję (PLN)		333,33
Podatek bankowy		-73,35
Wartość godziwa na akcję		259,98
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		276,55

Komercni Banka kupuj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Naszą rekomendację oraz cenę docelową pozostawiamy bez zmian. Kurs akcji KB przecenił się przez ostatnie 12 miesięcy o 12% pomimo bicia konsensusu przez ostatnie dwa lata (z wyjątkiem wyniku zgodnego z oczekiwaniami w 1Q'19). Uważamy, że część odpowiedzialności za przecenę walorów banku ponoszą politycy, którzy wspominali o wprowadzeniu podatku w różnej formie, co finalnie nie będzie mieć miejsca. W naszym ostatnim raporcie (28 sierpnia 2019) obniżyliśmy nasze prognozy o 1% na 2019 rok oraz o 7% na 2020 głównie ze względu na rozczarowującą projekcję wyniku odsetkowego. Przez ostatnie 2 lata Narodowy Bank Czeski (CNB) podniósł stopę referencyjną o 100 p.b. (195 p.b. od minimów w 2012 roku), zaś marża odsetkowa KB wzrosła o zaledwie 4 p.b. Uważamy, że za brak efektów podwyżek odpowiedzialna jest nie tylko konstrukcja kredytów ze stałą stopą, ale przede wszystkim konkurencja, która spowodowała znaczący spadek marż na nowo udzielanych kredytach. Niemniej jednak oczekujemy, że kwartalna marża odsetkowa w 2020 i 2021 roku powinna zanotować lekkie odbicie. Cały czas postrzegamy KB za bezpieczną przystań w regionie z silną pozycją kapitałową, stabilnym środowiskiem operacyjnym, wysoką rentownością oraz względnie wysoką dywidendą.

Cena bieżąca

765,50 CZK

potencjał zmiany

Cena docelowa

945,02 CZK

+23,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	945,02 CZK	2019-08-28

Podstawowe dane			KOMB CP	vs. WIG
Ticker	KOMB CP	Zmiana 1M	-6,8%	-5,7%
ISIN	CZ0008019106	Zmiana YTD	-3,8%	-0,9%
Liczba akcji (mln)	188,9	Średni obrót 1M	148,3 mln CZK	
MC (mld CZK)	144,6	Średni obrót 6M	112,8 mln CZK	
		P/E 12M fwd	9,9	-26,3%
Free float	39,6%	P/E 5Y avg	13,5	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln CZK)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	20 808	22 509	23 767	24 355	25 728
WNDB	31 060	32 202	32 867	33 610	35 178
Koszty	-14 516	-14 635	-15 113	-15 278	-15 674
Saldo rezerw	391	643	576	-502	-922
Zysk netto	14 930	14 846	15 022	14 571	15 205
P/E	9,7	9,7	9,6	9,9	9,5
P/BV	1,5	1,4	1,4	1,3	1,3
ROE	15,0%	14,9%	14,4%	13,6%	13,6%
DPS	1,60	47,00	51,00	51,00	51,00
DYield	0,2%	6,1%	6,7%	6,7%	6,7%
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 CZK)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy netto	20 808	22 509	23 767	24 355	25 728
Wynik prowizyjny	6 465	6 219	6 210	6 333	6 497
Wynik handlowy	3 576	3 215	2 631	2 658	2 684
Pozostałe przychody	211	259	259	264	269
WNDB	31 060	32 202	32 867	33 610	35 178
Koszty operacyjne	-13 374	-14 634	-15 113	-15 278	-15 674
Wynik operacyjny	17 686	17 569	17 754	18 332	19 504
Saldo rezerw	391	643	576	-502	-922
Zysk operacyjny netto	18 077	18 209	18 330	17 830	18 583
Zysk jednostek zależnych	209	308	311	327	343
Wyplaty emerytalne	0	0	69	0	0
Zysk brutto	18 286	18 518	18 710	18 156	18 926
Podatek dochodowy	-3 012	-3 349	-3 368	-3 268	-3 407
Zyski mniejszościowych	344	324	321	318	314
Zysk netto	14 930	14 846	15 022	14 571	15 205

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln CZK)	wartość	udział
Etap I (2020-21)	17 524	10%
Korekta o PV	4 034	2%
Etap II (2022-36)	107 075	62%
Etap III (2037-56)	31 755	18%
Wartość rezydualna	11 672	7%
Wartość godziwa	172 061	100%

Liczba akcji (mln)	189
Koszt kapitału	7,0%
Wartość godziwa na akcję (CZK)	911
Cena docelowa za 9M (CZK)	959

Model zysków ekonomicznych

(mln CZK)	wartość	udział
Początkowe TNAV	86 848	52%
Etap I (2019-21)	19 309	12%
Korekta o PV	7 092	4%
Etap II (2022-36)	46 746	28%
Etap III (2037-56)	7 083	4%
Wartość godziwa	167 079	100%

Liczba akcji (mln)	189
Koszt kapitału	7,0%
Wartość godziwa na akcję (CZK)	885
Cena docelowa za 9M (CZK)	931

Bilans

(mld CZK)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Kredyty netto	598	625	648	675	703
Pozostałe aktywa	406	435	506	530	555
Aktywa razem	1 004	1 060	1 155	1 205	1 258
Depozyty	762	812	882	924	969
Pozostałe zobowiązania	142	144	164	168	172
Udziały mniejszościowe	4	3	4	4	4
Kapitały własne	97	100	105	109	114

Wskaźniki

(%)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
NIM	2,2%	2,3%	2,2%	2,1%	2,2%
C/I	43,1%	45,4%	46,0%	45,5%	44,6%
CoR	-0,1%	-0,1%	-0,1%	0,1%	0,1%
NPL Ratio	3,1%	2,6%	2,7%	3,0%	3,1%
Tier 1	18,0%	17,9%	17,7%	17,8%	17,7%

Podsumowanie wyceny

(mln CZK)	waga	wycena
DDM	50%	172 061
Zyski ekonomiczne	50%	167 079
Średnia wartość godziwa		169 570
na akcję (CZK)		897,88
Koszt kapitału 9M		5,3%
Cena docelowa za 9M (CZK)		945,02

Moneta Money Bank kupuj (bez zmian)

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

Naszą rekomendację oraz cenę docelową pozostawiamy bez zmian. Moneta Money Bank jest bankiem zorientowanym na klientów detalicznych oraz małe i średnie przedsiębiorstwa (kredyty konsumenckie, hipoteczne oraz inwestycyjne stanowią 76% portfela kredytowego). Pomimo znaczącego udziału ryzykownych kredytów, Moneta wyróżnia się ponadprzeciętną jakością portfela ze wskaźnikiem NPL na poziomie 1,8%, wspieranym przez powtarzające się sprzedaże portfeli wierzytelności. Z drugiej strony, ryzykowny portfel kredytowy wspiera marżę odsetkową (3,7% do średnich aktywów) oraz rentowność całego banku na poziomie >15%. Pozwala to bankowi na wypłatę sówitej dywidendy, której stopy oczekujemy na poziomie powyżej 5% w kolejnych 3 latach. Uważamy, że Moneta obecnie prezentuje znacznie większy potencjał wzrostu kursu akcji niż Komercni Banka. Z drugiej strony, z racji konstrukcji portfela Moneta powinna być znacznie bardziej wrażliwa na spowolnienie gospodarcze, chociaż w chwili obecnej uważamy że będzie nadal korzystała ze sprzyjającego środowiska operacyjnego.

Cena bieżąca	71,00 CZK	potencjał zmiany
Cena docelowa	94,33 CZK	+32,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	94,33 CZK	2019-08-28

Podstawowe dane		MONET CP	vs. WIG
Ticker	MONET CP	Zmiana 1M	-6,4%
ISIN	CZ0008040318	Zmiana YTD	+7,0%
Liczba akcji (mln)	511,0	Średni obrót 1M	106,9 mln CZK
MC (mld CZK)	36,3	Średni obrót 6M	77,3 mln CZK
		P/E 12M fwd	9,4
Free float	100,0%	P/E 5Y avg	11,4
			dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln CZK)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	7 364	7 409	7 965	8 675	9 358
WNDB	10 335	10 162	10 514	11 334	12 112
Koszty	-4 763	-4 580	-4 662	-4 643	-4 813
Saldo rezerw	-381	-274	-604	-1 063	-1 606
Zysk netto	3 923	4 200	3 808	4 098	4 139
P/E	9,2	8,6	9,5	8,9	8,8
P/BV	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3
ROE	14,8%	16,5%	15,0%	15,8%	15,5%
DPS	9,80	8,00	6,15	5,59	6,01
DYield	13,8%	11,3%	8,7%	7,9%	8,5%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
Wynik odsetkowy		0,0%	0,0%	0,0%	
Wynik prowizyjny		0,0%	0,0%	0,0%	
Koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%	
Saldo rezerw		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

RZiS

(mln CZK)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy netto	7 364	7 409	7 965	8 675	9 358
Wynik prowizyjny	1 933	1 892	1 942	2 074	2 168
Wynik handlowy	709	399	478	454	452
Pozostałe przychody	329	462	129	131	135
WNDB	10 335	10 162	10 514	11 334	12 112
Koszty operacyjne	-4 763	-4 580	-4 662	-4 643	-4 813
Wynik operacyjny	5 388	5 310	5 364	6 185	6 780
Saldo rezerw	-381	-274	-604	-1 063	-1 606
Zysk brutto	4 903	5 036	4 760	5 123	5 174
Podatek dochodowy	-980	-836	-952	-1 025	-1 035
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Zysk netto	3 923	4 200	3 808	4 098	4 139

Bilans

(mld CZK)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Kredyty netto	123 680	140 123	156 550	174 395	190 656
Aktywa razem	199 734	206 932	227 527	249 208	269 458
Depozyty	141 469	168 792	181 154	194 436	205 883
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	0
Kapitały własne	25 763	25 237	25 483	26 305	26 950

Wskaźniki

(%)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
NIM	4,3%	3,7%	3,8%	3,7%	3,7%
C/I	47,9%	47,7%	49,0%	45,4%	44,0%
CoR	0,3%	0,2%	0,4%	0,6%	0,9%
Tier 1	17,4%	16,4%	15,2%	14,4%	13,9%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln CZK)	wartość	udział
Etap I (2020-21)	5 354	12%
Korekta o PV	426	1%
Etap II (2022-36)	22 786	51%
Etap III (2037-56)	8 677	20%
Wartość rezidualna	7 187	16%
Wartość godziwa	44 430	100%
Liczba akcji (mln)	511	
Koszt kapitału	7,0%	
Wartość godziwa na akcję (CZK)	87	
Cena docelowa za 9M (CZK)	92	

Model zysków ekonomicznych

(mln CZK)	wartość	udział
Początkowe TNAV	25 237	54%
Etap I (2019-21)	5 806	12%
Korekta o PV	2 002	4%
Etap II (2022-36)	13 672	29%
Etap III (2037-56)	453	1%
Wartość godziwa	47 170	100%
Liczba akcji (mln)	511	
Koszt kapitału	7,0%	
Wartość godziwa na akcję (CZK)	92	
Cena docelowa za 9M (CZK)	97	

Podsumowanie wyceny

(mln CZK)	waga	wycena
Metoda zdyskontow	50%	86,95
Metoda zysków eko	50%	92,31
Średnia wartość godziwa		89,63
9m cena docelowa (CZK)		94,33

Erste Group kupuj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Naszą rekomendację oraz cenę docelową pozostawiamy bez zmian. Erste Group znowu jest na ścieżce do znaczącego przebicia prognozy Zarządu, co pokazały wyniki za 1H'19. Zarząd jest konserwatywny w swoich prognozach, na co wskazują wyniki z ostatnich dwóch lat: 2018 ROTE na poziomie 15,2% (zarząd zakładał >10%) i 2017 ROTE na poziomie 11,5% (zarząd zakładał >10%). W 2019 zarząd zakłada ROTE na poziomie >11% co naszym zdaniem znowu jest zbyt konserwatywne (prognozujemy 12,7%). Jednocześnie, Erste tak jak inne banki regionalne jest beneficjentem sytuacji makroekonomicznej w regionie, co z kolei przekłada się na bardzo niski koszt ryzyka. Ze względu na stopniową normalizację kosztu ryzyka uważamy, że dynamika wyników w kolejnych latach kształtować się będzie na średnim jednocyfrowym poziomie. Kurs akcji przez ostatnie 12 miesięcy cofnął się o 15% wobec wzrostu indeksu MSCI EME Financials na poziomie +2%. Uważamy, że taka sytuacja stwarza okazję inwestycyjną. Z jednej strony przez ostatnie 3 miesiące konsensus wyników na 2019 i 2020 rok zaczął ponownie rosnąć, zaś z drugiej wycena banku jest na najniższym poziomie od 3 lat (12M forward P/E 8,6x wobec 3-letniej średniej 10,6x).

Cena bieżąca

28,83 EUR

potencjał zmiany

Cena docelowa

40,38 EUR

+40,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	40,38 EUR	2019-08-28

Podstawowe dane			EBS AV	vs. WIG
Ticker	EBS AV	Zmiana 1M	-3,3%	-2,2%
ISIN	AT0000652011	Zmiana YTD	+4,3%	+7,2%
Liczba akcji (mln)	429,8	Średni obrót 1M	25,6 mln EUR	
MC (mln EUR)	12 391,1	Średni obrót 6M	23,2 mln EUR	
		P/E 12M fwd	7,9	-25,6%
Free float	69,5%	P/E 5Y avg	10,6	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln EUR)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	4 353	4 582	4 741	4 925	5 197
WNDB	6 475	6 726	7 007	7 268	7 607
Koszty	-4 158	-4 181	-4 338	-4 450	-4 550
Saldo rezerw	-132	59	-13	-209	-286
Zysk netto	1 316	1 793	1 534	1 667	1 773
P/E	9,4	6,9	8,1	7,4	7,0
P/BV	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8
ROE	10,0%	12,7%	10,5%	11,0%	11,3%
DPS	1,00	1,20	1,30	1,50	1,63
DYield	3,5%	4,2%	4,5%	5,2%	5,6%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln EUR)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy netto	4 353	4 582	4 741	4 925	5 197
Wynik prowizyjny	1 852	1 908	1 981	2 033	2 086
Wynik handlowy	270	236	286	310	324
WNDB	6 475	6 726	7 007	7 268	7 607
Poz. wynik operacyjny	-1	3	-164	-20	-13
Podatek bankowy	-106	-112	-137	-142	-147
Koszty operacyjne	-4 158	-4 181	-4 338	-4 450	-4 550
Zysk operacyjny	2 210	2 436	2 368	2 657	2 897
Saldo rezerw	-132	59	-13	-209	-286
Zysk operacyjny netto	2 078	2 495	2 355	2 447	2 611
Zyski nadzwyczajne	0	0	0	0	0
Zysk brutto	2 078	2 495	2 355	2 447	2 611
Podatek dochodowy	-410	-332	-396	-388	-423
Zyski mniejszościowych	-352	-369	-425	-393	-415
Zysk netto	1 316	1 793	1 534	1 667	1 773

Bilans

(mln EUR)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Kredyty netto	139 532	143 953	165 789	175 512	186 601
Pozostałe aktywa	81 127	92 838	87 325	91 700	96 358
Aktywa razem	220 659	236 792	253 115	267 212	282 959
Depozyty	150 969	162 638	177 121	187 918	197 600
Pozostałe zobowiązania	51 402	55 285	56 225	58 605	63 674
Udziały mniejszościowe	4 416	4 494	4 919	5 312	5 727
Kapitały własne	13 872	14 375	14 849	15 377	15 958

Wskaźniki

(%)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
NIM	2,0%	2,3%	2,0%	1,9%	1,9%
C/I	64,2%	62,2%	64,2%	61,5%	60,0%
CoR	0,1%	-0,1%	0,0%	0,1%	0,2%
NPL Ratio	4,0%	3,2%	4,8%	4,8%	4,8%
Tier 1	14,0%	14,4%	14,1%	13,7%	13,4%

Wycena sumą części (SOTP)

(mln EUR)	Wartość godziwa	FVPS (EUR)	Zysk netto			P/E			BV	P/BV
			2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P	2019	2019
Austria	5 507	12,81	541	491	510	10,2	11,2	10,8	5 327	1,0
Savings Banks	383	0,89	67	59	63	5,8	6,4	6,1	3 459	0,1
Erste Oesterreich	2 545	5,92	249	229	239	10,2	11,1	10,6	1 868	1,4
Austria pozostała	2 578	6,00	225	202	208	11,4	12,8	12,4	2 311	1,1
CEE ogółem	16 396	38,15	1 164	1 342	1 427	14,1	12,2	11,5	7 367	2,2
Republika Czeska	8 443	19,64	629	667	698	13,4	12,7	12,1	2 581	3,3
Rumunia	1 999	4,65	74	195	212	27,0	10,3	9,4	1 561	1,3
Słowacja	2 643	6,15	207	220	242	12,8	12,0	10,9	1 106	2,4
Węgry	1 625	3,78	155	150	158	10,5	10,8	10,3	1 048	1,5
Chorwacja	1 506	3,50	86	98	106	17,5	15,3	14,2	819	1,8
Serbia	180	0,42	13	12	12	14,2	15,1	14,4	252	0,7
Pozostałe	-5 391	-12,54	-177	-172	-170	30,4	31,3	31,7	-15 005	0,3
Grupa Erste ogółem	16 512	38,42								

Podsumowanie wyceny

(mln EUR)	waga	wycena
Koszt kapitału 12M		6,8%
DDM	50%	17 179
Zyski ekonomiczne	50%	15 845
Średnia wartość godziwa na akcję (EUR)		16 512 38,42
Koszt kapitału 9M		5,1%
Cena docelowa za 9M (EUR)		40,38

RBI

akumuluj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Naszą rekomendację oraz cenę docelową pozostawiamy bez zmian. Raiffeisen Bank International jest austriackim bankiem regionalnym obecnym w całej Europie Wschodzącej z bankami w ponad 15 krajach. Strategia RBI obejmuje średnioterminowy zwrot z kapitałów własnych na poziomie 11%, wzrost kredytów w średnim jednocyfrowym tempie, koszt ryzyka poniżej 45 p.b. w 2019 roku oraz C/I na poziomie około 55% w 2021 roku. Zarząd planuje także wypłatę dywidendy pomiędzy 20% a 50% zysku netto przy zachowaniu CET1 na poziomie >13%. Zarówno my, jak i konsensus jesteśmy bardziej sceptyczni niż zarząd. W najbliższych trzech latach oczekujemy ROE na poziomie około 9%, C/I na poziomie 59%, ale i kosztu ryzyka poniżej 40 p.b. w 2021 r. RBI jest narażony na największe ryzyko z banków regionalnych ze względu na portfel kredytów CHF w Polsce (portfel szacujemy na 8 mld PLN). RBI wyceniamy na 2020 fair P/E 6,6x i P/BV 0,6x, czyli z dyskontem do spółek porównywalnych. Uważamy, że taka wycena jest uzasadniona ze względu na zdecydowanie najniższą rentowność pośród regionalnych banków i całego sektora CEE oraz ryzyko związane z portfelem CHF.

Cena bieżąca

20,04 EUR

potencjał zmiany

Cena docelowa

23,05 EUR

+15,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	23,05 EUR	2019-08-28

Podstawowe dane			RBI AV	vs. WIG
Ticker	RBI AV	Zmiana 1M	-1,2%	-0,1%
ISIN	AT0000606306	Zmiana YTD	-5,8%	-2,8%
Liczba akcji (mln)	328,9	Średni obrót 1M	10,2 mln EUR	
MC (mln EUR)	6 592,0	Średni obrót 6M	10,1 mln EUR	
		P/E 12M fwd	5,8	-34,2%
Free float	41,2%	P/E 5Y avg	8,7	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln EUR)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	3 225	3 362	3 420	3 722	3 943
WNDB	4 999	5 210	4 831	5 185	5 465
Koszty	-2 994	-3 237	-3 067	-3 173	-3 239
Saldo rezerw	-392	-220	-131	-306	-388
Zysk netto	1 116	1 270	1 087	1 147	1 254
P/E	5,0	4,7	6,1	5,7	5,3
P/BV	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
ROE	11,3%	11,4%	9,0%	8,9%	9,2%
DPS	0,00	0,80	1,16	0,99	1,05
DYield	0,0%	4,0%	5,8%	4,9%	5,2%
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 EUR)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy netto	3 225	3 362	3 420	3 722	3 943
Wynik prowizyjny	1 718	1 791	1 740	1 789	1 846
Wynik handlowy	56	57	-329	-326	-325
WNDB	4 999	5 210	4 831	5 185	5 465
Koszty całkowite	-2 994	-3 237	-3 067	-3 173	-3 239
Zysk operacyjny	2 004	1 973	1 765	2 012	2 225
Saldo rezerw	-392	-220	-131	-306	-388
Zysk brutto	1 612	1 753	1 633	1 706	1 837
Podatek dochodowy	-366	-355	-402	-418	-438
Zysk netto	1 246	1 398	1 231	1 288	1 399
Zyski mniejszościowych	-130	-128	-144	-141	-145
Zysk netto przypadając	1 116	1 270	1 087	1 147	1 254

Bilans

(mln EUR)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Kredyty netto	77 745	80 866	88 470	94 256	99 905
Aktywa ogółem	135 146	140 115	153 937	160 824	167 664
Depozyty	84 974	87 038	94 440	100 221	106 403
Zobowiązania ogółem	123 905	127 702	140 758	146 773	152 659
Udziały mniejszościowe	660	701	760	811	856
Kapitał własny	10 582	11 713	12 419	13 240	14 150

Wskaźniki

(%)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
NIM	2,5%	2,5%	2,4%	2,5%	2,5%
C/I	59,9%	62,1%	63,5%	61,2%	59,3%
CoR	0,5%	0,3%	0,2%	0,3%	0,4%

Wycena sumą części (SOTP)

(mln EUR)	Wartość godziwa	FVPS (EUR)	Zysk netto			P/E			BV		P/BV
			2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
CEE	4 479	13,62	451	423	442	9,9	10,6	10,1	12,2	1,1	
SEE	3 621	11,01	432	425	415	8,4	8,5	8,7	7,9	1,4	
EE	4 422	13,44	703	757	802	6,3	5,8	5,5	7,7	1,7	
Corporate Center	3 004	9,13	192	214	226	15,7	14,0	13,3	8,8	1,0	
Corporates and Markets	4 212	12,81	304	324	353	13,9	13,0	11,9	11,8	1,1	
Reconciliation	-12 650	-38,46	-848	-853	-838	14,9	14,8	15,1	-10,7	3,6	
Grupa Raiffeisen	7 090	21,55	1233	1290	1401	5,7	5,5	5,1	37,8	0,6	

Podsumowanie wyceny

(mln EUR)	waga	wycena
DDM	50%	20,80
Zyski ekonomiczne	50%	22,30
Średnia wartość godziwa		21,55
9m cena docelowa (PLN)		23,05

OTP Bank kupuj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Naszą rekomendację oraz cenę docelową pozostawiamy bez zmian. Wstępnie oceniamy, że przejęcie od Societe Generale ich biznesu w CEE było bardzo dobrym posunięciem. Nowo nabyte banki będą napędzać wyniki grupy, co jest o tyle ważne, że z drugiej strony oczekujemy wyhamowania wzrostu gospodarczego, a co za tym idzie normalizacji kosztu ryzyka. Pomimo postępującej konsolidacji biznesów pozycja kapitałowa OTP Banku pozostaje solidna. Na koniec 2Q'19 OTP Bank zaraportował wskaźnik wypłacalności CET1 na poziomie 15,9%, a TCR na poziomie 17,4%. OTP nie planuje kolejnych istotnych akwizycji, co skłania Zarząd do zwiększenia strumienia dywidend do akcjonariuszy lub innych form takich jak skup akcji własnych. OTP Bank jest notowany z 18-13% premią na wskaźniku 2020-21 P/BV do średniej CEE. Uważamy, że premia jest uzasadniona ze względu na konserwatywny bilans (niski L/D) oraz najwyższe wśród analizowanych przez nas banków ROE (>17%). Wysoka premia powinna być również uzasadniona przez perspektywę wysokich dywidend ze wskaźnikiem DY powyżej 4% w 2021. Chociaż perspektywa wyników rysuje się bardzo obiecująco, kurs akcji OTP zachowywał się lepiej od spółek porównywalnych, a co za tym idzie widzimy ograniczony potencjał wzrostu wobec banków austriackich.

Cena bieżąca

12 590,00 HUF

potencjał zmiany

Cena docelowa

14 681,00 HUF

+16,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	14 681,00 HUF	2019-08-28

Podstawowe dane			OTP HB	vs. WIG
Ticker	OTP HB	Zmiana 1M	+0,3%	+1,4%
ISIN	HU0000061726	Zmiana YTD	+13,7%	+16,7%
Liczba akcji (mln)	267,0	Średni obrót 1M	4,7 mld HUF	
MC (mld HUF)	3 362,0	Średni obrót 6M	5,0 mld HUF	
		P/E 12M fwd	8,9	-14,7%
Free float	100,0%	P/E 5Y avg	10,4	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mld HUF)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	547	600	702	803	843
WNDB	809	886	1 054	1 189	1 243
Koszty	442	497	560	621	641
Saldo rezerw	46	26	46	102	124
Zysk netto	281	318	388	425	435
P/E	12,0	10,6	8,7	7,9	7,7
P/BV	2,1	1,8	1,6	1,4	1,2
ROE	18,4%	18,4%	19,6%	18,4%	16,6%
DPS	199,22	229,63	228,94	237,45	548,51
DYield	1,6%	1,8%	1,8%	1,9%	4,4%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mld HUF)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	547	600	702	803	843
Wynik prowizyjny	209	221	262	284	293
Pozostały	53	65	90	102	107
WNDB	809	886	1 054	1 189	1 243
Koszty działalności operacj	442	497	560	621	641
Wynik operacyjny	367	389	494	568	602
Saldo rezerw	46	26	46	102	124
Zysk brutto	321	363	448	466	478
Podatek dochodowy	37	37	52	57	59
Zysk netto dywizji	284	325	396	410	419
Odpis WNIP	-6	-5	0	0	0
Podatek bankowy	-15	-15	-17	-18	-19
Inne	15	0	0	1	2
Zyski mniejszościowych	0	0	9	32	32
Zysk netto	281	318	388	425	435

Bilans

(mld HUF)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Kredyty netto	6 988	8 067	11 331	12 175	12 845
Pozostałe aktywa	6 203	6 524	7 830	8 076	8 199
Aktywa razem	13 190	14 590	19 161	20 251	21 044
Depozyty	10 219	11 285	14 303	15 288	16 090
Pozostałe zobowiązania	1 328	1 476	2 725	2 478	2 183
Udziały mniejszościowe	3	2	3	3	3
Kapitały własne	1 640	1 827	2 130	2 481	2 769

Wskaźniki

(%)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
NIM	4,5%	4,3%	4,2%	4,1%	4,1%
C/I	54,6%	56,1%	53,2%	52,2%	51,6%
CoR	0,6%	0,3%	0,4%	0,8%	0,9%
NPL Ratio	9,2%	6,3%	7,1%	6,6%	6,7%
Tier 1	12,7%	16,5%	15,5%	16,9%	17,9%

Wycena sumą części (SOTP)

(mld HUF)	Wartość godziwa	FVPS (HUF)	Zysk netto			P/E			BV	P/BV
			2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P	2019	2019
Węgry + pozostałe	1 959	7 338	205,4	176,6	172,7	9,5	11,1	11,3	1 164	6,3
CEE ogółem	1 915	7 158	203,8	233,0	246,5	9,4	8,2	7,8	6 289	1,1
DSK	710	2 657	67,9	70,1	72,4	10,5	10,1	9,8	2 218	1,2
OBS	22	84	0,7	0,5	0,5	35,0	43,7	46,3	105	0,8
OTP Banka Hrvatska	331	1 241	31,3	29,7	32,7	10,6	11,2	10,1	1 105	1,1
OTP Banka Romania	86	321	5,6	5,1	5,7	15,2	17,0	15,0	333	1,0
OTP Russia	248	916	30,4	35,8	38,3	8,3	7,1	6,6	629	1,5
CJSC OTP Bank	84	313	32,4	32,9	36,1	2,6	2,5	2,3	256	1,2
OTP Banka Serbia	233	872	12,2	30,8	31,7	20,9	8,3	8,0	833	1,1
CKB	35	132	3,2	6,1	6,3	10,9	5,8	5,6	218	0,6
OTP Albania	41	153	3,6	5,2	5,1	11,3	7,9	7,9	99	1,5
OTP Moldova	39	146	4,7	4,8	5,1	8,3	8,1	7,7	107	1,4
OTP Slovenia	86	322	11,6	12,1	12,5	7,4	7,1	6,9	386	0,8
Suma dywizji	3 874	14 496	409,2	409,6	419,2	9,3	9,3	9,1	7 453	2,2
Podatek bankowy	-204	-763								
Grupa OTP ogółem	3 671	13 733								

Podsumowanie wyceny

(mld HUF)	waga	wycena
Koszt kapitału 12M		9,2%
DDM	50%	3 967
Zyski ekonomiczne	50%	3 839
Średnia wartość godziwa na akcję (HUF)		3 903
Podatek bankowy		-763
Zyski mniejszościowych		-121
Wartość godziwa na akcję (HUF)		13 733
Koszt kapitału 9M		6,9%
Cena docelowa za 9M (HUF)		14 681

PZU kupuj (bez zmian)

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

Naszą rekomendację oraz cenę docelową pozostawiamy bez zmian. Wyniki za drugi kwartał okazały się być zgodne z konsensusem oraz 2% wyższe od naszych oczekiwań. Wyniki za H1 stanowią 45% naszej rocznej prognozy, jednak jest za wcześnie żeby ocenić, czy rewizja naszych oczekiwań będzie konieczna. Spodziewamy się, że w drugiej połowie roku kontrybucja ze strony banków będzie większa, co w oczywisty sposób będzie sprzyjać wykonaniu prognozy rocznej. Na konferencji wynikowej, Zarząd podtrzymał chęć zwiększania DPS każdego roku, pomimo wymagającego otoczenia. Naszym zdaniem 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 i bardzo wysokich temperatur, które przekładają się na gwałtowne burze i tornada. Zwracamy uwagę, że w obliczu wyroku TSUE, PZU wydaje się być relatywnie bezpiecznym walorem wśród polskich spółek finansowych.

Cena bieżąca	36,10 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	43,38 PLN	+20,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	43,38 PLN	2019-09-05

Podstawowe dane			PZU PW	vs. WIG
Ticker	PZU PW	Zmiana 1M	-2,2%	-1,1%
ISIN	PLPZU0000011	Zmiana YTD	-12,2%	-9,2%
Liczba akcji (mln)	863,5	Średni obrót 1M	57,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	31 173,2	Średni obrót 6M	64,0 mln PLN	
		P/E 12M fwd	9,5	-21,1%
Free float	64,8%	P/E 5Y avg	12,0	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	10,7	9,7	9,6	9,1	8,9
P/BV	2,1	2,1	2,1	2,0	2,0
ROE	21,1%	21,7%	21,8%	22,5%	22,6%
DPS	1,40	2,70	2,98	3,01	3,18
DYield	3,9%	7,5%	8,2%	8,3%	8,8%
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
Poz. przych. oper. netto	-774	-1 354	-874	-867	-862
WNDB	2 439	3 971	4 635	5 158	5 618
Wynik operacyjny	5 458	6 820	7 414	8 015	8 431
Koszty finansowe	0	0	0	0	0
Jednostki zależne	-1	-1	16	-1	0
Zysk brutto	5 457	6 836	7 430	8 014	8 431
Podatek dochodowy	-1 289	-1 631	-1 770	-1 913	-2 012
Zysk mniejszości	1 290	2 155	2 397	2 669	2 908
Zysk netto	2 878	3 203	3 263	3 432	3 511

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2019-21)	6 724	26%
Korekta o PV	1 123	4%
Etap II (2022-36)	13 355	51%
Etap III (2037-56)	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 (2019-21)	3 308	14%
Korekta o PV	462	2%
Etap II (2022-36)	7 350	31%
Etap III (2037-56)	1 536	6%
Wartość godziwa	23 709	100%
Liczba akcji (mln)	864	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	27,46	
Cena docelowa za 9M (PLN)	29,21	

Wycena PZU (bez banków)

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

Wycena sumą części (SOTP)

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

Kruk kupuj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Naszą rekomendację oraz cenę docelową pozostawiamy bez zmian. Solidne spłaty oraz niska cena zakupionych portfeli w 2Q przemawiają na korzyść Kruka. Z drugiej strony całokształt wyników w 2Q był gorszy od oczekiwań, co w dużej mierze wynikało z braku poprawy na rynku włoskim. Nasza prognoza na cały rok jest na tyle konserwatywna, że nie uważamy za zasadne obniżyć nasze szacunki. Zwłaszcza, że Kruk zaprezentował pozytywną perspektywę na konferencji po wynikach za 2Q'19. Zarząd uważa, że nie powinno być więcej negatywnych odpisów na rynku włoskim po finalnym dostosowaniu (negatywne rewaluacje w wysokości 23 mln PLN w 2Q). Ponadto Zarząd wskazał, że odpisy na pozostałych rynkach miały charakter jednorazowy i dotyczyły spisanego w całości portfela detalicznego w Słowacji (-23 mln PLN). Przewidujemy, że około 10 października powinny się pojawić dane dotyczące nakładów w 3Q. Spodziewamy się przyspieszenia w kwestii nakładów w drugiej połowie roku, ze wskazaniem na 4Q.

Cena bieżąca	143,50 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	213,65 PLN	+48,9%

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

Podstawowe dane			KRU PW	vs. WIG
Ticker	KRU PW	Zmiana 1M	-7,7%	-6,6%
ISIN	PLKRK0000010	Zmiana YTD	-5,4%	-2,4%
Liczba akcji (mln)	18,9	Średni obrót 1M	7,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 710,3	Średni obrót 6M	6,8 mln PLN	
		P/E 12M fwd	7,9	-40,0%
Free float	87,0%	P/E 5Y avg	13,2	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	-148	-161	-176	-179	-181
Zysk netto	295	330	336	342	343
P/E	9,1	8,2	8,1	7,9	7,9
P/BV	1,9	1,6	1,4	1,3	1,2
ROE	21,9%	20,7%	18,5%	17,2%	15,9%
DPS	5,76	5,00	5,00	8,90	9,06
DYield	4,0%	3,5%	3,5%	6,2%	6,3%
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 wierzyteln.	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 finansov	-86	-126	-145	-145	-149
Zysk brutto	335	353	378	384	384
Podatek dochodowy	40	22	38	38	38
Zysk netto	295	330	340	346	346
Nakłady na nowe portfele	976	1 395	891	949	1 259
Spłaty	-1 369	-1 582	-1 856	-2 137	-2 003

Wycena DDM oraz EVA

(mln PLN)	DDM	EVA
Początkowe TNAV		1 460
Etap I (2019-28)	1 496	2 041
Etap II (2029-48)	2 383	1 034
PV TV	967	
Wartość godziwa na 04/2019	3 515	3 654
Korekta o wartość pieniądza w czasie	196	67
Obecna wartość firmy	3 711	3 721
Liczba akcji (mln)	18,9	18,9
Koszt kapitału	7,8%	7,8%
Wartość godziwa na akcję (PLN)	196,47	197,01
Cena docelowa za 9M (PLN)	210,61	211,19

Podsumowanie DCF

	(mln PLN)
Suma FCF	1 312
Wartość rezydualna (TV)	9 374
Wzrost FCF po prognozie	3,0%
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	4 834
Wartość firmy (EV)	6 146
Dług netto	2 353
Udziałowcy mniejszościowi	0
Wartość firmy na 04/2019	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

Skarbiec negatywnie zaskoczył rekomendacją dywidendy w wysokości 0,5 PLN na akcję. Zarząd uzasadnia tą decyzję chęcią utrzymania poduszki kapitałowej w związku z PPK oraz zbliżającymi się wydatkami na system informatyczny. Niemniej jednak Skarbiec w roku fiskalnym 18/19 zrobił 130% naszej prognozy, co stwarza szansę wypłaty atrakcyjnej dywidendy w 2020 r. Ciekawostką ze spotkania wynikowego jest fakt, że dystrybutorzy funduszy Skarbca, po podpisaniu deklaracji o poufności mogą się dowiedzieć, kto sprawuje rzeczywistą kontrolę nad spółką. 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.

Cena bieżąca

16,60 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

28,17 PLN

+69,7%

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

Podstawowe dane			SKH PW	vs. WIG
Ticker	SKH PW	Zmiana 1M	-2,9%	-1,8%
ISIN	PLSKRBH00014	Zmiana YTD	-21,3%	-18,4%
Liczba akcji (mln)	6,8	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	113,2	Średni obrót 6M	0,0 mln PLN	
		P/E 12M fwd	5,3	-28,0%
Free float	25,4%	P/E 5Y avg	7,4	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody ogółem	101,5	105,1	92,7	101,9	104,5
opłata stała	80,9	78,5	76,9	83,5	83,9
opłata zmienna	15,2	25,6	14,7	17,3	19,5
Koszty razem	-78,1	-76,1	-68,8	-74,3	-78,4
Zysk netto	19,6	24,0	19,9	23,0	21,8
P/E	5,8	4,7	5,7	4,9	5,2
P/BV	1,1	1,2	1,1	1,1	1,1
ROE	19,3%	24,2%	19,7%	22,5%	22,1%
DPS	2,62	4,45	1,47	4,45	3,15
DYield	15,8%	26,8%	8,8%	26,8%	18,9%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Wynagrodzenie stałe			0,0%	0,0%	0,0%
Wynagrodzenie zmienne			0,0%	0,0%	0,0%
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Wynagrodzenie stałe	80,9	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 pracowni	-19,8	-24,4	-17,9	-18,8	-19,7
Pozostałe koszty działalności	-16,8	-15,8	-16,5	-17,1	-17,6
Koszty operacyjne	-78,1	-76,1	-68,8	-74,3	-78,4
Pozostałe	0,9	0,8	0,8	0,8	0,9
Zysk brutto	24,3	29,8	24,6	28,4	26,9
Podatek dochodowy	-4,7	-5,8	-4,7	-5,4	-5,1
Zysk netto	19,6	24,0	19,9	23,0	21,8
Aktywa detaliczne	4 414	3 462	4 099	4 778	5 231
Aktywa dedykowane	2 375	339	339	339	339
AUM ogółem	6 789	3 802	4 439	5 117	5 570

Bilans

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

Analiza porównawcza

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Podsumowanie wyceny

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

Wycena na akcję

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

Chemia Ciech kupuj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Naszym zdaniem pasmo negatywnych informacji, z jakimi boryka się Ciech od końca marca 2019 roku jest już bliskie wyczerpania. W sierpniu zrealizowało się ostatnie znaczące ryzyko dotyczące wymuszonego zamknięcia (hibernacji) zakładów sody kalcynowanej w Govorze (Rumunia). Unieruchomienie najslabszego pod względem efektywności aktywa w Grupie naszym zdaniem będzie jeszcze negatywnie przekładać się na wyniki 4Q'19 (szacujemy, że koszty stałe zakładu to 19 mln PLN kwartalnie). Naszym zdaniem rynek miał już okazję skwantyfikować szereg negatywnych zjawisk, podczas gdy na horyzoncie pojawiły się pierwsze możliwe pozytywne czynniki jak spadek cen węgla energetycznego i koksującego. Według naszych szacunków obydwie implikują odpowiednio 16 mln PLN i 42 mln PLN możliwych oszczędności na 2020 rok. Dodatkowo w drugiej połowie sierpnia rosnać zaczęły ceny sody w Chinach. Nie zmienimy naszej rekomendacji kupuj oraz ceny docelowej 42,03 PLN akcja.

Cena bieżąca
Cena docelowa

30,50 PLN

potencjał zmiany

42,03 PLN

+37,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	42,03 PLN	2019-09-05

Podstawowe dane			CIE PW	vs. WIG
Ticker	CIE PW	Zmiana 1M	-12,4%	-11,3%
ISIN	PLCIECH000018	Zmiana YTD	-31,2%	-28,2%
Liczba akcji (mln)	52,7	Średni obrót 1M	1,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 607,3	Średni obrót 6M	2,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 202,4	EV/EBITDA 12M fwd	4,5	-24,8%
Free float	33,0%	EV/EBITDA 5Y avg	6,0	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	3 579	3 673	3 805	3 626	3 792
EBITDA skor.	808	633	648	685	695
marża EBITDA	22,6%	17,2%	17,0%	18,9%	18,3%
EBIT skor.	564	358	357	346	351
Zysk netto skor.	373	166	232	221	225
P/E skor.	4,3	9,7	6,9	7,3	7,1
P/BV	0,7	0,8	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA skor.	3,1	4,8	4,9	4,8	4,6
DPS	0,00	7,50	0,00	0,00	2,12
DYield	0,0%	24,6%	0,0%	0,0%	7,0%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Soda (USD/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Soda Ciech (PLN/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Soda vol (tys. ton)		0,0%	0,0%	0,0%	
Węgiel do celów energetycznych (PLN/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Węgiel 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	506	535	538
EBITDA organika	97	76	96	102	109
EBITDA krzemiany	37	34	37	39	39
EBITDA pozostałe	-5	9	9	9	9
EBITDA/t soda	306	243	239	301	295
Przepływy oper.	629	454	474	635	619
Amortyzacja	244	275	291	339	344
Kapitał obrotowy	-66	-97	-110	13	-12
Przepływy inw.	-389	-627	-545	-678	-331
CAPEX	402	595	545	678	331
Przepływy fin.	-164	-125	-160	39	-272
Dywidenda/buyback	0	-395	0	0	-112
FCF	234	-170	-70	-41	291
FCF/EBITDA	28%	-26%	-11%	-6%	42%
CFO/EBITDA	75%	69%	73%	93%	89%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Soda (EUR/t)	235	235	235	235	235	235	235	235	235	235	235
Soda Ciech (PLN/t)	881,1	893,9	893,9	893,9	893,9	893,9	893,9	893,9	893,9	893,9	893,9
Soda vol (tys. ton)	2 115	1 775	1 825	1 825	1 825	1 825	1 825	1 825	1 825	1 825	1 826
Przychody	3 805	3 626	3 792	3 845	3 877	3 901	3 917	3 932	3 949	3 966	3 984
EBITDA	648	685	695	703	702	697	686	675	663	652	640
marża EBITDA	17,0%	18,9%	18,3%	18,3%	18,1%	17,9%	17,5%	17,2%	16,8%	16,4%	16,1%
EBIT	357	346	351	370	373	360	341	322	304	287	273
Podatek	63	61	62	67	68	66	62	58	55	51	49
CAPEX	-545	-678	-331	-313	-319	-332	-340	-348	-356	-363	-368
Kapitał obrotowy	-110	13	-12	-4	-2	-2	-1	-1	-1	-1	-1
FCF	-70	-41	291	319	312	297	283	267	251	236	223
PV FCF	-69	-38	251	257	235	209	185	164	144	126	
WACC	6,8%	6,7%	6,8%	6,9%	6,9%	6,9%	7,0%	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	2020P
Aktywa	4 644	4 831	4 996	5 277	5 333
Aktywa trwałe	3 205	3 559	3 813	4 154	4 142
Kapitał własny	2 188	1 970	2 203	2 427	2 543
Udział mniejszości	-3	0	0	0	0
Dług netto	865	1 464	1 595	1 699	1 582
Dług netto/EBITDA (x)	1,0	2,2	2,5	2,5	2,3
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	4,3	4,4	3,9	3,8	3,1	3,4
Maksimum	26,4	19,8	17,6	13,5	11,8	10,7
Mediana	13,5	11,9	9,4	7,4	5,7	5,9
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana wartość FCF	1 464
Dług netto	1 464
Inne korekty	-201
Wycena DCF na akcję (PLN)	40,41

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	38,67
DCF	50%	40,41
Cena wynikowa		39,54
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		42,03

Grupa Azoty trzymaj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Naszym zdaniem obecne ceny gazu nie mają już miejsca do dalszego spadku, z kolei odbicie przed okresem zimowym wpływałoby na kompresję marży w kolejnych okresach. Według nas potencjał pozytywnych zaskoczeń na 2019 rok wyczerpał się. Naszym zdaniem w scenariuszu odbicia cen gazu w 2020 roku wyniki spółki mogą spaść do około 1 mld PLN. To przy rosnącym zadłużeniu związanym z ambitnym programem inwestycyjnym będzie ciążyć na sentymencie do akcji Grupy Azoty. Obniżamy nasze prognozy segmentu nawozowego o ostatnie spadki cen saletry amonowej oraz obniżamy szacunki wyników w segmentach Tworzyw Sztucznych i Chemii z uwagi na słabsze perspektywy kluczowych rynków docelowych. Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla grupy Azoty, a cenę docelową obniżamy do 34,09 PLN/akcja (wcześniej 39,77 PLN/akcja).

Cena bieżąca

31,18 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

34,09 PLN

+9,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	34,09 PLN	2019-10-07	
poprzednia	trzymaj	39,77 PLN	2019-09-05	
Podstawowe dane			ATT PW	vs. WIG
Ticker	ATT PW	Zmiana 1M	-16,9%	-15,8%
ISIN	PLZATRM00012	Zmiana YTD	0,0%	+3,0%
Liczba akcji (mln)	99,2	Średni obrót 1M		1,8 mln PLN
MC (mln PLN)	3 092,9	Średni obrót 6M		3,1 mln PLN
EV (mln PLN)	6 313,6	EV/EBITDA 12M fwd	4,7	-25,8%
Free float	29,0%	EV/EBITDA 5Y avg	6,4	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	9 617	9 999	12 133	11 812	12 125
EBITDA skor.	1 262	805	1 535	967	991
marża EBITDA	13,1%	8,1%	12,6%	8,2%	8,2%
EBIT skor.	672	122	784	223	260
Zysk netto skor.	550	43	528	95	101
P/E skor.	5,6	72,6	5,9	32,7	30,7
P/BV	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA skor.	3,2	7,4	4,1	7,8	9,0
DPS	0,79	1,20	0,00	0,00	0,29
DYield	2,5%	3,8%	0,0%	0,0%	0,9%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			-4,9%	-9,4%	-8,5%
Zysk netto			-11,9%	-45,9%	-42,9%
Mocznik (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Saletra (PLN/t)			0,0%	-1,3%	-1,3%
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	907	513	545
EBITDA tworzywa	221	192	144	77	55
EBITDA chemia	348	282	284	209	218
EBITDA Compo	0	0	127	120	124
EBITDA pozostałe	134	208	41	47	48
Przepływy oper.	1 087	1 043	1 207	972	969
Amortyzacja	590	683	751	743	731
Kapitał obrotowy	13	155	-200	14	-13
Przepływy inw.	-709	-1 761	-1 372	-2 040	-2 199
CAPEX	1 063	2 042	1 387	2 040	2 199
Przepływy fin.	39	440	-118	582	1 221
Dywidenda/buyback	-78	-119	0	0	-28
FCF	49	-1 158	-207	-1 077	-1 237
FCF/EBITDA	4%	-151%	-14%	-111%	-125%
CFO/EBITDA	92%	136%	80%	101%	98%

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	1 307	1 345	1 344	1 342	1 341	1 340	1 338	1 337	1 336	1 342
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	12 133	11 812	12 125	13 013	13 987	14 248	14 463	14 609	14 758	14 841	14 978
EBITDA	1 502	967	991	1 333	1 472	1 535	1 505	1 495	1 480	1 462	1 474
marża EBITDA	12,4%	8,2%	8,2%	10,2%	10,5%	10,8%	10,4%	10,2%	10,0%	9,9%	9,8%
EBIT	751	223	260	380	519	592	600	619	602	570	582
Podatek	122	17	16	20	34	52	57	63	61	56	59
CAPEX	-1 387	-2 040	-2 199	-844	-572	-619	-660	-814	-832	-878	-892
Kapitał obrotowy	-200	14	-13	-38	-42	-11	-9	-6	-6	-4	-6
FCF	-207	-1 077	-1 237	431	824	852	779	612	581	525	518
PV FCF	-204	-998	-1 085	353	632	612	523	384	341	288	
WACC	6,7%	6,3%	6,0%	6,3%	6,4%	6,5%	6,6%	6,6%	6,7%	6,7%	6,8%
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	11 738	14 160	14 647	15 375	16 927
Aktywa trwałe	8 070	9 886	10 553	11 855	13 330
Kapitał własny	6 856	6 703	7 201	7 296	7 368
Udział mniejszości	588	625	657	663	671
Dług netto	367	2 226	2 564	3 751	5 160
Dług netto/EBITDA (x)	0,3	2,9	1,7	3,9	5,2
Dług netto/kap. wł. (x)	0,1	0,3	0,4	0,5	0,7

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	6 818
Dług netto	2 226
Inne korekty	-625
Wycena DCF na akcję (PLN)	39,99

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	24,14
DCF	50%	39,99
Cena wynikowa		32,07
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		34,09

Paliwa Lotos sprzedaj (bez zmian)

Kamil Kliszczyk

+48 22 438 24 02

kamil.kliscz@mbank.pl

Decyzja o zatrzymaniu zegara w procesie zatwierdzania fuzji PKN-LTS przez Komisję Europejską na pewno nie przybliży do zakończenia tego procesu (pierwotny termin decyzji był ustalony na styczeń 2020) i może sugerować duże trudności w osiągnięciu kompromisu w sprawie środków zaradczych, a tymczasem kurs Lotosu praktycznie zignorował tę informację. Oddalenie w czasie potencjalnego wezwania ze strony Orlenu może ponownie skierować większą uwagę rynku na bieżące wyniki i perspektywy na kolejne okresy. W naszej opinii rynkowe oczekiwania na lata 2020-21 są już dość wygórowane (~4 mld PLN EBITDA LIFO), a inkrementalny przyrost modelowej marży po uruchomieniu DCU powinien być korygowany o efekt spadku „starego” benchmarku (presja na HSFO nie w pełni kompensowana wzrostem marż na dieslu oraz cykliczne pogorszenie relacji popytu i podaży w związku z uruchomieniem nowych mocy przerobowych). Nie można też abstrahować od faktu, że tegoroczne wyniki segmentu rafineryjnego są mocno wsparte przeceną na rynku gazu. Dodatkowo nie można zapominać, że spółka pracuje też nad nowymi projektami inwestycyjnymi, które mogą zakłócić profil FCF w kolejnych latach. Nadal jednak nie znamy szczegółów i dlatego te nakłady nie są uwzględnione w rynkowym konsensusie. Jeśli chodzi o wyniki 3Q to spodziewamy się 13% wzrostów na linii EBITDA LIFO i nie wykluczamy niewielkiej rewizji naszych rocznych szacunków, aczkolwiek rekomendacja sprzedaż pozostaje bez zmian.

Cena bieżąca

89,18 PLN

potencjał zmiany**Cena docelowa**

72,31 PLN

-18,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	sprzedaj	72,31 PLN	2019-08-02

Podstawowe dane			LTS PW	vs. WIG
Ticker	LTS PW	Zmiana 1M	+7,1%	+8,1%
ISIN	PLLOTOS000025	Zmiana YTD	+4,3%	+7,3%
Liczba akcji (mln)	184,9	Średni obrót 1M	20,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	16 487,0	Średni obrót 6M	23,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	19 418,1	EV/EBITDA 12M fwd	4,9	-13,9%
Free float	46,8%	EV/EBITDA 5Y avg	5,7	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	24 186	30 122	27 325	27 786	29 963
EBITDA	3 073	3 704	2 804	3 169	3 549
marża EBITDA	12,7%	12,3%	10,3%	11,4%	11,8%
EBIT	2 229	2 981	1 921	2 176	2 469
Zysk netto	1 672	1 587	1 215	1 317	1 444
P/E	9,9	10,4	13,6	12,5	11,4
P/BV	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1
EV/EBITDA	6,2	5,0	6,9	5,8	5,1
DPS	1,00	1,00	3,00	1,97	2,14
DYield	1,1%	1,1%	3,4%	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	2 844	3 119	3 438
upstream	863	917	651	956	1 377
rafineria	2 058	2 022	1 988	1 954	1 848
detal	139	181	204	210	214
EV/EBITDA LIFO skor.	6,2	5,9	6,8	5,9	5,2
Efekt LIFO	171	500	-40	50	111
Inne zd. jednorazowe	-148	78	0	0	0
Saldo finansowe	219	-259	-139	-142	-110
Przerób ropy mln ton	9,6	10,8	10,4	10,2	10,2
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	7,7	7,1	7,0	7,3	6,9
detal EBITDA/tonę	119	144	130	132	135
upstream \$ EBITDA/boe	26,9	34,1	24,5	33,7	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)	65,0	70,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0
Marża+dyferencjał	6,1	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	26 139	26 241	27 814	27 565	27 565	27 565	27 565	27 565	27 624	27 678	27 678
EBITDA	2 152	2 213	2 172	2 057	2 052	2 048	2 043	2 038	2 033	2 024	2 024
marża EBITDA	8,2%	8,4%	7,8%	7,5%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,3%	7,3%
EBIT	1 485	1 449	1 388	1 233	1 270	1 240	1 221	1 203	1 184	1 160	1 307
Podatek	282	275	264	234	241	236	232	229	225	220	248
CAPEX	-686	-679	-717	-717	-717	-717	-717	-717	-717	-717	-717
Kapitał obrotowy	-202	-89	-473	-2	30	23	46	11	5	3	3
FCF	982	1 170	719	1 104	1 124	1 118	1 140	1 103	1 096	1 089	1 061
PV FCF	952	1 047	598	851	803	739	698	625	575	529	
WACC	7,9%	8,2%	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	2 333	2 599	2 165
CFO/EBITDA LIFO skor.	103%	74%	82%	83%	63%
Capex	1 439	967	1 571	1 289	1 046
Kapitał obrotowy	4 035	4 816	5 018	5 106	5 579
Kapitał własny	10 712	12 035	12 733	13 790	14 798
Dług netto	2 505	1 943	2 931	2 026	1 456
Dług netto/EBITDA (x)	0,8	0,5	1,0	0,6	0,4

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	2,9	2,8	2,4	1,9	1,8	1,7
Maksimum	26,4	18,3	29,5	11,6	10,7	10,2
Mediana	10,1	7,5	7,9	5,0	4,5	4,4
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdykontowana wartość FCF	14 761
Dług netto	3 034
Petrobaltic	1 839
Wycena DCF na akcję (PLN)	73,38

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	62,66
DCF	50%	73,38
Cena wynikowa		68,02
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		72,31

MOL kupuj (podwyższona)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Kurs MOL-a we wrześniu pogłębił dystans do polskich konkurentów, co można tłumaczyć korektą cen ropy i gazu w drugiej połowie miesiąca oraz kontynuacją osłabienia forinta (efekt odpływu kapitału z rynku węgierskiego choć akurat słabsza waluta wspiera wyniki Spółki). Nie bez znaczenia były też zapewne obawy o negatywny wpływ decyzji norweskiego funduszu państwowego o redukcji ekspozycji na aktywa związane z wydobyciem węglowodorów. Jeśli chodzi o spadki cen surowców to warto w tym miejscu przypomnieć, że MOL ma ograniczoną ekspozycję na załamanie notowań gazu z uwagi na obowiązującą regulację cen na kluczowych rynkach: węgierskim i chorwackim. Faktem jest jednak, że pogorszenie wyników w segmencie wytwarzania nie pozwoli w 3Q na poprawę skonsolidowanego strumienia CCS EBITDA w ujęciu r/r (mimo mocnej rafinerii i detalu), w kontraście do Lotosu (+13% r/r) i Orlenu (+32%). Nie wpływa to jednak na nasze całoroczne szacunki i nadal uważamy, że MOL oferuje bardzo atrakcyjną wycenę na EV/EBITDA LIFO i bezpieczną perspektywę FCF w kolejnych latach z uwagi na wyważony plan inwestycyjny, nawet w naszym konserwatywnym scenariuszu makro. Konsensus rynkowy na lata 2020-21 ma znacznie mniejszy potencjał do rewizji w dół niż w przypadku Lotosu czy Orlenu. Po ostatnich spadkach kursu podnosimy rekomendację do kupuj bez zmian prognoz i ceny docelowej.

Cena bieżąca

2 826 HUF

potencjał zmiany

Cena docelowa

3 258 HUF

+15,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	3 258 HUF	2019-10-07	
poprzednia	akumuluj	3 258 HUF	2019-08-02	
Podstawowe dane			MOL HB	vs. WIG
Ticker	MOL HB	Zmiana 1M	-3,4%	-2,3%
ISIN	HU0000153937	Zmiana YTD	-5,3%	-2,3%
Skor. I. akcji (mln)	750,3	Średni obrót 1M	1 646,0 mln HUF	
MC (mln HUF)	2 120 264,3	Średni obrót 6M	1 853,3 mln HUF	
EV (mln HUF)	2 854 806,9	EV/EBITDA 12M fwd	4,0	-6,7%
Free float	53,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,3	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mld HUF)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	4 130	5 169	4 598	4 883	5 169
EBITDA	673	764	668	709	755
marża EBITDA	16,3%	14,8%	14,5%	14,5%	14,6%
EBIT	354	353	290	315	362
Zysk netto	307	301	207	236	272
P/E	6,9	7,0	10,2	9,0	7,8
P/BV	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA	4,3	3,6	4,3	4,0	3,6
DPS	78,13	127,50	142,44	150,17	157,67
DYield	2,8%	4,5%	5,0%	5,3%	5,6%
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	672	706	752
upstream	235	344	299	343	357
rafineria	198	183	155	148	166
detal	97	115	128	127	133
petchem	127	87	85	83	94
gaz	61	50	56	57	57
koszty ogólne	-45	-51	-52	-52	-54
EV/EBITDA LIFO skor.	4,3	3,8	4,2	4,0	3,6
Efekt LIFO	7	19	-4	3	3
Inne zd. jednorazowe	-7	17	0	0	0
Saldo finansowe	11	-22	-10	-10	-9
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	5,3	4,9	4,2	4,0	4,5
upstream \$ EBITDA/boe	23,7	34,8	29,0	33,5	36,5
Przerób ropy mln ton	18,5	19,1	19,1	19,1	19,1
Wydobycie mboe/d	107,4	110,6	114,7	114,3	109,4

Model DCF (bez segmentu wydobywczego)

(mld HUF)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Brent (USD/Bbl)	65	70	75	75	75	75	75	75	75	75	75
Marża+dyferencjał USD/HUF	6,3	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	4 282	4 545	4 826	4 836	4 837	4 838	4 838	4 839	4 840	4 841	4 841
EBITDA	369	366	398	434	438	438	437	437	437	437	437
marża EBITDA	8,6%	8,1%	8,2%	9,0%	9,1%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
EBIT	161	145	170	196	203	202	198	193	188	182	217
Podatek	42	37	43	51	52	52	51	50	48	46	41
CAPEX	-404	-367	-280	-241	-220	-220	-220	-220	-220	-220	-220
Kapitał obrotowy	33	-17	-17	0	1	2	1	1	1	1	1
FCF	-44	-55	59	143	167	168	168	169	170	171	176
PV FCF	-42	-49	48	108	117	108	100	93	86	80	
WACC	8,3%	8,3%	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	636	631	663
CFO/EBITDA LIFO skor.	83%	82%	95%	89%	88%
Capex	286	380	528	490	402
Kapitał obrotowy	248	300	267	284	300
Kapitał własny	1 741	1 994	2 080	2 188	2 326
Dług netto	435	314	412	410	291
Dług netto/EBITDA (x)	0,6	0,4	0,6	0,6	0,4

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	2,9	2,8	2,4	1,9	1,8	1,7
Maksimum	26,4	18,3	29,5	11,6	10,7	10,2
Mediana	10,3	7,7	7,9	4,9	4,4	4,4
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mld HUF)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdykontowana wartość FCF	1 742
Dług netto i korekty	296
Segment wydobywczy	594
Wycena DCF na akcję (HUF)	2 873

Wycena

(HUF)	waga	cena
Porównawcza	50%	3 235
DCF	50%	2 873
Cena wynikowa		3 054
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		3 258

PGNiG kupuj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Kurs PGNiG po chwilowym odbiciu wrócił na lokalne minima, wraz z ponownym spadkiem cen gazu. Nadal jednak liczymy na odbudowanie sentymentu na europejskim rynku tego surowca z uwagi na sezonowy wzrost popytu i spadek stanów magazynowych (aktualne napełnienie wynosi aż 97%), powrót dwucyfrowych dynamik importu gazu w Chinach (na razie odczyty lipcowe i sierpniowe +7%) oraz widoczny mocny wzrost generacji w elektrowniach gazowych. W tych warunkach oczekujemy też domknięcia parytetu gaz-CO₂ (switching price) i gaz-węgiel poprzez widoczne zjawisko wypierania węgla z generacji. Dodatkowym katalizatorem powinna być oczekiwana dalsza poprawa wyników w segmencie obrotu po słabszym początku roku (utrzymanie wysokich cenników, magazynowanie taniego gazu w okresie letnim, spotowe rozliczenia z wydobywaniem), wbrew niektórym katastroficznym prognozom rynkowym. Przy naszych założeniach na rok 2020 wskaźnik EV/EBITDA spada poniżej 3,5x, co nawet przy udziale segmentu E&P na poziomie 60% w generowaniu EBITDA należy uznać za poziom atrakcyjny. Na horyzoncie najbliższych miesięcy pozostaje również ogłoszenie finalnego wyroku arbitrażu z Gazpromem. PGNiG w ostatnich miesiącach zachowywał się znacznie gorzej od europejskich spółek porównywalnych i praktycznie korelował ze spotowymi notowaniami surowca, co w naszej opinii przeszacowuje wpływ otoczenia makro na wycenę.

Cena bieżąca

4,61 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

6,33 PLN

+37,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	6,33 PLN	2019-09-05

Podstawowe dane			PGN PW	vs. WIG
Ticker	PGN PW	Zmiana 1M	+0,6%	+1,7%
ISIN	PLPGNIG00014	Zmiana YTD	-32,2%	-29,3%
Liczba akcji (mln)	5 778,3	Średni obrót 1M	26,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	26 626,5	Średni obrót 6M	28,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	26 720,4	EV/EBITDA 12M fwd	4,1	-17,4%
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	41 234	33 754	37 055	43 313
EBITDA	6 579	7 115	6 172	8 017	9 349
marża EBITDA	18,3%	17,3%	18,3%	21,6%	21,6%
EBIT	3 910	4 395	3 303	4 872	6 022
Zysk netto	2 923	3 212	2 395	3 472	4 186
P/E	9,1	8,3	11,1	7,7	6,4
P/BV	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA	4,1	3,7	4,3	3,3	2,7
DPS	0,20	0,07	0,11	0,17	0,24
DYield	4,3%	1,5%	2,4%	3,6%	5,2%
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	6 377	7 919	9 289
EBITDA	6 579	7 115	6 172	8 017	9 349
wydobycie	3 865	5 019	3 405	4 373	5 562
obróć	-435	-848	73	616	620
dystribucja	2 493	2 385	2 035	2 138	2 151
energetyka	843	788	894	1 099	1 231
pozostałe	-187	-229	-234	-209	-215
Saldo finansowe	12	107	-9	0	-1
Prod. ropy mln ton	1,27	1,41	1,25	1,36	1,40
kraj	0,79	0,82	0,78	0,75	0,73
zagranica	0,48	0,59	0,48	0,61	0,67
Prod. gazu mld m3	4,5	4,5	4,6	4,8	5,2
kraj	3,8	3,8	3,9	3,9	4,0
zagranica	0,7	0,7	0,7	0,9	1,2
marża obrót PLN/MWh	-2,2	-6,6	-1,6	1,7	1,7

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Brent (USD/Bbl)	65,0	70,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0
Gaz EU (EUR/MWh)	15,6	19,1	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	33 754	37 055	43 313	43 450	40 775	40 663	39 272	38 380	38 860	39 164	39 164
EBITDA	5 898	7 571	8 907	8 715	8 396	8 990	9 031	9 115	9 284	9 036	9 036
marża EBITDA	17,5%	20,4%	20,6%	20,1%	20,6%	22,1%	23,0%	23,8%	23,9%	23,1%	23,1%
EBIT	3 303	4 872	6 022	5 768	5 394	5 501	5 491	5 481	5 521	5 150	4 555
Podatek	899	1 399	1 835	1 703	1 565	1 500	1 530	1 550	1 604	1 460	1 460
CAPEX	-4 903	-4 452	-4 078	-4 746	-4 845	-4 389	-4 398	-4 426	-4 489	-4 481	-4 481
Kapitał obrotowy	1 265	-400	-759	-17	324	14	169	108	-58	-37	-37
FCF	1 362	1 319	2 235	2 249	2 311	3 115	3 272	3 247	3 133	3 059	3 059
PV FCF	1 315	1 169	1 817	1 679	1 584	1 960	1 890	1 722	1 525	1 367	
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	6 391	5 823	6 353
CFO/EBITDA	73%	82%	104%	73%	68%
Capex	3 162	4 534	4 903	4 452	4 078
Kapitał obrotowy	5 280	5 358	4 093	4 493	5 252
Kapitał własny	33 626	36 634	38 343	40 807	43 554
Dług netto	428	-223	96	-214	-1 010
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	3,0	2,8	2,3	2,8	2,4	2,2
Maksimum	23,8	16,4	16,3	15,8	12,3	12,7
Mediana	11,8	10,5	9,6	6,0	5,6	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	37 196
Dług netto	1 493
Inne korekty	833
Wycena DCF na akcję (PLN)	6,32

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	6,85
DYield-porównawcza	17%	2,90
DCF	50%	6,32
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		6,33

PKN Orlen trzymaj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

We wrześniu kurs Orlenu nadrobił dystans do regionalnych konkurentów, co zapewne jest pochodną oczekiwań dobrych wyników w 3Q. Oczekujemy, że oczyszczony strumień EBITDA wg LIFO sięgnie 3,2 mld PLN i będzie ponad 30% wyższy r/r. Poprawa rezultatów powinna być pochodną zarówno sprzyjających marż modelowych (rafineria, detal), niskich cen gazu jak również zapowiadanych przez Spółkę już przy okazji konferencji za 2Q'19 wysokich wolumenów przerobu. Wykonanie naszej rocznej prognozy EBITDA LIFO po 9M sięgnie 84%, ale ze względu na wysoką zmienność otoczenia makro, na razie wstrzymujemy się rewizją tych szacunków w górę (widoczna presja na marże petrochemiczne, wzrosty cen gazu, możliwe gorsze odczyty w detalu). W dłuższym terminie nadal wskazujemy jednak na kilka czynników, które powinny zniechęcać do agresywniejszych zakupów akcji Orlenu: nieuchronny wzrost globalnych mocy wytwórczych, plany istotnego zwiększenia capex (na razie z uwagi na brak konkretów nie uwzględniamy tego w modelu, ale Spółka zapowiadała wydatki w 2020 roku na poziomie 8 mld PLN) czy kosztowne przejęcie Lotosu na szczycie cyklu. Nie można też wykluczyć negatywnego zaskoczenia, co do oczekiwanego pozytywnego wpływu IMO w 2020 roku z uwagi na spadek popytu na paliwo bunkrowe i diesla w związku z obserwowanym spowolnieniem gospodarczym. W tym kontekście pozostawiamy neutralną rekomendację bez zmian.

Cena bieżąca

101,90 PLN

potencjał zmiany
Cena docelowa

92,82 PLN

-8,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	92,82 PLN	2019-08-01

Podstawowe dane			PKN PW	vs. WIG
Ticker	PKN PW	Zmiana 1M	+15,8%	+16,9%
ISIN	PLPKN0000018	Zmiana YTD	-2,6%	+0,3%
Liczba akcji (mln)	427,7	Średni obrót 1M	82,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	43 583,6	Średni obrót 6M	75,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	51 309,3	EV/EBITDA 12M fwd	5,0	-8,8%
Free float	67,6%	EV/EBITDA 5Y avg	5,5	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	95 364	109 706	105 333	106 606	113 874
EBITDA	11 078	9 776	9 077	8 319	8 408
marża EBITDA	11,6%	8,9%	8,6%	7,8%	7,4%
EBIT	8 657	7 103	5 638	4 812	4 869
Zysk netto	6 655	5 463	4 497	3 820	3 747
P/E	6,5	8,0	9,7	11,4	11,6
P/BV	1,4	1,2	1,1	1,1	1,0
EV/EBITDA	4,3	5,0	5,7	6,0	5,8
DPS	3,00	3,00	3,50	3,00	3,00
DYield	2,9%	2,9%	3,4%	2,9%	2,9%
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	9 077	8 082	7 875
rafineria	4 689	3 751	3 189	3 101	3 115
petchem	3 034	2 069	2 713	2 267	2 111
detal	2 049	2 781	3 087	2 758	2 714
upstream	293	302	310	327	360
energetyka	129	190	505	367	325
koszty ogólne	-613	-749	-728	-739	-750
EV/EBITDA LIFO skor.	4,8	5,8	5,6	6,0	6,1
Effekt LIFO	788	860	-240	238	533
Inne zd. jednorazowe	709	572	240	0	0
Saldo finansowe	60	-104	-86	-96	-242
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	5,1	4,3	3,5	3,6	3,6
detal EBITDA/tonę	232	294	316	279	271
Przerób ropy mln ton	33,2	33,4	33,4	32,5	32,5
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	5,7	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Marża petchem	374	388	342	342	342	342	342	342	342	342	342,3
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	105 333	106 606	113 874	114 234	114 622	115 087	115 557	116 034	116 517	117 006	117 006
EBITDA	9 077	8 319	8 408	7 909	7 991	8 064	8 144	8 231	8 334	8 432	8 432
marża EBITDA	8,6%	7,8%	7,4%	6,9%	7,0%	7,0%	7,0%	7,1%	7,2%	7,2%	7,2%
EBIT	5 638	4 812	4 869	4 223	4 505	4 586	4 639	4 675	4 714	4 740	4 881
Podatek	1 071	914	925	802	856	871	881	888	896	901	927
CAPEX	-4 450	-4 050	-3 950	-3 950	-3 550	-3 550	-3 550	-3 550	-3 550	-3 551	-3 551
Kapitał obrotowy	-448	-469	-978	-53	-199	-68	-69	-70	-71	-72	-72
FCF	3 108	2 886	2 555	3 104	3 385	3 574	3 643	3 723	3 817	3 909	3 598
PV FCF	3 012	2 590	2 121	2 381	2 395	2 341	2 209	2 090	1 984	1 881	
WACC	7,8%	8,0%	8,1%	8,2%	8,4%	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	7 574	6 954	6 551
CFO/EBITDA LIFO skor.	84%	60%	83%	86%	83%
Capex	4 039	4 453	4 450	4 050	3 950
Kapitał obrotowy	7 489	10 866	11 314	11 784	12 762
Kapitał własny	32 197	35 634	38 634	41 171	43 635
Dług netto	761	5 599	7 714	6 189	5 114
Dług netto/EBITDA (x)	0,1	0,6	0,8	0,7	0,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	6,0	5,1	5,5	2,6	2,3	2,7
Maksimum	18,1	16,1	15,3	18,4	17,0	16,8
Mediana	10,5	7,8	7,9	6,1	5,5	5,3
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdykontowana wartość FCF	47 687
Dług netto	10 752
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	86,36

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	88,26
DCF	50%	86,36
Cena wynikowa		87,31
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		92,82

Energetyka

CEZ

akumuluj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Notowania CEZ pozostają w ostatnich tygodniach stabilne i nie reagują na dalsze spadki cen CO₂ oraz energii na rynku niemieckim, podobnie jak wcześniej pozostawały obojętne na odwrotne tendencje. Pomimo atrakcyjnego profilu emisyjności w generacji (średnio), CEZ traci YTD do szerokiej grupy porównawczej ponad 23%, co może wynikać z mimo wszystko znacznej ekspozycji Grupy na węgiel (>40%), dyskwalifikującej w oczach inwestorów przykładających wagę do kryteriów ESG. Takie wyjaśnienie jest prawdopodobne, szczególnie że ryzyka związane z projektem atomowym raczej w ostatnich miesiącach uległy zmniejszeniu (bardziej koncyliacyjne wypowiedzi przedstawicieli czeskiego rządu uwzględniające mechanizmy neutralizujące ryzyko dla akcjonariuszy CEZ). Jeśli chodzi o trendy na wynikach to powinny być wspierające, zarówno jeśli chodzi o EBITDA (+19% r/r w 1H), jak i przepływy pieniężne. 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. 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, z czego ponad 8 mld CZK przyniesie podpisana umowa w Bułgarii) i rezygnacją z akwizycji projektów OZE w Europie Zachodniej tworzy znaczną przestrzeń do wypłaty dywidendy zgodnie ze skorygowaną polityką w tym zakresie. Rekomendacja akumuluj pozostaje bez zmian.

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
dystrybucja	19 067	19 771	19 899	20 390	20 886
obrót	4 613	4 317	4 665	4 989	5 013
pozostałe	3 369	1 916	1 983	2 469	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%

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%

Cena bieżąca

515,50 CZK

potencjał zmiany

Cena docelowa

597,80 CZK

+16,0%

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

Podstawowe dane			CEZ CP	vs. WIG
Ticker	CEZ CP	Zmiana 1M	+0,1%	+1,2%
ISIN	CZ0005112300	Zmiana YTD	+0,9%	+3,8%
Liczba akcji (mln)	538,0	Średni obrót 1M	84,8 mln CZK	
MC (mld CZK)	277,3	Średni obrót 6M	123,7 mln CZK	
EV (mld CZK)	433,7	EV/EBITDA 12M fwd	6,9	-2,9%
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	184 486	205 365	223 463	234 528
EBITDA	55 155	49 664	58 629	62 640	63 454
marża EBITDA	26,9%	26,9%	28,5%	28,0%	27,1%
EBIT	25 620	19 759	29 601	33 151	34 076
Zysk netto	18 765	10 327	18 036	20 761	20 614
P/E	14,8	26,9	15,4	13,4	13,5
P/BV	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1
EV/EBITDA	7,7	8,7	7,4	6,9	6,7
DPS	33,00	32,71	24,00	30,17	34,73
DYield	6,4%	6,3%	4,7%	5,9%	6,7%
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%

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

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	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%

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		597,80

Enea kupuj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Kurs Enei we wrześniu praktycznie zignorował publikację wyników i pozytywne rozstrzygnięcie kwestii rekompensat za zamrożenie cen energii. Tymczasem Spółka poinformowała, że nie poniesie strat na obniżeniu cen energii dla klientów, a oczyszczona EBITDA była wyższa od naszych szacunków o 16%. Dodatkowo po słabszym pod tym względem 1Q'19, przepływy operacyjne sięgnęły aż 1,5 mld PLN, co pozwoliło na obniżenie długu netto o 1 mld PLN do poziomu 2,0x DN/EBITDA. Pozytywne trendy widoczne w tym roku, powinny być kontynuowane w latach kolejnych z uwagi na fakt, że Bogdanka ustabilizowała wydobycie na wyższym poziomie (lokalne ceny miałow węglowych raczej nie powinny spadać w kolejnych latach przy obecnych wskazaniach ARA), marże na nowym bloku w Kozienicach będą się rozszerzać, a dodatkowo w 2020 Spółka będzie już w pełni dysponować dwoma efektywnymi blokami 500 MW. Od 2021 roku pojawiają się też przychody z rynku mocy na poziomie 0,6 mld PLN. Przypominamy również, że w naszym modelu zakładamy konserwatywnie proporcjonalny udział w nakładach na projekt Ostrołęka C (3 mld PLN na poziomie bilansu), podczas gdy Zarząd podtrzymuje cel maksimum na 1 mld PLN. Nawet jednak w tym gorszym scenariuszu Spółka powinna wygenerować w latach 2020-21 ponad 1 mld PLN FCF, czyli prawie 30% aktualnej kapitalizacji. Rekomendacja kupuj pozostaje bez zmian.

Cena bieżąca

8,32 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

12,41 PLN

+49,2%

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

Podstawowe dane			ENA PW	vs. WIG
Ticker	ENA PW	Zmiana 1M	-5,5%	-4,4%
ISIN	PLENEA000013	Zmiana YTD	-16,0%	-13,0%
Liczba akcji (mln)	441,4	Średni obrót 1M		2,1 mln PLN
MC (mln PLN)	3 672,8	Średni obrót 6M		4,5 mln PLN
EV (mln PLN)	10 489,2	EV/EBITDA 12M fwd	3,3	-30,2%
Free float	48,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,7	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	11 406	12 673	16 179	18 029	17 210
EBITDA	2 684	2 348	3 307	3 426	3 794
marża EBITDA	23,5%	18,5%	20,4%	19,0%	22,0%
EBIT	1 488	1 037	1 772	1 893	2 248
Zysk netto	1 070	686	1 188	1 283	1 574
P/E	3,4	5,4	3,1	2,9	2,3
P/BV	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	3,8	4,3	3,2	3,0	2,7
DPS	0,28	0,00	0,00	0,00	0,29
DYield	3,3%	0,0%	0,0%	0,0%	3,5%
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
dystribucja	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

	P/E			EV/EBITDA		
	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%
Zdykontowana 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

Kurs Energi zachowuje się dramatycznie słabo od początku roku, nie tylko w ujęciu bezwzględny (-30%), ale również na tle lokalnych konkurentów. Sytuacja we wrześniu wcale nie wyglądała lepiej pod tym względem (nowe historyczne minima) i to pomimo dobrych wyników za 2Q i wysokiego wykonania rocznego konsensusu na poziomie EBITDA. Słabiej wygląda kluczowy obszar dystrybucji, ale zwracamy uwagę że w części jest to pochodna niższych wolumenów od tych uwzględnionych w taryfie (niższy popyt, przejścia klientów na własne źródła), co powinno zostać „naprawione” w stawkach sieciowych na rok 2020. Na pewno nie pomaga Spółce inwestycja w nowy blok w Ostrołęce i dość oszczędna komunikacja w tym zakresie, ale przypominamy że 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 na poziomie EV'2020 jest notowana z ponad 30% 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. Rekomendacja kupuj pozostaje bez zmian.

Cena bieżąca

6,12 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

12,67 PLN

+107,0%

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

Podstawowe dane			ENG PW	vs. WIG
Ticker	ENG PW	Zmiana 1M	-9,3%	-8,3%
ISIN	PLENERG00022	Zmiana YTD	-31,3%	-28,3%
Liczba akcji (mln)	414,1	Średni obrót 1M	2,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 534,1	Średni obrót 6M	3,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	7 824,2	EV/EBITDA 12M fwd	3,6	-21,4%
Free float	48,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,6	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	10 534	10 337	11 725	12 678	12 394
EBITDA	2 160	1 877	2 165	2 179	2 211
marża EBITDA	20,5%	18,2%	18,5%	17,2%	17,8%
EBIT	1 210	1 176	1 162	1 122	1 170
Zysk netto	773	739	734	654	660
P/E	3,3	3,4	3,5	3,9	3,8
P/BV	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	3,1	3,7	3,6	4,0	4,2
DPS	0,19	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	3,1%	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
dystrybucja	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%
Zdyskontowana 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

Rynek mocno obawia się o wolumeny produkcji w elektrowniach na węgiel brunatny, nie tylko ze względu na słaby pod tym względem 2Q, ale również odczyty z lipca i sierpnia (-19% r/r dla całego rynku). Przypominamy jednak, że choć wymuszona redukcja obciążenia ma negatywny wpływ na osiągnięte wyniki to jednak skala tego zjawiska nie jest tak znacząca ze względu na mechanizm rekompensat (możliwość odkupu energii od PSE po średnim koszcie wytworzenia minus 5%). Naszym zdaniem PGE na systemowej redukcji Elektrowni Bełchatów i Turów na każdej 1 MWh traci około 35 PLN, co po półroczu daje około 70 mln PLN. Zarządzanie bezpieczeństwem systemu przez operatora (sztuczne utrzymanie na minimum technicznym droższych mniej efektywnych jednostek) nie zmienia jednak struktury merit order i perspektyw kontraktowania floty PGE. Nadal uważamy, że rok 2020 przyniesie znaczną poprawę wyników: konsolidacja nowych bloków w Opolu (potencjał 0,9-1,0 mld PLN EBITDA potwierdzony gotówkową kontrybucją tych jednostek w 2Q), poprawa marż w obrocie po fatalnych wynikach 2019 i wyższa kontrybucja OZE. Kolejny rok przyniesie dalszy wzrost EBITDA za sprawą rynku mocy i nowego bloku w Turowie. Oczekujemy też znacznego spadku nakładów inwestycyjnych (nowe projekty jak CCGT czy off-shore) wpłyną na wydatki w dalszej perspektywie, co zaowocuje wysokimi przepływami pieniężnymi i wzmocnieniem bilansu (dodatkowo jeszcze w 3Q pojawią się wpływy ze sprzedaży otrzymanych uprawnień do emisji za 1,4 mld PLN), a w efekcie zwiększy prawdopodobieństwo powrotu do dywidend. Rekomendacja kupuj pozostaje bez zmian.

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
dystribucja	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%

Cena bieżąca

7,79 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

13,26 PLN

+70,3%

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

Podstawowe dane	PGE PW	vs. WIG
Ticker	PGE PW	Zmiana 1M -0,6% +0,4%
ISIN	PLPGER000010	Zmiana YTD -22,1% -19,2%
Liczba akcji (mln)	1 869,8	Średni obrót 1M 13,7 mln PLN
MC (mln PLN)	14 561,9	Średni obrót 6M 16,1 mln PLN
EV (mln PLN)	25 317,8	EV/EBITDA 12M fwd 3,4 -26,5%
Free float	42,6%	EV/EBITDA 5Y avg 4,6 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	23 100	25 946	38 724	44 290	43 162
EBITDA	7 650	6 364	8 168	7 925	9 468
marża EBITDA	33,1%	24,5%	21,1%	17,9%	21,9%
EBIT	3 552	2 471	4 086	3 705	5 174
Zysk netto	2 600	1 498	3 054	2 722	3 926
P/E	5,6	9,7	4,8	5,3	3,7
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	3,0	3,9	3,1	3,2	2,4
DPS	0,00	0,00	0,00	0,41	0,36
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	5,2%	4,7%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Energia (PLN/MWh)		0,0%	0,0%	0,0%	
Węgiel (PLN/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
CO2 (EUR/t)		0,0%	0,0%	0,0%	

Bilans i CF

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

Kurs Tauronu we wrześniu trochę odreagował czemu sprzyjały na pewno dobre wyniki za 2Q i zminimalizowanie ryzyka strat w segmencie obrotu, które mogłyby zaowocować złamaniem kowenantów kredytowych. Tymczasem odwrócenie rezerw zawiązanych w 4Q i bardzo mocny cash flow operacyjny (1,2 mld PLN m.in. dzięki odwróceniu negatywnych zmian w kapitale obrotowym z 1Q) pozwoliły na zmniejszenie długu netto q/q o 0,4 mld PLN (3,37x LTM EBITDA, a po korekcie o obligacje hybrydowe i leasing wg MSSF16 2,6x). Perspektywy na kolejne kwartały pozostają umiarkowanie pozytywne, aczkolwiek nadal hamulcowym pozostanie segment wydobywczy. Sentyment wokół Spółki mogłaby poprawić zapowiadana transakcja sprzedaży aktywów górniczych (zmniejszenie straty i wydatków inwestycyjnych), ale może być to trudne do zrealizowania przed końcem roku (ostatnio Węglukos poprosił o wydłużenie due diligence). 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 (ograniczenie przyszłych nakładów inwestycyjnych i poprawa efektywności w generacji przez koncentrację aktywów wytwórczych praktycznie w dwóch lokalizacjach). Rekomendacja kupuj pozostaje bez zmian.

Cena bieżąca

1,60 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

2,52 PLN

+57,1%

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

Podstawowe dane			TPE PW	vs. WIG
Ticker	TPE PW	Zmiana 1M	+2,8%	+3,9%
ISIN	PLTAURN00011	Zmiana YTD	-26,8%	-23,8%
Liczba akcji (mln)	1 752,5	Średni obrót 1M	5,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 811,1	Średni obrót 6M	8,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	14 540,7	EV/EBITDA 12M fwd	4,1	-11,7%
Free float	59,6%	EV/EBITDA 5Y avg	4,7	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	17 425	18 122	20 810	23 219	22 745
EBITDA	3 618	3 375	3 566	3 968	4 235
marża EBITDA	20,8%	18,6%	17,1%	17,1%	18,6%
EBIT	1 879	791	1 671	1 855	2 120
Zysk netto	1 381	205	1 108	1 175	1 383
P/E	2,0	13,7	2,5	2,4	2,0
P/BV	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
EV/EBITDA	3,3	3,9	4,1	3,7	3,2
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Energia (PLN/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA skor.	3 581	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
dystribucja	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	2018	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

Netia zaraportowała za 2Q'19 wyniki nieco powyżej naszych oczekiwań dzięki restrykcyjnej polityce kosztowej. Trendy wynikowe poprawiają się od kilku kwartałów, a część inwestorów liczy na potencjalne wezwanie na resztę pakietu przez Cyfrowy Polsat. Jesteśmy jednak sceptyczni co do samego wezwania (sądzymy, że dla Cyfrowego Polsatu więcej sensu biznesowego ma poczekać z wezwaniem jeszcze jakiś czas). Jesteśmy także nieco rozczarowani tempem poprawy trendów przychodowych oraz modernizacji sieci Netii. Podkreślamy, że 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). Ze względu na powyższe argumenty walory Netii uznajemy za mało atrakcyjne, porównując je zwłaszcza do Orange Polska. Stąd podtrzymujemy nasze neutralne podejście.

Cena bieżąca
Cena docelowa

4,35 PLN

potencjał zmiany

4,70 PLN

+8,0%

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

Podstawowe dane			NET PW	vs. WIG
Ticker	NET PW	Zmiana 1M	-3,3%	-2,3%
ISIN	PLNETIA00014	Zmiana YTD	-13,0%	-10,0%
Liczba akcji (mln)	337,0	Średni obrót 1M		0,3 mln PLN
MC (mln PLN)	1 466,2	Średni obrót 6M		0,2 mln PLN
EV (mln PLN)	1 743,7	EV/EBITDA 12M fwd	4,9	-2,7%
Free float	33,0%	EV/EBITDA 5Y avg	5,0	dyskonto

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	41,3	22,6	29,2	24,2	20,6
P/BV	0,8	0,8	0,8	0,7	0,8
EV/EBITDA	4,6	4,7	5,0	5,1	4,9
DPS	0,20	0,00	0,00	0,00	0,40
DYield	4,6%	0,0%	0,0%	0,0%	9,2%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Klienci linii 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	25 946	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	2 471	74	90	106
marża	5,0%	6,2%	5,5%	6,7%	7,7%
Zysk netto	35,5	1498,0	50,2	60,5	71,1

Model DCF

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

Bilans i CF

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

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	36,7	98,2	29,9	11,8	9,5	9,4
Maksimum	5,6	5,3	4,4	4,0	3,6	3,3
Mediana	13,9	12,7	12,1	5,1	5,1	4,8
waga	25%	45%	30%	25%	45%	30%

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Orange Polska kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Orange Polska zanotowało blisko 13% spadek notowań w ciągu ostatniego miesiąca. Podtrzymujemy jednak pozytywne podejście do spółki. Uważamy, że argumentem wspierającym notowania w najbliższych tygodniach będzie publikacja dobrych wyników za 3Q'19. Oczekujemy, że wynik EBITDAaL wyniesie 926 mln PLN (+19,9% R/R), przy czym główną przyczyną wzrostu jest zaksięgowanie 212 mln PLN zysku ze sprzedaży kompleksu nieruchomości w Warszawie (łącznie zakładamy 220 mln PLN ze sprzedaży aktywów). EBITDaL bez wpływu sprzedaży nieruchomości wyniósłby 706 mln PLN i byłby 3,9% wyższy R/R), co należy także uznać za dobry wynik, zwłaszcza po 1H'19 (wynik -3,4% niższy R/R, bez wpływu nieruchomości). Dodatkowo, spółka zapowiedziała na konferencji po 2Q'19 dalszą sprzedaż należności, co będzie korzystnie wpływać na bilans (łącznie ze sprzedażą nieruchomości).

Cena bieżąca

5,41 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

7,50 PLN

+38,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	7,50 PLN	2019-09-05

Podstawowe dane			OPL PW	vs. WIG
Ticker	OPL PW	Zmiana 1M	-10,7%	-9,6%
ISIN	PLTLKPL00017	Zmiana YTD	+12,9%	+15,9%
Liczba akcji (mln)	1 312,0	Średni obrót 1M	9,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	7 097,9	Średni obrót 6M	11,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	14 581,0	EV/EBITDA 12M fwd	4,6	+0,9%
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	-	709,8	35,0	22,0	15,7
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	4,8	4,9	4,5	4,4	4,1
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,6%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
Przychody		0,0%	0,0%	0,0%	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
EBIT		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
CAPEX		0,0%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
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		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
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 kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Notowania Play istotnie spadły po sprzedaży 9% pakietu akcji przez głównych właścicieli oraz na fali ryzyk związanych z budową 5G. Sądzymy, że obecna cena rynkowa jest atrakcyjna, a inwestorzy przesadnie zareagowali na powyższe zdarzenia. (1) Play wrócił do zachęcających wskaźników: DivYield'20 wynosi 5,1% (vs. 0,0% OPL PW i 3,4% CPS PW), a FCFE Yield'19 = 11,4%. Spółka wygeneruje wysokie wyniki w 2H'19 (skorygowana EBITDA +8,2% R/R). (3) Minister Cyfryzacji Marek Zagórski szacuje obecnie, że aukcja spektrum 3,4-3,8 GHz przyniesie ok. 1,0-1,5 mld PLN, co należy interpretować pozytywnie, a dodatkowo (4) pasmo 700 MHz ma być hurtowo dystrybuowane przez jednego, narodowego operatora – co wyklucza ryzyko drogiej aukcji, jak w przypadku Włoch. Co więcej, (5) Play zaraportował dobre wyniki za 2Q'19, wskazujące na poprawę sytuacji na rynku mobilnym. Stąd, uznajemy akcje Play za niedowartościowane. Obecna cena docelowa to 33,10 PLN implikuje 19% potencjał wzrostu. Biorąc pod uwagę wskaźniki wyceny, tempo wzrostu wyników oraz wielkość dywidendy, waluacja giełdowa Play wygląda atrakcyjniej niż w przypadku Cyfrowego Polsatu.

Cena bieżąca

27,82 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

33,10 PLN

+19,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	33,10 PLN	2019-09-12

Podstawowe dane		PLY PW	vs. WIG
Ticker	PLY PW	Zmiana 1M	-3,8% -2,7%
ISIN	LU1642887738	Zmiana YTD	+43,8% +46,7%
Liczba akcji (mln)	253,7	Średni obrót 1M	23,5 mln PLN
MC (mln PLN)	7 057,9	Średni obrót 6M	19,0 mln PLN
EV (mln PLN)	13 763,5	EV/EBITDA 12M fwd	5,7 -2,2%
Free float	49,4%	EV/EBITDA 5Y avg	5,9 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	6 670	6 839	7 054	7 256	7 421
EBITDA	1 904	2 160	2 380	2 522	2 611
marża EBITDA	28,5%	31,6%	33,7%	34,8%	35,2%
EBIT	1 107	1 371	1 454	1 572	1 546
Zysk netto	387	744	826	899	895
P/E	18,2	9,5	8,5	7,9	7,9
P/BV	-	-	1,1	0,9	0,9
EV/EBITDA	7,2	6,3	5,8	5,8	5,4
DPS	0,00	2,57	1,45	1,42	1,42
DYield	0,0%	9,2%	5,2%	5,1%	5,1%
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	12 610	12 724	12 855
ARPU (PLN)	32,0	32,3	32,9	33,7	34,2
Przychody	6 670	6 839	7 054	7 256	7 421
przychody z usług	4 878	5 083	5 221	5 333	5 461
obróć sprzętem	1 792	1 756	1 811	1 832	1 867
Koszty	4 766	4 679	4 661	4 676	4 750
interkonekt	1 729	1 922	1 772	1 745	1 720
koszty kontraktów	429	421	426	421	431
sprzęt	1 410	1 442	1 463	1 498	1 537
koszty osobowe	526	255	282	291	300
usługi obce	606	515	551	608	662
pozostałe	65	124	167	114	100
EBITDA skoryg.	2 298	2 159	2 402	2 520	2 608
marża	34,4%	31,6%	34,0%	34,7%	35,1%
Zysk netto	387	744	826	899	895

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Przychody	7 054	7 256	7 421	7 568	7 689	7 790	7 879	7 957	8 027	8 092	8 092
EBITDA	2 380	2 522	2 611	2 668	2 728	2 744	2 755	2 760	2 760	2 762	2 762
marża EBITDA	34,8%	35,8%	36,0%	36,0%	36,0%	35,7%	35,4%	35,0%	34,7%	34,4%	34,4%
Amortyzacja	926	950	1 065	1 079	1 141	1 158	1 159	1 139	1 116	1 091	1 091
EBIT	1 454	1 572	1 546	1 589	1 587	1 586	1 596	1 621	1 644	1 671	1 671
Podatek	276	299	294	302	301	301	303	308	312	318	318
NOPLAT	1 178	1 273	1 253	1 287	1 285	1 285	1 293	1 313	1 331	1 354	1 354
CAPEX	-844	-2 076	-831	-1 776	-1 254	-1 091	-808	-816	-823	-1 511	-728
Kapitał obr. + inne	-266	-276	-277	-300	-291	-286	-284	-282	-281	-281	-281
FCF	994	-128	1 209	290	881	1 065	1 360	1 354	1 343	652	1 325
PV FCF	965	-116	1 022	229	648	730	868	803	738	332	
WACC	7,3%	7,2%	7,3%	7,2%	7,2%	7,3%	7,4%	7,7%	7,9%	7,9%	
Dług netto / EV	49,3%	52,2%	50,3%	51,9%	51,3%	49,8%	46,8%	43,2%	38,8%	37,9%	
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	2 101	2 201	2 302
CFO/EBITDA skor.	60%	94%	87%	87%	88%
Capex	-650	-781	-844	-2 076	-831
Aktywa ogółem	8 831	8 521	8 887	10 039	10 096
Kapitał własny	-213	-201	259	797	1 332
Dług netto	6 710	6 653	6 706	7 512	6 964
Dług netto/EBITDA (x)	2,9	3,1	2,8	3,0	2,7

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	30,6	22,2	18,9	5,8	5,5	5,3
Maksimum	57,5	27,0	21,9	12,3	11,7	11,2
Mediana	13,1	12,9	11,8	5,5	5,5	5,3
waga	33%	33%	33%	0%	0%	0%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,3
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	14 758
Dług netto	6 034
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	34,39

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	27,11
DCF	50%	34,39
Cena wynikowa		30,78
Koszt kapitału 9M		7,5%
Cena docelowa za 9M		33,10

Agora kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Agora zaraportowała zestaw wyników za 2Q'19 zgodny z naszymi oczekiwaniami, co nie zmienia faktu że oczyszczona EBITDA bez wpływu MSSF16 była >23% niższa R/R. Kluczowy segment Film i Książka wygenerował -3,5 mln PLN zysku EBITDA vs. -3,7 mln PLN nasze oczekiwania. Helios poradził sobie na trudnym rynku lepiej niż konkurencja (wzrost frekwencji o >15% R/R w 2Q'19 vs. rynek +1,7%), mimo wszystko segment borykał się z trudnymi warunkami rynkowymi. Dodatkowo spółka ogłosiła zamiar zwiększenia udziału do 100% w Eurozet, do czego podchodzimy sceptycznie. Transakcja zakupu 60% Eurozet ogranicza możliwości ekspansji Agory w modelu M&A oraz bardziej uwrażliwia jej wyniki od kondycji rynku reklamowego. Reklama radiowa w 2019 r. nie jest też w dobrej kondycji. Naszym zdaniem transakcja nie wpłynie jednak na wysokość dywidendy (DivYield'20=5,4%). Sądzymy, że przecena w ciągu ostatniego miesiąca na Agorze (-11%) odzwierciedliła słabe wyniki spółki i ewentualne ryzyka dot. przejęcia Eurozet, a kurs nie ma już potencjału spadkowego. Nie zmieniamy pozytywnej rekomendacji.

Cena bieżąca

9,28 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

16,00 PLN

+72,4%

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

Podstawowe dane		AGO PW	vs. WIG
Ticker	AGO PW	Zmiana 1M	-10,8% -9,7%
ISIN	PLAGORA00067	Zmiana YTD	-2,3% +0,6%
Liczba akcji (mln)	46,6	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN
MC (mln PLN)	432,3	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN
EV (mln PLN)	440,5	EV/EBITDA 12M fwd	4,6 -15,0%
Free float	76,9%	EV/EBITDA 5Y avg	5,5 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	1 165	1 141	1 168	1 213	1 272
EBITDA	30	89	104	117	135
marża EBITDA	2,6%	7,8%	8,9%	9,7%	10,6%
EBIT	-73	1	24	39	58
Zysk netto	-84	5	14	26	42
P/E	-	85,0	30,8	16,4	10,2
P/BV	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA	15,2	4,8	4,2	3,9	3,5
DPS	0,00	0,50	0,50	0,50	0,50
DYield	0,0%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
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
rozpowsz. GW (tys.)	124	104	93	87	84
sprzed. bilety do kin (mln)	12,2	12,3	13,0	14,0	15,2
ATP (PLN)	18,4	18,9	18,9	18,9	18,9
RPH (PLN)	6,8	7,1	7,2	7,4	7,5
Przychody	1 165	1 141	1 168	1 213	1 272
prasa	236	214	203	200	202
film i książka	416	419	434	465	503
reklama zewnętrzna	163	172	177	186	196
internet	169	178	191	198	206
radio	114	116	119	122	126
druk	102	72	70	67	65
wylączenia	-34	-29	-26	-26	-26
EBITDA	30	89	104	117	135
marża	2,6%	7,6%	8,9%	9,7%	10,6%
Zysk netto	-83,5	5,1	14,0	26,4	42,5

Bilans i CF

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

Analiza porównawcza

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

Model DCF

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Cyfrowy Polsat redukuje (bez zmian)

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

Notowania Cyfrowego Polsatu spadły w ciągu ostatniego miesiąca o blisko 3%. Podtrzymujemy jednak negatywne podejście do spółki. Cyfrowy zaraportował wyniki za 2Q'19 zgodne z oczekiwaniami naszymi oraz konsensusem rynkowym. Nie zmienia to faktu, że EBITDA bez wpływu MSSF16 oraz konsolidacji Netii spadła o 3,4%, co wygląda błado na tle 13,6% poprawy w Play. Widoczna jest poprawa na kontraktowych RGU mobilnych, z drugiej strony niepokojąco wygląda drugi kwartał spadku RGU płatnej TV. Cyfrowy wszedł naszym zdaniem w długoterminową utratę klientów płatnej TV na rzecz Internetu. To trend znany od kilku lat na rynku amerykańskim. Patrząc na wskaźniki finansowe Cyfrowego Polsat (zwłaszcza na DYield'19 równy 3,3%), walory spółki są dość drogie.

Cena bieżąca	27,34 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	24,15 PLN	-11,7%

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

Podstawowe dane			CPS PW	vs. WIG
Ticker	CPS PW	Zmiana 1M	-2,5%	-1,4%
ISIN	PLCFRPT00013	Zmiana YTD	+23,7%	+26,6%
Liczba akcji (mln)	639,5	Średni obrót 1M	13,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	17 485,1	Średni obrót 6M	13,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	29 116,1	EV/EBITDA 12M fwd	6,7	-3,4%
Free float	33,5%	EV/EBITDA 5Y avg	6,9	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	9 829	10 686	11 394	11 548	11 759
EBITDA	3 617	3 698	4 179	4 255	4 356
marża EBITDA	36,8%	34,6%	36,7%	36,9%	37,0%
EBIT	1 834	1 727	1 966	2 127	2 317
Zysk netto	981	834	1 224	1 431	1 595
P/E	17,8	21,0	14,3	12,2	11,0
P/BV	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1
EV/EBITDA	7,8	7,6	7,0	6,7	6,3
DPS	0,32	0,00	0,93	0,93	0,93
DYield	1,2%	0,0%	3,4%	3,4%	3,4%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

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

*dotyczy tylko Cyfrowego Polsatu (bez Netii)

Bilans i CF

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

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
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

Wirtualna Polska trzymaj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Wirtualna Polska zaraportowała wyniki za 2Q'19 zgodne z oczekiwaniami. Utrzymuje się dobra koniunktura na rynku reklamy internetowej, widoczny jest też istotny wzrost segmentu e-commerce. Przychody grupy ze sprzedaży w 2Q'19 w segmencie online wzrosły R/R o 35,3%. Segment ten wygenerował 50,1 mln PLN skorygowanej EBITDA wg MSR 17, co oznacza wzrost o 16,7% R/R. Skorygowana EBITDA wg MSSF 16 wyniosła 52,2 mln PLN. Wirtualna Polska prowadzi rozmowy w sprawie potencjalnych przejęć, ale prezes spółki Jacek Świderski nie chce deklarować, czy do finalizacji dojdzie w tym roku. Pod względem koniunktury na polskim rynku 3Q'19 ma być porównywalny z pierwszym półroczem, a spowolnienia na rynku reklamy nie widać. Podtrzymujemy nasze prognozy na 2019 r. Nasza cena docelowa nie implikuje istotnego potencjału wzrostowego, stąd nie zmieniamy neutralnego nastawienia do spółki.

Cena bieżąca

67,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

61,50 PLN

-8,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	61,50 PLN	2019-07-03

Podstawowe dane			WPL PW	vs. WIG
Ticker	WPL PW	Zmiana 1M	+9,1%	+10,2%
ISIN	PLWRTPL00027	Zmiana YTD	+29,7%	+32,7%
Liczba akcji (mln)	29,8	Średni obrót 1M		1,0 mln PLN
MC (mln PLN)	2 000,9	Średni obrót 6M		0,8 mln PLN
EV (mln PLN)	2 180,0	EV/EBITDA 12M fwd	10,8	+5,5%
Free float	53,0%	EV/EBITDA 5Y avg	10,2	premia

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	44,3	26,3	21,1	18,0	16,4
P/BV	4,8	4,3	3,8	3,4	3,1
EV/EBITDA	16,9	14,2	11,1	9,8	8,9
DPS	1,10	0,96	1,00	1,66	1,95
DYield	1,6%	1,4%	1,5%	2,5%	2,9%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

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

Bilans i CF

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

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	20,7	15,7	18,4	16,4	12,1	9,5
Maksimum	11,4	9,9	12,7	4,5	5,2	3,8
Mediana	17,7	14,6	16,0	11,0	9,8	8,4
waga	33%	33%	33%	33%	33%	33%

Model DCF

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Asseco Poland trzymaj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Notowania Asseco Poland spadły w ciągu miesiąca o 9,1% i były słabsze od szerokiego rynku o >8,0%. Tym samym zrealizował się cały potencjał spadkowy do naszej ceny docelowej. Podtrzymujemy neutralne podejście do spółki i sądzimy w dalszym ciągu, że Comarch jest ciekawszym wyborem wśród przedstawicieli polskiego IT. Przestrzegamy inwestorów przed nadmiernym optymizmem dot. reszty roku w ACP. Wyniki spółki za 2Q'19 były zgodne z oczekiwaniami rynku, jednak widoczne są istotne spadki wyników w jednostce dominującej oraz w pozostałych spółki na rynku polskim. Ze względu na niższe obroty w bankowości (brak Deutsche Bank) oraz przestój w administracji publicznej wyniki spółki matki powinny być słabe do końca roku (wpływ mają tutaj także wybory). 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 13,2x.

Cena bieżąca

50,65 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

50,80 PLN

+0,3%

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

Podstawowe dane			ACP PW	vs. WIG
Ticker	ACP PW	Zmiana 1M	-9,1%	-8,1%
ISIN	PLSOFTB000016	Zmiana YTD	+17,7%	+20,6%
Liczba akcji (mln)	83,0	Średni obrót 1M	3,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 204,0	Średni obrót 6M	3,3 mln PLN	
		P/E 12M fwd	12,1	-4,5%
Free float	68,0%	P/E 5Y avg	12,7	dyskonto

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	9,0	12,6	13,6	13,2	13,0
P/BV	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
P/S	0,54	0,45	0,42	0,41	0,40
DPS	3,01	3,01	3,07	2,29	2,27
DYield	5,9%	5,9%	6,1%	4,5%	4,5%
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 o wypłaconą dywidendę

Wycena

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

Comarch kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Comarch w 2019 r. powinien wygenerować rekordowe obroty na poziomie 1,50 mld PLN, co oznacza zwiększenie skali biznesu o blisko 40% w ciągu dwóch lat. To rezultat konsekwentnych inwestycji w produkty własne, coraz większej rozpoznawalności marki Comarch za granicą i długiej listy prestiżowych klientów. Comarch odpowiada na trendy rynkowe, stawia na sprzedaż abonamentową, rozwój data centers i rozwiązania w chmurze. Szacujemy, że średni roczny wzrost wyniku EBITDA w latach 2018-21 (z wyłączeniem MSSF16 dla porównywalności) wyniesie 9,6%. Oprócz wzrostu wyników zwracamy uwagę na silny bilans. Na koniec 2Q'19 Comarch miał 4,0 mln PLN gotówki netto, co należy docenić, zwłaszcza że spółka zakończyła w 2018 r. realizację dużego programu inwestycji w nieruchomości (budowa data centers oraz budynków biurowych) oraz inwestycji w produkty własne. Tymczasem spółka jest wyceniona na EV/EBITDA'19 z istotnym dyskontem do grupy porównywalnej. Podtrzymujemy pozytywne podejście, pomimo spadku wyników R/R w 2Q'19 (główny powód spadku to efekt bazy: w 2Q'18 zaksięgowano dużą część wielkiego kontaktu dla Ministerstwa Sprawiedliwości).

Cena bieżąca

174,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

231,00 PLN

+32,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	231,00 PLN	2019-07-25

Podstawowe dane			CMR PW	vs. WIG
Ticker	CMR PW	Zmiana 1M	-2,8%	-1,7%
ISIN	PLCOMAR00012	Zmiana YTD	+15,9%	+18,9%
Liczba akcji (mln)	8,1	Średni obrót 1M	0,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 419,3	Średni obrót 6M	0,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 436,8	EV/EBITDA 12M fwd	6,1	-18,9%
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	1 501	1 606	1 690
EBITDA	99	177	226	241	251
marża EBITDA	9,0%	13,0%	15,0%	15,0%	14,9%
EBIT	34	112	141	154	160
Zysk netto	43	52	94	104	110
P/E	32,9	27,5	15,1	13,7	12,9
P/BV	1,6	1,6	1,5	1,4	1,2
EV/EBITDA	14,6	8,4	6,4	5,7	5,3
DPS	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
DYield	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	1 102	1 365	1 501	1 606	1 690
TMT	258	313	379	405	425
finanse i bankowość	186	204	235	244	254
handel i usługi	174	201	241	272	294
przemysł i utilities	142	138	152	164	172
sektor publiczny	63	194	131	139	145
SME	236	260	297	312	327
inne	43	54	67	69	71
Zysk brutto na sprzedaży	268	387	425	440	461
marża	24,3%	28,3%	28,3%	27,4%	27,3%
koszty sprzedaży	134	138	145	156	164
koszty ogólnego zarządu	98	109	123	131	137
EBIT	34	112	141	154	160
marża	3,1%	8,2%	9,4%	9,6%	9,5%
Zysk netto	43,1	51,7	94,0	104,0	110,2

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Przychody	1 501	1 606	1 690	1 764	1 840	1 918	1 992	2 058	2 122	2 187	2 231
EBITDA	226	241	251	260	269	278	286	292	298	303	309
marża EBITDA	15,0%	15,0%	14,9%	14,7%	14,6%	14,5%	14,3%	14,2%	14,0%	13,9%	14,1%
Amortyzacja	85	88	91	94	97	101	105	109	113	117	119
EBIT	141	154	160	166	171	177	181	183	185	186	190
Podatek	46	48	49	50	51	52	52	52	52	52	53
NOPLAT	95	105	112	116	121	125	129	131	133	134	137
CAPEX	-77	-88	-115	-112	-94	-87	-91	-93	-96	-99	-101
Kapitał obrotowy	-24	-14	-18	-17	-18	-19	-19	-19	-19	-20	-20
FCF	78	91	69	81	106	120	124	128	131	132	135
PV FCF	76	81	57	61	74	77	73	70	66	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	181	156	179	185
CFO/EBITDA	62%	102%	69%	74%	74%
Capex	-141	-87	-77	-88	-115
Aktywa ogółem	1 503	1 740	1 870	2 005	2 132
Kapitał własny	880	876	958	1 050	1 148
Dług netto	19	-28	-75	-134	-172
Dług netto/EBITDA (x)	0,2	-0,2	0,0	-0,2	-0,4

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	28,2	25,3	23,3	18,4	17,2	16,0
Maksimum	9,2	8,6	8,0	5,6	5,3	5,0
Mediana	16,7	15,5	14,4	9,4	9,0	8,7
waga	33%	33%	33%	33%	33%	33%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 659
Dług netto	46
Inne korekty	18
Wycena DCF na akcję (PLN)	196,10

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	238,22
DCF	50%	196,10
cena wynikowa		217,16
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		231,00

11 bit studios kupuj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Wyniki spółki za 2Q'19 były poniżej naszych oczekiwań oraz oczekiwań rynkowych. Nominalna różnica względem naszych oczekiwań była niska i nie przekroczyła 1 mln PLN na poziomie EBITDA (przyczyną były nieznacznie wyższe od zakładanych koszty SG&A). Zwracamy uwagę na utrzymującą się wysoką sprzedaż gry Moonlighter (spółka zaksięgowwała 8,6 mln PLN kosztów usług obcych, z których większość to tantiemy wypłacone deweloperowi gry Moonlighter). Dnia 27 sierpnia 2019 roku spółka wydała Season Pass do Frostpunk w cenie 25 EUR/USD (w ramach produktu oferowane są trzy dodatki) vs. 29 EUR/USD ceny podstawowej Frostpunk w momencie premiery gry. Dnia 3 września premierę miała gra Children of Morta, której liczba subskrypcji do Wishlist na platformie Steam wyniosła 200 tys. (zgodnie z informacjami przekazanymi przez spółkę). W pierwszych dwóch tygodniach gra zajmowała średnio 41. pozycję na liście Global Top Sellers. Zarząd jest zadowolony ze sprzedaży gry po premierze. W 4Q'19 zaplanowana jest premiera gry Frostpunk na konsole. Biorąc pod uwagę znacznie więcej premier produktów w 2H'19, oczekujemy istotnie lepszych wyników spółki w tym okresie niż w 1H'19, co powinno wspierać notowania 11 bit studios.

Cena bieżąca
Cena docelowa

384,00 PLN

potencjał zmiany

518,00 PLN

+34,9%

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

Podstawowe dane			11B PW	vs. WIG
Ticker	11B PW	Zmiana 1M	-6,0%	-4,9%
ISIN	PL11BTS00015	Zmiana YTD	+57,4%	+60,3%
Liczba akcji (mln)	2,3	Średni obrót 1M	1,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	878,3	Średni obrót 6M	2,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	824,9	EV/EBITDA 12M fwd	21,1	+79,2%
Free float	81,6%	EV/EBITDA 5Y avg	11,8	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	-	23,4	25,7	36,7	9,1
P/BV	19,0	9,8	7,0	5,9	3,6
EV/EBITDA	92,0	16,6	18,0	22,2	5,7
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%	
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	17,2	41,3	46,3	48,9	49,1
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

Wyniki 2Q'19 CDR były istotnie powyżej oczekiwań głównie ze względu na rozliczenie dodatkowych przychodów z tytułu usług, w których znajdowały się zaliczki na Cyberpunk 2077 wypłacone przez partnerów biznesowych. Spółka nie przewiduje powtórzenia się podobnego zdarzenia w kolejnych kwartałach. We wrześniu CD Projekt kontynuował kampanię marketingową C2077. Gra Cyberpunk utrzymuje się na pierwszym miejscu na liście Steam Wishlist oraz zajmowała średnio 39. miejsce na liście Steam Global Top Sellers (Steam TOP) we wrześniu. Po publikacji 15-minutowego fragmentu rozgrywki dnia 30 sierpnia, C2077 awansował na 10+ miejsce na Steam TOP. Ponadprzeciętne zainteresowanie graczy wskazuje na bardzo wysoki potencjał sprzedażowy kolejnej dużej produkcji CD Projekt. W 2019 roku wyniki spółki mogą być dodatkowo wspierane przez premierę gry Wiedźmin 3 na konsole Nintendo Switch oraz premierę gry Gwint na iOS.

Cena bieżąca

238,70 PLN

potencjał zmiany**Cena docelowa**

272,50 PLN

+14,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	272,50 PLN	2019-09-05

Podstawowe dane			CDR PW	vs. WIG
Ticker	CDR PW	Zmiana 1M	-6,6%	-5,5%
ISIN	PLOPTTC00011	Zmiana YTD	+65,1%	+68,1%
Liczba akcji (mln)	96,1	Średni obrót 1M	52,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	22 943,8	Średni obrót 6M	62,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	22 441,9	EV/EBITDA 12M fwd	10,6	-54,4%
Free float	65,3%	EV/EBITDA 5Y avg	23,2	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	463	363	376	3 254	2 559
EBITDA	246	117	79	2 471	2 052
marża EBITDA	53,1%	32,3%	20,9%	75,9%	80,2%
EBIT	241	112	72	2 464	2 045
Zysk netto	200	109	65	2 458	2 187
P/E	-	-	-	9,9	11,1
P/BV	25,7	22,9	23,2	7,3	4,6
EV/EBITDA	89,8	190,2	285,4	8,7	9,6
DPS	1,06	0,00	1,05	0,00	0,00
DYield	0,4%	0,0%	0,4%	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
Prod. Gier (S)	330	228	227	3 095	2 406
Prod. Gier (EBIT)	223	114	75	2 465	2 047
Prod. Gier (marża)	67,4%	49,8%	33,0%	79,6%	85,1%
GOG.com (S)	169,6	144,3	154,5	158,3	152,8
GOG.com (EBIT)	18,4	-1,1	-2,9	-0,7	-2,4
GOG.com (marża)	10,8%	-0,8%	-1,9%	-0,5%	-1,6%
Przepływy oper.	232	133	89	2 540	2 039
Amortyzacja	5	5	7	7	7
Kapitał obrotowy	34	46	-49	-121	29
Przepływy inv.	-291	-106	-616	-160	-173
CAPEX	-13	-15	-10	-10	-11
Nakłady na produkcję	77	98	129	150	162
FCF	144	40	-108	2 386	1 878
FCF/EBITDA	-138%	97%	92%	86%	90%
CFO/EBITDA	114%	103%	99%	100%	96%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
W3 (tys. szt.)	1 896	1 687	1 395	1 380	1 165	0	0	0	0	0	0
C2077 (tys. szt.)	0	24 000	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	376	3 254	2 559	1 623	4 031	2 593	4 232	2 550	1 609	1 188	-
EBITDA	79	2 471	2 052	1 163	3 270	1 895	3 299	1 739	934	496	-
marża EBITDA	20,9%	75,9%	80,2%	71,6%	81,1%	73,1%	78,0%	68,2%	58,0%	41,7%	-
EBIT	72	2 464	2 045	1 156	3 263	1 888	3 292	1 732	927	488	-
Podatek	12	123	102	58	163	95	165	87	47	25	-
CAPEX	-140	-160	-173	-186	-199	-209	-208	-215	-222	-229	-
Kapitał obrotowy	-49	-121	29	39	-101	60	-69	70	39	18	-
FCF	-108	2 386	1 878	999	2 957	1 753	3 038	1 629	706	261	1 550
PV FCF	-105	2 142	1 554	762	2 078	1 135	1 813	896	358	122	-
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	144	135	95
Gwint (S)	43	45	45	31	16
Cyberpunk 2077 (S)	0	0	0	2 839	937
Produkcja w toku	142	243	363	194	283
Środki pieniężne	67	104	41	2 425	4 295
Dług netto	-647	-659	-496	-2 880	-4 750
Dług netto/EBITDA (x)	-2,6	-5,6	-6,3	-1,2	-2,3

Analiza porównawcza

	P/E 12M fwd 4Y avg	EV/EBIT 12M fwd 4Y avg
Minimum	15,1	5,6
Maksimum	19,8	11,8
Mediana	19,5	9,3
waga	50%	50%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	4,0%
Zdykontowana wartość FCF	17 462
Dług netto	-659
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	282,80

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	229,60
DCF	50%	282,80
cena wynikowa		256,20
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		272,50

Przemysł, surowce

Cognor

akumuluj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

26 lipca wznowione Zwyczajne Walne Zgromadzenie akcjonariuszy Grupy Cognor zdecydowało, że na dywidendę ze 2018 rok trafi 36 mln PLN (0,29 PLN/akcja; DYield około 17%). Wielkość jest zgodna z wcześniejszą rekomendacją Zarządu, ale przesunięte zostały na późniejszy termin daty odjęcia prawa do dywidendy (obecnie 23 października) oraz dzień wypłaty (obecnie 17 stycznia 2020 roku). Praktycznie najwyższa na GPW dywidenda dla akcjonariuszy naszym zdaniem może pozytywnie wpływać na notowania we wrześniu i październiku. Wyniki za 2Q'19 okazały się wyraźnie lepsze od oczekiwań, dzięki zaksięgowaniu rekompensat z tytułu wzrostu kosztów energii w 1H'19 (14 mln PLN). Nie zmieniamy naszej rekomendacji akumuluj oraz ceny docelowej na poziomie 2,00 PLN/akcja.

Cena bieżąca

1,76 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

2,00 PLN

+14,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	2,00 PLN	2019-09-05

Podstawowe dane			COG PW	vs. WIG
Ticker	COG PW	Zmiana 1M	+3,5%	+4,6%
ISIN	PLCNTSL00014	Zmiana YTD	+9,7%	+12,7%
Liczba akcji (mln)	175,0	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	307,1	Średni obrót 6M	0,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	538,1	EV/EBITDA 12M fwd	3,9	+12,7%
Free float	-	EV/EBITDA 5Y avg	3,4	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	122	100	106
marża EBITDA	8,1%	9,6%	6,1%	5,3%	5,1%
EBIT skor.	104	156	76	50	57
Zysk netto skor.	32	94	45	27	35
P/E skor.	9,6	3,3	6,8	11,4	8,8
P/BV	0,9	1,5	1,4	1,5	1,8
EV/EBITDA skor.	4,5	2,7	4,4	5,2	4,7
DPS	0,00	0,07	0,21	0,17	0,11
DYield	0,0%	3,9%	11,7%	9,4%	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	102	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	-95	-68
Dywidenda/buyback	0	-12	-36	-29	-19
FCF	123	179	77	60	58
FCF/EBITDA	87%	90%	63%	60%	55%
CFO/EBITDA	103%	116%	83%	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	122	100	106	94	90	86	83	81	81	83	85
marża EBITDA	6,1%	5,3%	5,1%	4,3%	3,9%	3,6%	3,5%	3,3%	3,3%	3,3%	3,4%
EBIT	76	50	57	47	43	40	38	35	34	35	37
Podatek	10	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	77	60	58	47	40	36	34	29	29	31	33
PV FCF	76	55	49	37	29	24	21	17	15	15	
WACC	7,6%	7,7%	7,8%	7,9%	7,9%	8,0%	8,0%	8,0%	8,1%	8,1%	8,1%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	951	1 001	1 046	975	990
Aktywa trwałe	398	379	401	393	370
Kapitał własny	225	278	290	288	305
Udział mniejszości	225	278	290	288	305
Dług netto	325	209	213	199	174
Dług netto/EBITDA (x)	2,3	1,0	1,7	2,0	1,6
Dług netto/kap. wł. (x)	1,4	0,8	0,7	0,7	0,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	4,2	4,3	3,8	2,5	2,3	2,6
Maksimum	239,2	25,7	15,6	7,7	7,0	7,3
Mediana	9,5	9,0	8,2	5,7	5,5	5,0
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,2
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	338
Dług netto	209
Inne korekty	18
Wycena DCF na akcję (PLN)	2,12

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	1,61
DCF	50%	2,12
Cena wynikowa		1,87
Koszt kapitału 9M		7,0%
Cena docelowa za 9M		2,00

Famur kupuj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Rosnące zapasy węgla kamiennego na przykopalnianych zwałowiskach w Polsce oraz spadki cen węgla energetycznego i koksowego na światowych rynkach powodują, że rodzimym producentom trudno będzie podwyższać ceny w kolejnych okresach. Naszym zdaniem przy dynamicznym wzroście kosztów wynagrodzeń i prawdopodobnie niższych cenach surowca wyniki finansowe firm wydobywczych w 2020 roku spadną. To z kolei naszym zdaniem spowoduje spadek wydatków w polskim wydobywaniu węgla z rekordowych w ostatnich 7-miu latach 5 mld PLN do 4,4 mld PLN w 2020 roku (-12% r/r). W efekcie prognozujemy, że obroty Grupy Famur w 2020 roku obniżą się o około 17% r/r do 1,8 mld PLN, a EBITDA o 15% r/r do 469 mln PLN. Niższe obroty naszym zdaniem Grupa będzie rekompensować większym udziałem sprzedaży części zamiennych i serwisu (Aftermarket) oraz niższymi kosztami produkcji (spadek cen stali i kosztów zewnętrznej kooperacji). W efekcie szacujemy, że marża EBITDA wzrośnie w 2020 roku do 26,6% (+0,6 p.p.). Mimo spadku zamówień, po połączeniu Famur i Kopex, nie oczekujemy, aby na rynku mogła mieć miejsce analogiczna jak w latach 2015-2016 wojna cenowa. Famur, mimo rewizji prognoz generuje ponad 10% FCF/EV w latach 2020 i 2021 oraz jest w stanie wypłacać odpowiednio ponad 10% DYield. Nie zmieniamy naszej rekomendacji kupuj dla akcji Famur oraz ceny docelowej 5,33 PLN/akcja.

Cena bieżąca

3,47 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

5,33 PLN

+53,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	5,33 PLN	2019-08-07

Podstawowe dane			FMF PW	vs. WIG
Ticker	FMF PW	Zmiana 1M	-11,3%	-10,2%
ISIN	PLFAMUR00012	Zmiana YTD	-28,9%	-25,9%
Liczba akcji (mln)	574,8	Średni obrót 1M	0,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 991,6	Średni obrót 6M	0,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 985,4	EV/EBITDA 12M fwd	3,8	-32,7%
Free float	52,3%	EV/EBITDA 5Y avg	5,7	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	1 460	2 229	2 125	1 765	1 661
EBITDA	308	491	553	469	394
marża EBITDA	21,1%	22,0%	26,0%	26,6%	23,7%
EBIT	133	300	390	314	248
Zysk netto	49	208	452	249	196
P/E	39,9	9,6	4,4	8,0	10,2
P/BV	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2
EV/EBITDA	6,9	4,6	3,6	4,2	4,8
DPS	0,00	0,44	0,53	0,39	0,33
DYield	0,0%	12,7%	15,3%	11,4%	9,4%
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%
Obroty Underground			0,0%	0,0%	0,0%
Obroty Surface			0,0%	0,0%	0,0%
Marża Underground			0,0%	0,0%	0,0%
Marża Surface			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Obroty Underground	1 019	1 407	1 508	1 319	1 214
Obroty Surface	292	371	361	346	350
Marża Underground	25,0%	30,6%	32,8%	33,3%	30,8%
Marża Surface	8,3%	3,9%	7,1%	6,2%	6,6%
Przepływy oper.	192	215	466	354	350
Amortyzacja	175	191	162	155	145
Kapitał obrotowy	-16	-127	-29	-57	2
Przepływy inw.	-231	-138	109	-95	-95
CAPEX	132	141	-109	95	95
Przepływy fin.	287	-458	-516	-332	-193
Zmiana długu	-88	-213	-200	-100	0
Dywidenda/buyback	0	-253	-305	-226	-187
FCF	-91	173	581	259	255
FCF/EBITDA	-30%	35%	105%	55%	65%
CFO/EBITDA	44%	44%	84%	75%	89%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+	+
Przychody	2 125	1 765	1 661	1 727	1 793	1 829	1 866	1 904	1 943	1 982	2 022
zmiana (r/r)	-4,7%	-16,9%	-5,9%	4,0%	3,8%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBITDA	553	469	394	407	406	405	404	410	420	422	429
marża EBITDA	26,0%	26,6%	23,7%	23,6%	22,6%	22,2%	21,7%	21,5%	21,6%	21,3%	21,2%
Amortyzacja	162	155	145	137	129	125	121	123	130	132	135
EBIT	390	314	248	270	277	280	284	287	290	290	293
Podatek	52	58	46	50	52	53	54	55	56	56	57
NOPAT	339	255	202	219	225	227	230	232	234	234	237
CAPEX	109	-95	-95	-122	-125	-127	-130	-132	-135	-135	-135
Kapitał obrotowy	-29	-57	2	15	-35	-19	-19	-20	-20	-21	-21
FCF	581	259	255	249	195	206	201	203	209	211	218
PV FCF	565	232	211	190	137	133	120	112	106	99	
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	2 671	2 503	2 486
Aktywa trwałe	1 099	1 158	887	826	776
Goodwill	222	222	222	222	222
Kapitał własny	1 437	1 625	1 637	1 660	1 669
Udział mniejszości	115	-37	-32	-32	-32
Dług netto	80	286	26	0	-62
Dług netto/EBITDA (x)	0,3	0,6	0,0	0,0	-0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	8,7	9,3	9,2	5,8	5,9	5,7
Maksimum	18,0	16,8	15,9	11,4	10,4	9,8
Mediana	11,7	11,0	10,5	7,9	7,5	6,8
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 904
Dług netto	590
Inne korekty	58
Wycena DCF na akcję (PLN)	5,03

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	4,99
DCF	50%	5,03
Cena wynikowa		5,01
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		5,33

Grupa Kęty trzymaj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Wyniki za 3Q'19 zaskoczyły pozytywnie notując najwyższą jak dotychczas w 2019 roku dynamikę wzrostu EBITDA r/r. Ostrożny natomiast wydaje się outlook na kolejne okresy w głównych segmentach operacyjnych. Zarząd oczekuje stabilnej sprzedaży w systemach aluminiowych w 4Q'19 i porównywalnych r/r wolumenów wyrobów wyciskanych mimo zwiększenia mocy przerobowych. Naszym zdaniem po odcięciu 24 PLN dywidendy na akcję naszym zdaniem Grupa Kęty pozostaje zadłużoną Spółką w okresie rekordowej dla siebie koniunktury. Każde potknięcie może w tym przypadku oznaczać przecenę ceny akcji. Podwyższamy nasze prognozy na 2019 rok o wyższe wyniki w segmentach Opakowań Giętkich i Systemów Aluminiowych. Obniżamy natomiast wyniki na 2020 i 2021 rok ze względu na oczekiwane gorsze wyniki w Segmencie Wyrobów Wyciskanych. Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla Grupy Kęty, a cenę docelową obniżamy do 298,64 PLN/akcja (wcześniej 327,11).

Cena bieżąca

283,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

298,64 PLN

+5,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	298,64 PLN	2019-10-07
poprzednia	trzymaj	327,11 PLN	2019-09-05
Podstawowe dane			
Ticker	KTY PW	Zmiana 1M	-12,9% -11,8%
ISIN	PLKETY000011	Zmiana YTD	-12,1% -9,2%
Liczba akcji (mln)	9,5	Średni obrót 1M	0,9 mln PLN
MC (mln PLN)	2 701,4	Średni obrót 6M	0,5 mln PLN
EV (mln PLN)	3 625,1	EV/EBITDA 12M fwd	7,3 -20,9%
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	3 143	2 989	2 993
EBITDA	421	463	492	451	439
marża EBITDA	15,9%	15,5%	15,7%	15,1%	14,7%
EBIT	301	338	356	310	304
Zysk netto	236	268	267	228	224
P/E	11,4	10,1	10,1	11,8	12,1
P/BV	2,0	1,9	1,9	1,8	1,8
EV/EBITDA	7,8	7,5	7,4	8,0	8,2
DPS	30,00	23,94	24,00	21,00	17,92
DYield	10,6%	8,5%	8,5%	7,4%	6,3%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			+7,0%	-7,2%	-10,4%
Zysk netto			+8,4%	-12,5%	-16,6%
Aluminium (USD/t)			-6,0%	0,0%	0,0%
Premia producencka (USD/t)			+4,1%	0,0%	0,0%
EBITDA SOG			+18,2%	-1,9%	-6,6%
EBITDA SWW			-6,8%	-17,5%	-17,6%
EBITDA SSA			+17,7%	-1,6%	-6,5%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
EBITDA SOG	113	119	133	130	129
EBITDA SWW	150	163	155	138	137
EBITDA SSA	172	190	223	191	182
EBITDA pozostałe	-13	-8	-8	-8	-8
EBITDA/użyte aluminium	5	5	5	5	5
Przepływy oper.	276	293	307	383	345
Amortyzacja	120	126	135	141	135
Kapitał obrotowy	-91	-114	-46	-11	-37
Przepływy inv.	-187	-229	-200	-150	-120
CAPEX	187	229	200	150	120
Przepływy fin.	-85	-43	-155	-209	-219
Dywidenda/buyback	-285	-229	-229	-200	-171
FCF	86	72	183	236	230
FCF/EBITDA	20%	15%	36%	52%	52%
CFO/EBITDA	66%	63%	62%	85%	79%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Aluminium (USD/t)	1 786	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
Prem. prod. (USD/t)	135	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150
Użyte alum. (tys. t)	94	92	94	96	98	100	102	104	106	107	109
Przychody	3 143	2 989	2 993	3 042	3 076	3 118	3 169	3 216	3 251	3 288	3 325
EBITDA	492	451	439	442	445	448	452	456	458	463	467
marża EBITDA	15,7%	15,1%	14,7%	14,5%	14,5%	14,4%	14,3%	14,2%	14,1%	14,1%	14,1%
EBIT	356	310	304	310	317	318	320	323	323	325	330
Podatek	63	54	53	54	55	56	56	57	57	58	59
CAPEX	-200	-150	-120	-122	-125	-127	-130	-132	-135	-138	-138
Kapitał obrotowy	-46	-11	-37	-17	-12	-15	-18	-16	-12	-13	-13
FCF	183	236	230	249	253	250	249	251	253	255	259
PV FCF	181	217	196	197	186	170	157	147	137	127	
WACC	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,7%	7,7%	7,7%	7,8%	7,8%	7,8%	7,9%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Aktywa	2 499	2 780	2 939	2 969	2 999
Aktywa trwałe	1 439	1 575	1 715	1 728	1 718
Kapitał własny	1 363	1 396	1 434	1 462	1 515
Udział mniejszości	1	1	1	1	1
Dług netto	591	774	923	919	893
Dług netto/EBITDA (x)	1,4	1,7	1,9	2,0	2,0
Dług netto/kap. wł. (x)	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	5,1	4,2	3,8	3,3	2,9	2,3
Maksimum	47,3	34,0	17,8	14,1	10,3	9,6
Mediana	14,8	12,2	10,1	7,7	5,4	4,9
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 715
Dług netto	1 003
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	306,23

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	255,60
DCF	50%	306,23
Cena wynikowa		280,92
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		298,64

JSW kupuj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Obawy o spadek światowej koniunktury oraz niższe ceny węgla koksowego zepchnęły kapitalizację Grupy JSW do poziomów gotówki netto, jaka znajduje się na rachunkach Spółki. W październiku widzimy szansę na poprawę sentymentu wraz z odbijającymi cenami węgla koksowego (te rosną obecnie w kierunku 150 USD/t), osłabieniem kursu USD/PLN (JSW to największy beneficjent mocnego dolara), oraz dobrych danych produkcyjnych za 3Q'19 (te zostaną zaprezentowane w połowie października). Nie zmieniamy naszej rekomendacji kupuj dla akcji JSW, a cenę docelową pozostawiamy na poziomie 39,29 PLN/akcja.

Cena bieżąca

20,66 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

39,29 PLN

+90,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	39,29 PLN	2019-09-05

Podstawowe dane		JSW PW	vs. WIG
Ticker	JSW PW	Zmiana 1M	-27,2% -26,1%
ISIN	PLJSW0000015	Zmiana YTD	-68,5% -65,5%
Liczba akcji (mln)	117,4	Średni obrót 1M	13,8 mln PLN
MC (mln PLN)	2 425,7	Średni obrót 6M	12,0 mln PLN
EV (mln PLN)	428,2	EV/EBITDA 12M fwd	0,6 -81,1%
Free float	44,8%	EV/EBITDA 5Y avg	3,1 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	8 877	9 810	9 231	8 309	8 685
EBITDA skor.	3 509	3 101	1 940	1 024	1 394
marża EBITDA	39,5%	31,6%	21,0%	12,3%	16,1%
EBIT skor.	2 684	2 335	1 027	-54	194
Zysk netto skor.	2 189	1 802	819	-62	135
P/E skor.	1,1	1,3	3,0	-	17,9
P/BV	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA skor.	0,3	-	0,2	1,4	1,1
DPS	0,00	0,00	1,71	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	8,3%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
EBITDA (skor.)		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto (skor.)		0,0%	0,0%	0,0%	
Węgiel koksowy (USD/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Węgiel do celów energetycznych (PLN/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Koks (USD/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Prod. węgla (tys. t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Prod. w. koks. (tys. t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Prod. koks. (tys. t)		0,0%	0,0%	0,0%	

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Prod. węgla (tys. t)	14 768	15 019	15 500	15 900	16 150
Prod. w. koks. (tys. t)	10 675	10 351	10 850	11 289	11 628
Udział węgla koks. (%)	72%	69%	70%	71%	72%
Prod. w. ener. (tys. t)	4 093	4 668	4 650	4 611	4 522
Prod. koks. (tys. t)	3 458	3 559	3 500	3 400	3 400
Przepływy oper.	2 871	2 856	1 651	800	1 351
Amortyzacja	825	766	912	1 078	1 201
Kapitał obrotowy	-76	338	-268	-176	65
Przepływy inw.	-2 170	-1 582	-2 050	-1 800	-1 450
CAPEX	737	1 248	2 050	1 800	1 450
Przepływy fin.	-701	-755	-188	7	3
Dywidenda/buyback	0	0	-201	0	0
FCF	2 129	1 754	-546	-943	-28
FCF/EBITDA skor.	61%	57%	-28%	-92%	-2%
CFO/EBITDA skor.	82%	92%	85%	78%	97%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	12 090	13 763	14 068	13 709	13 973
Aktywa trwałe	8 118	8 475	9 626	10 386	10 689
Kapitał własny	6 389	8 081	8 574	8 512	8 648
Udział mniejszości	232	364	364	364	364
Dług netto	-1 641	-3 286	-2 362	-1 368	-1 272
Dług netto/EBITDA skor.	-0,5	-1,1	-1,2	-1,3	-0,9
Dług netto/kap. wł. (x)	-0,3	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	3,2	2,2	2,9	0,9	0,5	0,2
Maksimum	22,5	13,4	216,8	10,6	11,0	10,2
Mediana	6,6	6,8	7,5	3,9	4,2	4,0
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
W. koksowy (USD/t)	175	155	160	160	160	160	160	160	160	160	160
W. energet. (PLN/t)	268	250	247	247	247	247	247	247	247	247	247
Koks (USD/t)	1 031	878	897	897	897	897	897	897	897	897	898
Przychody	9 231	8 309	8 685	8 861	9 022	9 105	9 202	9 309	9 416	9 524	9 582
EBITDA	1 784	1 024	1 394	1 598	1 695	1 730	1 776	1 818	1 857	1 878	1 926
marża EBITDA	19,3%	12,3%	16,1%	18,0%	18,8%	19,0%	19,3%	19,5%	19,7%	19,7%	20,1%
EBIT	872	-54	194	273	198	329	390	412	448	467	526
Podatek	168	-9	37	52	38	63	75	79	85	89	100
CAPEX	-2 050	-1 800	-1 450	-1 400	-1 400	-1 400	-1 400	-1 400	-1 400	-1 400	-1 400
Kapitał obrotowy	-268	-176	65	30	22	29	18	17	18	17	13
FCF	-546	-943	-28	176	279	296	319	356	390	406	439
PV FCF	-535	-852	-23	135	197	193	192	197	199	191	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdykontowana wartość FCF	-107
Dług netto	-3 085
Inne korekty	364
Wycena DCF na akcję (PLN)	42,96

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	30,97
DCF	50%	42,96
Cena wynikowa		36,96
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		39,29

Kernel redukuj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Rosnące koszty produkcji rolnej i wyraźnie niższe r/r zabezpieczenie cen produktów rolnych uderza w wyniki segmentu agro, który jeszcze w sezonie 2018/20 wygenerował ponad 50% EBITDA Grupy Kernel. Naszym zdaniem słabsze rezultaty Agro prowadzić będą do spadku wyników finansowych w dwóch nadchodzących kwartałach (3Q'19 oraz 4Q'19). Równolegle spółka zwiększać będzie zadłużenie netto wraz z realizowanym rekordowym programem inwestycyjnych (300 mln USD Capex w 2019/20 roku). Naszym zdaniem zadłużenie netto w relacji do EBITDA wzrośnie na koniec sezonu 2019/20 do poziomu 2,6x. Podtrzymujemy naszą negatywną rekomendację dla Grupy Kernel (redukuj), a cenę docelową obniżamy z 42,70 PLN/akcja do 40,76 PLN/akcja (efekt przesunięcia o rok wyceny porównawczej).

Cena bieżąca

42,90 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

40,76 PLN

-5,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	redukuj	40,76 PLN	2019-10-07
poprzednia	redukuj	42,70 PLN	2019-08-19
Podstawowe dane			
Ticker	KER PW	Zmiana 1M	-3,2%
ISIN	LU0327357389	Zmiana YTD	-11,9%
Liczba akcji (mln)	82,7	Średni obrót 1M	4,4 mln PLN
MC (mln PLN)	3 546,2	Średni obrót 6M	2,4 mln PLN
EV (mln PLN)	6 246,3	EV/EBITDA 12M fwd	5,1
Free float	60,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,2

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln USD)	16/17	17/18	18/19P	19/20P	20/21P
Przychody	2 169	2 403	3 992	4 223	4 783
EBITDA	319	223	346	314	343
marża EBITDA	14,7%	9,3%	8,7%	7,4%	7,2%
EBIT	265	140	269	219	240
Zysk netto	176	52	189	117	137
P/E	5,1	17,3	4,8	7,7	6,6
P/BV	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	4,4	6,9	4,6	5,6	5,0
DPS	0,24	0,25	0,25	0,25	0,35
DYield	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%	3,2%
Zmiana prognoz				19/20P	20/21P
EBITDA			+3,5%	+3,4%	+3,4%
Zysk netto			+5,2%	+9,2%	+12,2%
Marża olej (USD/t)			+12,0%	+11,5%	+10,7%
Pszenica (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Kukurydza (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Sprzedaż oleju luz. (tys. ton)			-0,1%	-0,1%	-0,1%
Produkcja zbóż (tys. ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Handel zbożami (tys. ton)			-4,9%	-4,4%	-4,2%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln USD)	17/18	18/19	19/20P	20/21P	20/21P
EBITDA olej butelkowany	13	16	16	17	18
EBITDA olej luzem	63	93	97	108	130
EBITDA przeładunek	39	36	40	51	57
EBITDA produkcja zbóż	89	182	97	97	101
EBITDA handel zbożami	17	31	49	57	59
Przepływy oper.	82	189	237	267	297
Amortyzacja	83	76	96	104	102
Kapitał obrotowy	-63	-305	-37	-53	-50
Przepływy inv.	-156	-241	-300	-95	-100
CAPEX	179	234	300	95	100
Przepływy fin.	76	29	7	-146	-159
Dywidenda/buyback	-20	-20	-21	-29	-41
FCF	-14	-205	-32	184	213
FCF/EBITDA	-6%	-59%	-10%	53%	57%
CFO/EBITDA	37%	55%	75%	78%	79%

Model DCF

(mln USD)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Marża olej (USD/t)	68	70	73	71	68	66	64	61	58	55	54
Pszenica (USD/t)	180	195	195	195	195	195	195	195	195	195	196
Kukurydza (USD/t)	180	185	185	185	185	185	185	185	185	185	186
Przychody	4 223	4 783	5 176	5 247	5 332	5 406	5 481	5 542	5 603	5 664	5 745
EBITDA	314	343	376	363	360	374	369	365	362	358	369
marża EBITDA	7,4%	7,2%	7,3%	6,9%	6,8%	6,9%	6,7%	6,6%	6,5%	6,3%	6,4%
EBIT	219	240	274	260	255	262	251	240	231	226	238
Podatek	9	11	14	13	12	13	12	12	11	11	12
CAPEX	-300	-95	-100	-104	-109	-115	-120	-126	-131	-131	-131
Kapitał obrotowy	-37	-53	-50	-20	-21	-20	-21	-19	-19	-20	-21
FCF	-32	184	213	226	217	225	216	209	200	196	205
PV FCF	-29	144	144	133	110	99	82	69	57	48	
WACC	15,0%	15,1%	15,2%	15,3%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,5%	15,5%	15,5%
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)	17/18	18/19	19/20P	20/21P	20/21P
Aktywa	2 211	2 464	2 694	2 810	2 936
Aktywa trwałe	1 006	1 207	1 414	1 410	1 412
Kapitał własny	1 171	1 351	1 447	1 555	1 682
Udział mniejszości	7	-5	-5	-5	-5
Dług netto	619	691	878	827	763
Dług netto/EBITDA (x)	2,8	2,0	2,8	2,4	2,0
Dług netto/kap. wł. (x)	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	3,5	2,2	4,2	3,8	3,5	3,7
Maksimum	60,4	24,1	18,3	13,6	12,9	6,1
Mediana	12,7	11,9	11,5	7,8	7,4	4,9
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln USD)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	856
Dług netto	691
Inne korekty	-5
Wycena DCF na akcję (PLN)	26,94

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	45,71
DCF	50%	26,94
Cena wynikowa		36,33
Koszt kapitału 9M		12,2%
Cena docelowa za 9M		40,76

KGHM trzymaj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Eskalacja konfliktu gospodarczego na linii USA-Chiny negatywnie przełożyła się na notowania miedzi oraz wyceny spółek górniczych na świecie. Pod presją znalazły się również akcje KGHM Polska Miedź, które pod względem kosztów produkcji i zdolności generowania wolnych przepływów pieniężnych wypadają gorzej niż zagraniczni konkurenci. Rynek z uwagą w październiku przyglądać się będzie wynikom negocjacji na linii USA-Chiny. W krótkim terminie pozytywnie na sentyment do akcji Spółki wpływać może osłabienie PLN do USD. Ciężać z kolei dalej mogą słabe wyniki sprzedaży miedzi w lipcu i sierpniu. Nie zmienimy naszej rekomendacji trzymaj dla Grupy KGHM oraz pozostawiamy cenę docelową bez zmian na poziomie 77,51 PLN/akcja.

Cena bieżąca

74,94 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

77,51 PLN

+3,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	77,51 PLN	2019-08-22

Podstawowe dane			KGH PW	vs. WIG
Ticker	KGH PW	Zmiana 1M	-5,7%	-4,6%
ISIN	PLKGHM000017	Zmiana YTD	-15,7%	-12,7%
Liczba akcji (mln)	200,0	Średni obrót 1M	47,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	14 988,0	Średni obrót 6M	50,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	19 432,9	EV/EBITDA 12M fwd	4,3	-11,0%
Free float	63,2%	EV/EBITDA 5Y avg	4,8	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	20 275	20 526	22 544	21 998	22 867
EBITDA skor.	5 753	4 972	5 184	4 385	4 827
marża EBITDA	28,4%	24,2%	23,0%	19,9%	21,1%
EBIT skor.	4 144	3 176	3 331	2 453	2 843
Zysk netto skor.	1 792	1 888	2 304	1 619	1 915
P/E skor.	8,4	7,9	6,5	9,3	7,8
P/BV	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA skor.	3,8	4,4	3,7	4,3	3,8
DPS	1,00	0,00	0,00	1,50	2,43
DYield	1,3%	0,0%	0,0%	2,0%	3,2%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA (skor.)			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto (skor.)			0,0%	0,0%	0,0%
Miedź (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Srebro (USD/oz)			0,0%	0,0%	0,0%
Molibden (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Prod. miedź (tys. ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Prod. srebro (ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Prod. molibden (mln lb)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Cu KGHM Pol (tys. ton)	359	385	406	402	391
Cu KGHM Int (tys. ton)	81	79	76	88	90
Cu Sierra Gorda (tys. ton)	53	53	59	65	69
Srebro Grupa (ton)	1 234	1 205	1 354	1 353	1 342
Złoto Grupa (tys. troz)	219	174	210	212	215
Przepływy oper.	3 054	3 826	5 540	3 650	4 011
Amortyzacja	1 609	1 796	1 853	1 932	1 984
Kapitał obrotowy	-1 270	1 412	1 279	-6	9
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	-589
Dywidenda/buyback	-200	0	0	-300	-486
FCF	788	1 924	2 743	874	1 434
FCF/EBITDA	27%	41%	53%	20%	30%
CFO/EBITDA	53%	77%	107%	83%	83%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	34 122	37 237	40 077	41 252	42 912
Aktywa trwałe	26 515	29 375	30 319	31 164	31 758
Kapitał własny	17 694	19 133	21 437	22 757	24 186
Udział mniejszości	91	92	92	92	92
Dług netto	6 570	6 992	4 353	3 883	3 040
Dług netto/EBITDA (x)	2,2	1,5	0,8	0,9	0,6
Dług netto/kap. wł. (x)	0,4	0,4	0,2	0,2	0,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	4,9	4,7	4,3	2,3	1,5	1,0
Maksimum	63,9	20,8	13,4	10,2	7,4	7,0
Mediana	12,6	9,3	8,2	5,2	4,5	4,3
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Miedź (USD/t)	6 100	6 300	6 650	6 700	6 700	6 700	6 700	6 700	6 700	6 700	6 700
Srebro (USD/oz)	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0
Molibden (USD/t)	22 500	21 000	21 000	21 000	21 000	21 000	21 000	21 000	21 000	21 000	21 000
Przychody	22 544	21 998	22 867	23 118	23 066	23 009	22 802	21 400	21 430	21 463	21 541
EBITDA	5 184	4 385	4 827	4 870	4 799	4 664	4 411	4 333	4 301	3 967	3 940
marża EBITDA	14,8%	11,1%	12,4%	12,7%	12,5%	12,2%	11,1%	11,4%	11,3%	9,6%	10,3%
EBIT	3 331	2 453	2 843	2 933	2 885	2 799	2 533	2 449	2 415	2 069	2 215
Podatek	922	729	824	843	833	816	764	748	741	675	702
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	1 279	-6	9	3	-1	-1	-2	-15	0	0	1
FCF	2 743	874	1 434	2 362	2 240	2 094	1 863	1 760	1 721	1 424	1 513
PV FCF	2 679	794	1 207	1 828	1 589	1 359	1 111	967	872	665	
WACC	7,4%	7,5%	7,7%	8,0%	8,2%	8,4%	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	13 071
Dług netto	6 992
Inne korekty	290
Wycena DCF na akcję (PLN)	73,42

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	72,40
DCF	50%	73,42
Cena wynikowa		72,91
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		77,51

Stelmet trzymaj (podtrzymana)

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

We wrześniu główny akcjonariusz Stelmet (Stanisław Bieńkowski) wezwał do sprzedaży wszystkich akcji Grupy po cenie 7,74 PLN/akcja. Naszym zdaniem w obliczu niesprzyjających rosnących cen energii, drewna i wynagrodzeń Grupie w trzech kolejnych latach trudno będzie zdecydowanie poprawiać wyniki finansowe. Z drugiej strony po istotnych nakładach inwestycyjnych zrealizowanych w czterech ostatnich trzech w kolejnych Grupa skupi się prawdopodobnie na oddłużeniu bilansu i generowaniu gotówki. Według naszych szacunków wartość wolnych przepływów pieniężnych do wartości przedsiębiorstwa (FCF/ EV) w trzech kolejnych latach przekracza przy bieżącym kursie 10%. W tym kontekście zaproponowana cena zakupu akcji przez akcjonariusza wydaje się nieadekwatna, a zatem odradzilibyśmy wzięcie udziału w wezwaniu. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj dla Grupa Stelmet, a cenę docelową podwyższamy z 6,50 PLN/akcja do 8,10 PLN/akcja.

Cena bieżąca	7,90 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	8,10 PLN	+2,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	8,10 PLN	2019-10-07
poprzednia	trzymaj	6,50 PLN	2019-09-05
Podstawowe dane		STL PW	vs. WIG
Ticker	STL PW	Zmiana 1M	+17,0% +18,1%
ISIN	PLSTLMT00010	Zmiana YTD	+9,1% +12,1%
Liczba akcji (mln)	29,4	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN
MC (mln PLN)	232,0	Średni obrót 6M	0,0 mln PLN
EV (mln PLN)	379,4	EV/EBITDA 12M fwd	5,4 -18,7%
Free float	15,0%	EV/EBITDA 5Y avg	6,7 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	538	553	581	597	616
EBITDA	58	69	74	68	70
marża EBITDA	10,7%	12,4%	12,7%	11,4%	11,3%
EBIT	21	27	31	26	26
Zysk netto	19	10	22	19	20
P/E	11,9	24,2	10,7	12,1	11,8
P/BV	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	7,2	5,9	5,1	5,1	4,7
DPS	0,00	0,00	0,00	0,22	0,33
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	2,8%	4,1%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
EBITDA		0,0%	+6,3%	+6,4%	
Zysk netto		+0,0%	+19,7%	+22,6%	
DAO (PLN/m3)		0,0%	+0,9%	+0,9%	
DAO vol (tys. m3)		0,0%	0,0%	0,0%	
Drewno (PLN/m3)		0,0%	0,0%	0,0%	

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Sprzedaż DAO (PL)	19	22	27	28	28
Sprzedaż DAO (UK)	158	137	113	104	107
Sprzedaż DAO (FR)	120	107	102	102	104
Sprzedaż DAO (DE)	101	113	155	166	172
Sprzedaż Pellet	68	89	90	94	97
Przepływy oper.	39	32	61	61	62
Amortyzacja	37	41	42	43	44
Kapitał obrotowy	-2	-30	-6	-4	-4
Przepływy inw.	-62	-24	-29	-19	-28
CAPEX	62	23	29	19	28
Przepływy fin.	76	-9	-29	-30	-32
Dywidenda/buyback	0	0	0	-7	-10
FCF	-11	9	34	43	35
FCF/EBITDA	-18%	13%	46%	62%	50%
CFO/EBITDA	68%	46%	83%	89%	89%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
DAO (PLN/m3)	1 792	1 819	1 843	1 868	1 894	1 920	1 946	1 973	2 000	2 028	2 056
DAO vol (tys. m3)	255	255	259	262	265	268	271	274	277	281	284
Drewno (PLN/m3)	260	271	276	282	287	293	299	305	311	317	324
Przychody	581	597	616	631	646	662	678	694	710	728	746
EBITDA	74	68	70	70	70	70	70	70	69	68	67
marża EBITDA	12,7%	11,4%	11,3%	11,1%	10,9%	10,7%	10,4%	10,1%	9,8%	9,4%	8,9%
EBIT	31	26	26	26	26	25	24	22	21	19	18
Podatek	4,2	3,2	3,1	3,1	2,5	2,0	1,8	1,4	1,2	0,9	0,6
CAPEX	-29	-19	-28	-31	-33	-36	-39	-42	-46	-48	-49
Kapitał obrotowy	-6,3	-3,9	-4,4	-3,5	-3,6	-3,7	-3,7	-3,8	-3,9	-4,1	-4,3
FCF	34	43	35	33	31	29	26	23	20	17	16
PV FCF	34	40	30	26	23	20	17	13	11	9	7
WACC	6,8%	7,1%	7,3%	7,5%	7,6%	7,8%	7,9%	7,9%	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

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	821	816	818	813	806
Aktywa trwałe	554	522	509	485	468
Kapitał własny	454	461	483	496	506
Udział mniejszości	0	0	0	0	0
Dług netto	182	176	147	115	93
Dług netto/EBITDA (x)	3,2	2,6	2,0	1,7	1,3
Dług netto/kap. wł. (x)	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	7,0	6,8	6,5	5,5	4,8	4,5
Maksimum	123,3	45,8	27,0	18,0	15,6	9,2
Mediana	21,9	14,7	13,4	10,5	5,9	5,6
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	223
Dług netto	182
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	5,89

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	9,35
DCF	50%	5,89
Cena wynikowa		7,62
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		8,10

Deweloperzy

Atal

akumuluj (bez zmian)

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

Zaraportowane przez Atal wyniki 2Q były poniżej konsensusu ze względu na one-offowe koszty. Przy niskim wolumenie przekazania miały relatywnie małe znaczenie w perspektywie rocznych wyników. Wraz z mocną marżą w 1Q, Atal zamknął więc pierwsze półrocze z marżą ZNBS 26.1%. W 2H liczymy na nieco wyższą rentowność. Jednak ze względu na przesunięcie zakończenia budowy niektórych inwestycji z 3Q na 4Q widzimy ryzyko, że część przekazania może się przesunąć z 4Q'19 na 1Q'20, w związku z czym uważamy, że nasza prognoza ZN'19 jest nieco optymistyczna (wzrost ryzyka opóźnień). Spółka ma natomiast dobry outlook na mocne wyniki 2020-21, tym bardziej w świetle bardzo dobrych dynamik sprzedaży. Na tle konkurencji Atal wyróżnia się wysoką sprawnością uruchamiania nowych projektów mieszkaniowych, dzięki czemu na koniec 2Q'19 miał w ofercie ponad 60% więcej lokali r/r (vs. +3% wśród pozostałych Spółek GPW i Catalyst). To natomiast przekłada się na bardzo dobre dynamiki sprzedaży i wspiera prognozę mocnych zysków w latach 2020-21. W ubiegłym tygodniu Spółka zaraportowała przedsprzedaż za 3Q: +36% r/r. YTD wolumen sprzedaży wzrósł o 28% r/r i o 13% względem 9M'17. W efekcie Zarząd podwyższył cel sprzedaży mieszkań na 2019 r. po raz kolejny, tym razem do 3 tys. sprzedanych mieszkań (vs. 2,4 tys. w '18 i blisko 2,8 tys. w '17). Obecne wykonanie celu Zarządu wynosi 77%. Nasze prognozy zakładają natomiast sprzedaż na poziomie 2,8 tys. w '19 i konserwatywnie relatywnie niskie tempo sprzedaży w kolejnych latach. Już w tym scenariuszu – przy obecnym kursie akcji – Atal oferuje wysoki DYield, średnio około 12%. Nie zmieniamy naszego pozytywnego nastawienia do Spółki.

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%

Cena bieżąca

34,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

41,89 PLN

+21,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	41,89 PLN	2019-07-03

Podstawowe dane			1AT PW	vs. WIG
Ticker	1AT PW	Zmiana 1M	-1,1%	-0,1%
ISIN	PLATAL000046	Zmiana YTD	+34,5%	+37,5%
Liczba akcji (mln)	38,7	Średni obrót 1M		0,6 mln PLN
MC (mln PLN)	1 335,7	Średni obrót 6M		0,4 mln PLN
EV (mln PLN)	1 654,3	EV/EBITDA 12M fwd	7,6	-3,7%
Free float	11,6%	EV/EBITDA 5Y avg	7,9	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	866	1 055	975	999	1 110
ZBNS	248	284	266	262	288
marża ZBNS	28,6%	26,9%	27,3%	26,2%	26,0%
EBIT	222	260	235	227	252
Zysk netto	171	201	181	172	192
P/E	7,8	6,7	7,4	7,7	7,0
P/BV	1,7	1,6	1,6	1,5	1,5
EV/EBITDA	6,9	6,4	7,0	7,3	6,7
DPS	1,68	3,54	4,70	4,26	4,06
DYield	4,9%	10,3%	13,6%	12,3%	11,8%
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 (bez zmian)

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

W wynikach 3Q'19 DOM rozliczy 839 lokali, +43% r/r co jest zgodnie z guidance'm Zarządu. Z uwagi na niską bazę, spodziewamy się zatem lepszych r/r wyników w 3Q, mimo oczekiwanej niższej rentowności (wpływ rozliczenia mieszkań z mniej marżowych projektów — głównie Regaty). Skala realizowanych obecnie projektów mieszkaniowych wspiera prognozę relatywnie stabilnych wyników w 2019-21 na poziomie ok. 230 mln PLN, z rekordem w 2020 r. (>250 mln PLN). W 1H Spółka uruchomiła ponad 50% z planowanej na '19 rekordowej liczby 3,9 tys. nowych lokali do wprowadzenia, dzięki czemu oferta była wyższa 13% r/r na koniec 2Q'19 (rozbudowa oferty w Trójmieście i we Wrocławiu). Nieco słabiej natomiast wypadły plany akwizycji w zakresie nowych gruntów (w 2Q'19 DOM nie nabył nowych gruntów). Nowych gruntów wymaga szczególnie rynek w Warszawie, który pozostaje drogi i mocno konkurencyjny, co utrudnia realizację planów zakupowych — sygnalizują to także inne Spółki. Zarząd poszukuje celów inwestycyjnych, a część gruntów jest w zaawansowanym procesie zakupowym, tzw. grunty kontrolowane. Liczymy, że finalizacja umów będących podstawą gruntów kontrolowanych, przełoży się na wzrost dywersyfikacji banku ziemi na głównym rynku w Warszawie w 2020 r.

Cena bieżąca	82,00 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	81,10 PLN	-1,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	81,10 PLN	2019-09-05

Podstawowe dane		DOM PW	vs. WIG
Ticker	DOM PW	Zmiana 1M	-0,7% +0,4%
ISIN	PLDMDVL00012	Zmiana YTD	+52,0% +55,0%
Liczba akcji (mln)	25,1	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN
MC (mln PLN)	2 055,6	Średni obrót 6M	0,3 mln PLN
EV (mln PLN)	2 355,5	EV/EBITDA 12M fwd	7,7 -13,3%
Free float	25,2%	EV/EBITDA 5Y avg	8,9 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	1 405	1 654	1 690	1 816	1 784
ZBNS	386	455	461	489	467
marża ZBNS	27,5%	27,5%	27,3%	26,9%	26,2%
EBIT	235	282	293	313	285
Zysk netto	191	227	236	251	228
P/E	10,7	9,0	8,7	8,2	9,0
P/BV	2,0	2,0	1,9	1,9	2,0
EV/EBITDA	8,7	7,3	7,7	7,5	8,4
DPS	5,05	7,60	9,05	9,40	10,02
DYield	6,2%	9,3%	11,0%	11,5%	12,2%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
Przychody		0,0%	0,0%	0,0%	
MBNS		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	
EBIT		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Przekazane lokale		0,0%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przekazane lokale (szt.)	2 929	3 633	3 525	3 414	3 784
Przychód (tys. PLN)/lokal	480	455	479	532	471
SG&A	138	162	160	167	173
SG&A/przychody	9,9%	9,8%	9,5%	9,2%	9,7%
Marża EBIT	16,8%	17,1%	17,3%	17,2%	16,0%
Marża zysku netto	13,6%	13,7%	13,9%	13,8%	12,8%
Gotówka	331	317	276	266	254
Dług netto	64	78	300	374	437
Dług netto/kap. włas.	6%	7%	28%	35%	42%
Zapasy	1 989	2 114	2 594	2 601	2 587
Zapasy/przychody	142%	128%	154%	143%	145%
Zaliczki	568	625	765	665	615
Zaliczki/zapasy	29%	30%	29%	26%	24%
Kapitał własny	1 002	1 046	1 060	1 075	1 052
ROE	20,5%	22,7%	22,5%	23,7%	21,2%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Przychody	1 690	1 816	1 784	1 683	1 616	1 648	1 681	1 714	1 749	1 784	1 819
EBITDA	302	323	294	233	211	213	217	221	226	230	234
marża EBITDA	17,9%	17,8%	16,5%	13,8%	13,0%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%
Amortyzacja	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
EBIT	293	313	285	223	201	204	208	212	216	220	225
Podatek	56	59	54	42	38	39	39	40	41	42	43
NOPLAT	237	254	231	181	163	165	168	172	175	179	182
CAPEX	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10
Kapitał obrotowy	-226	-93	-41	21	21	-9	-9	-9	-9	-9	-9
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	11	161	189	202	184	156	159	163	166	170	173
PV FCF	10	146	159	157	133	104	99	94	89	84	0
WACC	8,0%	7,9%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	198	233	12	174	202
Amortyzacja	7	10	13	12	12
Kapitał obrotowy	-9	-1	-226	-93	-41
CF inwestycyjny	-213	-43	-34	0	-10
CAPEX	-8	-11	-10	-10	-10
CF finansowy	-120	-187	-45	-173	-205
Dywidenda	-126	-190	-227	-236	-251

Analiza porównawcza

	P/BV			P/E		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	0,67	0,63	0,61	5,0	5,5	6,6
Maksimum	1,61	1,60	1,54	7,6	8,0	9,2
Mediana	0,99	0,97	0,98	5,9	7,3	7,2
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	2 564
Skor. Dług netto*	305
Inne korekty	227
Wycena DCF na akcję (PLN)	90,12

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	53,20
DYield-porównawcza	17%	80,90
DCF	50%	90,12
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		81,10

Handel

AmRest

akumuluj (obniżona)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Spółka opublikowała bardzo dobre wyniki za 2Q'19, które były powyżej oczekiwań rynkowych. Sprzedaż porównywalna została poprawiona na większości rynków, co implikowały wstępne wyniki opublikowane pod koniec lipca. Ciągła praca nad optymalizacją kosztów oraz poprawa efektywności sprzedaży pozwoliły AmRest na poprawę rentowności w Polsce, na Węgrzech oraz w Chinach. Efekt wysokiej bazy oraz presja ze strony kosztów wynagrodzeń wpłynęły na pogorszenie rentowności w Hiszpanii oraz w Czechach. Zgodnie z zapowiedziami spółki w 2019 roku mają zostać zakończone działania optymalizacyjne w przejętej sieci Sushi Shop (zgodnie z opublikowaną prezentacją sieć miała rentowność EBITDA 15% w 2018 roku, powyżej średniej rentowności EBITDA AmRest). Oczekujemy utrzymania się pozytywnych trendów w sprzedaży w 3Q'19, co wraz ze sprzyjającym efektem bazy powinno pozwolić spółce na utrzymanie wysokiej dynamiki poprawy wyniku EBITDA R/R. Biorąc pod uwagę wzrost kursu spółki we wrześniu, obniżamy naszą rekomendację z kupuj do akumuluj bez zmiany ceny docelowej.

Cena bieżąca

44,05 PLN

potencjał zmiany**Cena docelowa**

48,00 PLN

+9,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	48,00 PLN	2019-10-07	
poprzednia	kupuj	48,00 PLN	2019-04-02	
Podstawowe dane			EAT PW	vs. WIG
Ticker	EAT PW	Zmiana 1M	+3,6%	+4,7%
ISIN	ES0105375002	Zmiana YTD	+10,1%	+13,1%
Liczba akcji (mln)	219,6	Średni obrót 1M	4,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	9 671,4	Średni obrót 6M	2,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	12 197,9	EV/EBITDA 12M fwd	11,0	+0,4%
Free float	31,1%	EV/EBITDA 5Y avg	10,9	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	49,0	50,5	41,4	30,2	21,5
P/BV	7,1	5,3	4,7	4,1	3,4
EV/EBITDA	17,8	17,0	13,9	11,1	8,7
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	-584	-757	-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%

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	8 554	9 990	11 314	12 468	13 422	14 238	14 966	15 660	16 321	16 951	16 951
EBITDA	880	1 093	1 342	1 552	1 707	1 815	1 911	2 003	2 091	2 175	2 175
marża EBITDA	10,3%	10,9%	11,9%	12,5%	12,7%	12,7%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%
EBIT	385	509	696	880	1 032	1 155	1 258	1 350	1 438	1 522	1 522
Podatek	118	156	214	270	317	355	387	415	442	467	467
CAPEX	-937	-927	-807	-709	-625	-554	-653	-653	-653	-653	-653
Kapitał obrotowy	63	115	104	87	67	54	45	40	36	32	32
FCF	-112	124	425	660	832	960	916	975	1 032	1 086	1 086
PV FCF	-101	103	328	472	550	586	517	508	496	482	482
WACC	7,8%	7,8%	8,0%	8,0%	8,1%	8,2%	8,3%	8,3%	8,4%	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%

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%

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

CCC kupuj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Kurs CCC ulegał istotnej zmienności w ostatnim miesiącu. Kurs akcji pozytywnie zareagował na zapowiedzi zarządu (ograniczenie ekspansji oraz skupienie na poprawie rentowności) oraz na sprzyjające sprzedaży warunki pogodowe. Opublikowane na początku października wyniki za Q3 2019 były poniżej oczekiwań rynkowych, co spotkało się z negatywną reakcją inwestorów. Zwracamy uwagę, że 3Q jest sezonowo mało istotnym kwartałem a różnica względem naszych oczekiwań wynosiła około 5% naszej całorocznej prognozy na poziomie EBIT. Ważniejszym elementem w opublikowanych wynikach było utrzymanie dyscypliny kosztów SG&A kolejny kwartał z rzędu (zgodnie z zapowiedziami zarządu). Kontrola kosztów oraz oczekiwany wzrost sprzedaży w 4Q'19 wspierany efektem niskiej bazy w październiku oraz grudniu, powinny pozwolić spółce na poprawę rezultatów r/r. Zwracamy uwagę, że w 3Q'19 CCC poprawiło zysk na sprzedaży r/r drugi kwartał z rzędu (poprzednio poprawa nastąpiła w 3Q'17). Oczekujemy, że kontrola kosztów, poszerzenie oferty, dalsza integracja przejętych biznesów oraz efekt bazy, powinny pozwolić CCC na poprawę rezultatów r/r w kolejnych kwartałach.

Cena bieżąca Cena docelowa

127,70 PLN

potencjał zmiany

161,00 PLN

+26,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	161,00 PLN	2019-09-05

Podstawowe dane	CCC PW	Zmiana 1M	CCC PW	vs. WIG
Ticker	CCC PW	Zmiana 1M	-6,8%	-5,7%
ISIN	PLCCC0000016	Zmiana YTD	-33,8%	-30,8%
Liczba akcji (mln)	41,1	Średni obrót 1M	26,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	5 251,9	Średni obrót 6M	21,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	6 424,4	EV/EBITDA 12M fwd	7,2	-51,6%
Free float	59,4%	EV/EBITDA 5Y avg	14,8	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 skor.	405	372	259	445	442
Zysk netto skor.	284	134	123	267	302
P/E skor.	18,5	39,2	42,7	19,7	17,4
P/BV	4,8	5,1	4,7	4,0	3,8
EV/EBITDA skor.	11,5	18,4	15,3	10,3	8,0
DPS	2,47	2,30	0,48	2,00	2,00
DYield	1,9%	1,8%	0,4%	1,6%	1,6%
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	598	197	365	325
Amortyzacja	93	133	708	778	828
Kapitał obrotowy	-588	244	-103	-138	-218
Przepływy inv.	-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%	182%	47%	59%	52%

*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 trzymaj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Kurs Dino nie ulegał istotnym wahaniom we wrześniu. W 2Q'19 wysoka dynamika sprzedaży porównywalnej oraz poprawa marży brutto na sprzedaży (poprawa warunków zakupowych) z nawiązką skompensowała presję z tytułu kosztów materiałów i energii. Biorąc pod uwagę sprzyjające otoczenie rynkowe oraz wspierający efekt bazy, oczekujemy utrzymania niskiej dwucyfrowej dynamiki sprzedaży porównywalnej w kolejnych kwartałach, aż do 1Q'20. Powinno to pozwolić spółce na dalszą poprawę rentowności na poziomie EBITDA (poprawa warunków zakupowych oraz rozwodnienie kosztów SG&A). W 2019 roku oczekujemy wzrostu marży EBITDA o 0,2p.p. R/R do 9,5% oraz wzrostu wyniku EBITDA o 34,6% R/R do 728 mln PLN. Na początku października spółka poinformowała, że tempo ekspansji powierzchni sprzedażowej wyniosło 25,4% r/r na koniec 3Q'19. Nasza prognoza wzrostu powierzchni sprzedażowej w 2019 roku zakłada 26% r/r wzrostu powierzchni sprzedażowej. Podtrzymujemy, że w 2020 roku potencjalną presję na wyniki spółki może wywierać zapowiadany wzrost kosztów wynagrodzeń i energii, jednak zakładamy że poprawa efektywności sprzedaży r/r pozwoli na kontynuację wzrostu marży EBITDA r/r w tym okresie. Naszym zdaniem obecny kurs spółki odpowiednio dyskontuje perspektywę wzrostu wyników Dino.

Cena bieżąca

150,60 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

149,20 PLN

-0,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	149,20 PLN	2019-08-23

Podstawowe dane			DNP PW	vs. WIG
Ticker	DNP PW	Zmiana 1M	-1,7%	-0,6%
ISIN	PLDINPL00011	Zmiana YTD	+57,1%	+60,1%
Liczba akcji (mln)	98,0	Średni obrót 1M	26,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	14 764,8	Średni obrót 6M	22,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	15 462,6	EV/EBITDA 12M fwd	17,4	+8,6%
Free float	48,9%	EV/EBITDA 5Y avg	16,0	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	4 463	5 839	7 698	10 072	12 616
EBITDA	389	541	738	974	1 228
marża EBITDA	8,7%	9,3%	9,6%	9,7%	9,7%
EBIT	303	429	582	784	993
Zysk netto	214	308	407	560	730
P/E	69,1	48,0	36,3	26,3	20,2
P/BV	16,3	12,2	9,1	6,7	5,0
EV/EBITDA	39,2	28,3	20,9	15,7	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	
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	1 514	1 814
Powierzchnia	295	376	474	593	716
Średnia powierzchnia skl.	381	385	388	391	395
MBNS	23,3%	24,2%	24,8%	25,0%	25,1%
Sklepów/centrum dystryb.	258	244	305	303	302
Przepływy oper.	497	643	889	1 138	1 364
Amortyzacja	86	112	157	190	235
Kapitał obrotowy	131	125	280	295	310
Przepływy inw.	-402	-634	-862	-906	-1 050
CAPEX	-411	-636	-862	-906	-1 050
Przepływy fin.	41	82	213	-186	-36
Wpływy/spłaty pożyczek	31	174	141	0	47
FCF	50	-55	45	206	290
FCF/EBITDA	13%	-10%	6%	21%	24%
CFO/EBITDA	128%	119%	120%	117%	111%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Liczba sklepów	1 221	1 514	1 814	2 134	2 414	2 654	2 894	3 134	3 374	3 614	3 614
Sprzedaż/mkw.	1 510	1 574	1 606	1 603	1 587	1 573	1 563	1 562	1 561	1 560	1 560
narzut SG&A	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%
Przychody	7 698	10 072	12 616	15 062	17 328	19 310	21 196	23 212	25 261	27 345	27 345
EBITDA	728	964	1 218	1 458	1 680	1 878	2 049	2 248	2 453	2 642	2 652
marża EBITDA	9,5%	9,6%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%
EBIT	582	784	993	1 185	1 362	1 516	1 643	1 799	1 957	2 118	2 118
Podatek	111	157	199	237	272	303	329	360	391	424	1 854
CAPEX	-862	-906	-1 050	-1 120	-1 069	-1 182	-1 145	-1 257	-1 343	-534	-534
Kapitał obrotowy	280	295	310	311	264	231	220	235	239	-318	-318
FCF	45	206	290	422	613	634	805	876	968	1 376	1 417
PV FCF	41	171	221	297	396	377	440	440	447	584	601
WACC	8,6%	8,6%	8,7%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%
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%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(dni)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Cykl konw. zapasów	39,3	36,7	37,0	37,1	37,2
Cykl konw. należności	3,1	2,4	3,2	3,2	3,2
Cykl konw. zobowiązań	86,5	94,2	94,2	96,2	97,2
Cykl konw. gotówki	-44,1	-55,0	-54,0	-55,9	-56,9
Narzut SG&A	16,6%	16,9%	17,2%	17,2%	17,2%
Dług netto (mln PLN)	485	565	698	552	321
Dług netto/EBITDA (x)	1,2	1,0	0,9	0,6	0,3

Analiza porównawcza

	PEG			P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	-72,3	-74,9	-74,5	10,7	8,1	8,3	5,5	4,8	4,6
Maksimum	1,4	1,3	1,2	28,8	20,2	18,2	13,0	12,1	11,0
Mediana	1,1	1,0	0,9	14,5	12,8	11,9	7,9	7,1	6,9
waga	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	3,0%
Zdykontowana wartość FCF	10 385
Dług netto	565
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	134,97

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	145,20
DCF	50%	134,97
Cena wynikowa		140,09
Koszt kapitału 9M		6,5%
Cena docelowa za 9M		149,20

Eurocash redukuje (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Kurs Eurocash odbił po wynikach za 2Q'19, które były nieznacznie powyżej oczekiwań rynkowych. Podobnie jak w poprzednich kwartałach wysoką dynamikę wyniku EBITDA R/R zaraportował segment hurtowy. Efekt Świąt Wielkanocnych wspierał sprzedaż porównywalną oraz wynik w segmencie detalicznym. Gros wzrostu EBITDA R/R zostało zniwelowane przez spadek rezultatów w segmencie inne (rezerwy związane z bonusami dla pracowników) oraz w segmencie nowe projekty (nakłady poniesione w związku z rozwojem sieci sklepów alkoholowych Duży Ben). W 3Q'19 poprawie EBITDA R/R powinien sprzyjać efekt bazy (+3,6% R/R wzrostu w 3Q'18). Niemniej zwracamy uwagę na negatywny wpływ zakończenia kontraktu z PKN Orlen od września 2019 (szacowana utrata sprzedaży z tego tytułu to około 600 mln PLN rocznie oraz 3-4% rocznej EBITDA). W kolejnych kwartałach oczekujemy utrzymania pozytywnego trendu w segmencie hurtowym. Zakończenie działań reorganizacyjnych w segmencie detalicznym w 2019 roku powinno pozwolić spółce na stopniową poprawę marży EBITDA segmentu w 2020 roku. Zwracamy uwagę, że planowana podwyżka płacy minimalnej w kolejnych latach powinna negatywnie wpłynąć na rezultaty mniejszych sklepów detalicznych, co może spowodować zwiększenie liczby upadłości w tym segmencie.

Cena bieżąca

19,67 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

18,10 PLN

-8,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	redukuje	18,10 PLN	2019-09-05

Podstawowe dane		EUR PW	vs. WIG
Ticker	EUR PW	Zmiana 1M	-7,7%
ISIN	PLEURCH00011	Zmiana YTD	18,5%
Liczba akcji (mln)	139,2	Średni obrót 1M	7,9 mln PLN
MC (mln PLN)	2 737,3	Średni obrót 6M	4,3 mln PLN
EV (mln PLN)	3 063,9	EV/EBITDA 12M fwd	7,2
Free float	53,0%	EV/EBITDA 5Y avg	10,1 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 skor.	38	214	158	181	217
Zysk netto skor.	85	67	72	102	144
P/E skor.	32,3	40,9	38,0	26,9	19,0
P/BV	2,7	2,6	2,6	2,4	2,3
EV/EBITDA skor.	7,2	8,8	8,2	7,8	6,7
DPS	0,80	0,76	1,00	0,26	0,37
DYield	4,1%	3,9%	5,1%	1,3%	1,9%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Hurt (EBITDA)		0,0%	0,0%	0,0%	
Detal (EBITDA)		0,0%	0,0%	0,0%	
Projekty (EBITDA)		0,0%	0,0%	0,0%	

Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Hurt (S)	17 794	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%	101%	97%	99%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Cykl konwersji zapasów	26,3	23,6	23,8	23,8	23,8
Cykl konwersji należności	29,5	21,5	21,3	21,1	20,9
Cykl konwersji zobowiązań	78,4	69,8	69,8	69,8	69,8
Cykl konwersji gotówki	-22,7	-24,7	-24,7	-24,9	-25,1
Narzut SG&A	11%	12%	12%	12%	12%
Dług netto	370	382	350	195	-10
Dług netto/EBITDA (x)	1,7	0,9	0,9	0,5	0,0

Analiza porównawcza

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

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Hurt (EBITDA)	401	413	417	418	418	419	419	420	420	420	420
Detal (EBITDA)	107	123	161	193	222	251	251	251	251	251	251
Projekty (EBITDA)	-51	-53	-54	-55	-55	-55	-55	-55	-55	-55	-55
Przychody	23 640	23 711	24 135	24 304	24 347	24 371	24 389	24 403	24 417	24 432	24 432
EBITDA	375	401	442	474	503	532	533	533	533	534	534
marża EBITDA	1,58%	1,69%	1,83%	1,95%	2,07%	2,18%	2,18%	2,18%	2,18%	2,18%	2,18%
EBIT	140	163	198	227	256	284	285	285	304	304	304
Podatek	40	40	44	46	49	53	52	52	55	55	55
CAPEX	-148	-148	-150	-151	-153	-154	-156	-157	-159	-229	-229
Kapitał obrotowy	31	16	36	22	16	15	14	14	14	14	14
FCF	200	211	266	281	299	320	321	319	333	263	263
PV FCF	191	187	218	213	210	209	193	178	173	126	
WACC	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

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

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Kurs Jeronimo Martins pozytywnie zareagował na publikację wyników za 2Q'19. Spółka poprawiła sprzedaż porównywalną we wszystkich biznesach. Sieć Biedronka odnotowała przyspieszenie poprawy lfl względem poprzednich kwartałów do 8,6% w 2Q'19, co było wspierane przez efekt bazy oraz efekt kalendarzowy. Marża brutto na sprzedaży JMT obniżyła się nieznacznie R/R, na co wpływ miała zwiększona aktywność promocyjna w sieci Biedronka oraz w sieci Ara. Wzrost efektywności sprzedaży we wszystkich biznesach pozwolił spółce na nieznaczną poprawę marży EBITDA Grupy pomimo utrzymującej się presji kosztowej. Biorąc pod uwagę efekt bazy oraz dobre otoczenie makroekonomiczne, oczekujemy utrzymania wysokiej, jednocyfrowej dynamiki poprawy sprzedaży porównywalnej w kolejnych kwartałach. Spółka opublikuje wyniki za 3Q'19 dnia 23 października 2019 roku. Po 2Q'19, zarząd spółki podtrzymał oczekiwania dotyczące rozwoju sieci Biedronka o 110 sklepów netto oraz nakładów inwestycyjnych Grupy na poziomie 700-750 mln EUR. Po spadku kursu spółki podwyższamy naszą rekomendację z redukuj do trzymaj bez zmiany ceny docelowej.

Cena bieżąca

14,92 EUR

potencjał zmiany

Cena docelowa

14,30 EUR

-4,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	14,30 EUR	2019-10-07	
poprzednia	redukuj	14,30 EUR	2019-09-05	
Podstawowe dane			JMT PL	vs. WIG
Ticker	JMT PL	Zmiana 1M	-6,0%	-4,9%
ISIN	PTJMT0AE0001	Zmiana YTD	+48,9%	+51,9%
Liczba akcji (mln)	629,3	Średni obrót 1M	14,3 mln EUR	
MC (mln EUR)	9 385,9	Średni obrót 6M	12,7 mln EUR	
EV (mln EUR)	9 780,4	EV/EBITDA 12M fwd	8,8	-7,1%
Free float	43,8%	EV/EBITDA 5Y avg	9,4	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln EUR)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	16 276	17 336	18 440	20 039	21 251
EBITDA skor.	922	960	1 055	1 146	1 210
marża EBITDA	5,7%	5,5%	5,7%	5,7%	5,7%
EBIT skor.	577	588	651	710	744
Zysk netto skor.	386	401	443	494	518
P/E skor.	24,3	23,4	21,2	19,0	18,1
P/BV	5,2	5,3	4,8	4,4	4,0
EV/EBITDA skor.	10,3	10,1	9,3	8,4	7,9
DPS	0,69	0,64	0,27	0,29	0,30
DYield	4,6%	4,3%	1,8%	1,9%	2,0%
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

trzymaj (obniżona)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

We wrześniu kurs spółki istotnie odbił po publikacji finalnych wyników za 2Q'19 (EBIT był wyższy niż wstępne szacunki) oraz na zapowiedź spółki o przyspieszeniu tempa ekspansji powierzchni sprzedażowej ze względu na rewizję założeń wzrostu sieci w marce Sinsay. Na początku października spółka opublikowała wstępne wyniki za 3Q'19, które były poniżej naszych oczekiwań i oczekiwań rynkowych. Różnica Względem naszych oczekiwań wynikała z wyższych kosztów SG&A (wzrost wskaźnika kosztów SG&A/mkw. vs. zakładany spadek). Biorąc pod uwagę efekt bazy od 4Q'19 (spółka zaczęła obniżać wskaźnik SG&A/mkw. r/r od 4Q'18) oczekujemy utrzymania wysokiego tempa wzrostu kosztów SG&A r/r w kolejnych kwartałach. W 2020 roku potencjalnym ryzykiem dla dynamiki wyników będą wysoki poziom kursu USDPLN (potencjalny negatywny wpływ na rentowność sprzedaży) oraz zakładany wzrost płacy minimalnej. Ze względu na wzrost ceny akcji obniżamy rekomendację do trzymaj bez zmiany ceny docelowej.

Cena bieżąca

7 950,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

8 500,00 PLN

+6,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	8 500,00 PLN	2019-10-07	
poprzednia	kupuj	8 500,00 PLN	2019-09-05	
Podstawowe dane			LPP PW	vs. WIG
Ticker	LPP PW	Zmiana 1M	+10,8%	+11,9%
ISIN	PLLPP0000011	Zmiana YTD	+2,1%	+5,0%
Liczba akcji (mln)	1,9	Średni obrót 1M	23,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	14 726,8	Średni obrót 6M	17,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	13 988,9	EV/EBITDA 12M fwd	9,0	-33,4%
Free float	69,5%	EV/EBITDA 5Y avg	13,5	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 skor.	872	1 106	1 259	1 408	1 569
marża EBITDA	12,4%	13,7%	13,7%	13,6%	13,5%
EBIT skor.	578	757	851	916	999
Zysk netto skor.	441	505	677	750	820
P/E skor.	33,4	29,2	21,7	19,6	18,0
P/BV	6,0	5,1	4,3	3,6	3,1
EV/EBITDA skor.	16,5	12,6	11,1	9,9	8,6
DPS	35,71	39,96	59,97	78,34	61,29
DYield	0,4%	0,5%	0,8%	1,0%	0,8%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Sprzedaż det/mkw.			0,0%	0,0%	0,0%
SG&A/mkw.			0,0%	0,0%	0,0%
Powierzchnia			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Sprzedaż/mkw (Polska)	595	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
Dodatkowy 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%

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

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	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%

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%

Podsumowanie DCF

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

VRG kupuj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

VRG zaraportowało bardzo dobre wyniki za 2Q'19, które były nieznacznie powyżej oczekiwań rynkowych. Spółka poprawiła marżę brutto na sprzedaży o 1,4p.p. R/R do 53,5% w 2Q'19, na co wpływ miała wprowadzona modyfikacja polityki cenowej w segmencie modowym oraz wzrost udziału sprzedaży wyrobów ze srebra w segmencie jubilerskim. Oczekujemy, że pozytywny trend w poprawie marży brutto na sprzedaży r/r powinien być wspierany w H2 2019 przez dodatkowe synergii zakupowe oraz korzystną relację kursu USD/PLN R/R względem kursu podczas zakupu kolekcji wiosna-lato'19 oraz przez wzrost ceny złota i srebra. W wynikach sprzedażowych za wrzesień, spółka odnotowała spadek sprzedaży porównywalnej w segmencie modowym (zarówno marka Bytom, jak i pozostałe marki VRG). Może to wskazywać na zły odbiór nowej kolekcji przez klientów. Istotne w tym kontekście będą wyniki sprzedaży w segmencie za październik. Marża brutto na sprzedaży została obniżona o 0,1p.p. r/r we wrześniu 2019. Rentowność sprzedaży YTD została zwiększona o 0,9p.p. r/r i naszym zdaniem słaby wynik za wrzesień ogranicza szanse na podniesienie celu poprawy marży w 2019 roku przez zarząd. Oczekujemy, że dalsza poprawa wyników organicznego biznesu, konsolidacja wyników Bytom oraz pozytywne efekty synergii powinny pozwolić spółce na wygenerowanie rekordowego wyniku w 2019 roku oraz na utrzymanie dwucyfrowego tempa wzrostu EBITDA R/R w 2020 roku.

Cena bieżąca

4,15 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

5,20 PLN

+25,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	5,20 PLN	2019-07-26

Podstawowe dane			VRG PW	vs. WIG
Ticker	VRG PW	Zmiana 1M	-3,9%	-2,9%
ISIN	PLVSTLA00011	Zmiana YTD	+2,7%	+5,7%
Liczba akcji (mln)	234,5	Średni obrót 1M	0,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	973,0	Średni obrót 6M	0,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 024,4	EV/EBITDA 12M fwd	6,9	-21,2%
Free float	46,5%	EV/EBITDA 5Y avg	8,7	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	689	806	1 035	1 133	1 239
EBITDA skor.	78	89	124	138	149
marża EBITDA	11,4%	11,1%	11,9%	12,2%	12,0%
EBIT	63	72	101	116	126
Zysk netto	43	54	74	85	94
P/E	16,7	18,2	13,2	11,5	10,3
P/BV	1,3	1,2	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA	10,5	11,6	8,3	7,0	6,1
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
EBITDA		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
Segment odzieżowy (S)	420	483	660	720	784
Segment odzieżowy (EBIT)	32	35	53	64	72
Segment jubilerski (S)	271	323	369	413	455
Segment jubilerski (EBIT)	34,0	39,8	45,9	51,6	54,4
MBNS	52,2%	51,2%	51,9%	52,2%	52,0%
Przepływy oper.	21	54	119	167	169
D&A	16	17	22	23	23
Dodatkowy D&A (MSSF 16)			82	87	92
Kapitał obrotowy	-27	-21	-51	-28	-41
Przepływy inv.	-15	-19	-25	-24	-24
Przepływy fin.	-5	-18	-29	-99	-104
Kredyty/pozyczki	-8	8	54	-12	-12
FCF	19	37	29	65	60
FCF/EBITDA	25%	41%	24%	47%	40%
CFO/EBITDA	26%	60%	30%	58%	51%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Sprzedaż det/mkw.	1 612	1 651	1 699	1 719	1 720	1 725	1 740	1 756	1 771	1 787	1 787
SG&A/mkw.	677	691	709	716	725	732	734	741	748	755	755
Powierzchnia	55	59	63	66	69	72	75	79	82	86	86
Przychody	1 035	1 133	1 239	1 328	1 397	1 463	1 540	1 623	1 709	1 800	1 836
EBITDA	124	138	149	159	161	163	175	183	192	201	205
marża EBITDA	11,9%	12,2%	12,0%	12,0%	11,5%	11,2%	11,4%	11,3%	11,2%	11,1%	11,1%
EBIT	101	116	126	136	136	139	150	158	166	174	178
Podatek	18	22	24	26	26	26	28	30	31	33	34
CAPEX	25	24	24	25	26	26	27	27	28	26	27
Kapitał obrotowy	-51	-28	-41	-34	-28	-27	-32	-34	-36	-39	-39
FCF	29	65	60	74	80	83	88	92	96	102	104
PV FCF	28	57	49	55	55	52	50	49	47	46	
WACC	8,8%	9,1%	9,0%	9,0%	8,9%	8,9%	8,8%	8,8%	8,7%	8,7%	8,7%
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%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Sprz./mkw. (odzieżowy)	1 495	1 207	1 264	1 294	1 329
Sprz./mkw. (jubilerski)	2 602	2 814	2 951	3 061	3 178
SG&A/mkw. (odzieżowy)	618	420	530	541	553
SG&A/mkw. (jubilerski)	1 062	1 118	1 175	1 219	1 266
Środki pieniężne	16	34	99	143	183
Dług netto	99	63	51	-5	-57
Dług netto/EBITDA (x)	1,3	0,7	0,4	0,0	-0,4

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	6,4	6,4	5,9	4,8	4,5	4,2
Maksimum	25,4	22,6	21,2	15,4	12,3	11,4
Mediana	15,4	13,8	12,6	9,0	8,0	7,0
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 189
Dług netto	63
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	4,80

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	5,00
DCF	50%	4,80
Cena wynikowa		4,90
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		5,20

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

PRZEWAGAŻENIE (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 przedstawionych 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 7 października 2019 o godzinie 8:38.

Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 7 października 2019 o godzinie 8:38.

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, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Erbud, Ergis, Erste Bank, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Globalworth Poland, Groclin, Helio SA, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Mangata, MCI Capital, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA Dom Maklerski, Oponeo.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PEKABEX, Pfeiderer Group, PGNiG, PKO BP, Polenergia, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Prime Car Management, Primetech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawlplug, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnity, Tarczyński, Trakcja, Unibep, 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, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Globalworth Poland, Helio SA, MCI Capital, Mostostal Warszawa, NWA Dom Maklerski, Orbis, Pfeiderer Group, 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 abonentową z Orange Polska S.A.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

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

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

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

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

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wylicza 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 Hizmet, Vodafone Group
Dino	Carrefour, Dixy Group, Eurocash, Jeronimo Martins, Magnit, Metro, O'Key Group, Tesco, X5
Dom Development	Archicom, Atal, LC Corp, Lokum Deweloper, Echo
Eurocash	Carrefour, Dixy Group, Jeronimo Martins, Magnit, Metro, O'Key Group, Tesco, X5
Famur	Epiroc, Caterpillar, Duro Felguera, Komatsu, Sandvik
Grupa Azoty	Acron, Agrium, CF Industries, Israel Chemicals, K+S, Mosaic, Phosagro, Potash, Yara
Jeronimo Martins	Carrefour, Eurocash, Magnit, Tesco, X5
JSW	Alliance Resource Partners, Peabody Energy, Arch Coal, Semirara Mining and Power, Bukin Asam, Henan Shenhua, Shanxi Xishan Coal & Elec, Yanzhou Coal Mining, Banpu Public, LW Bogdanka, Shaanxi Heima, China Coal, Shougang Fushan Resources, Cokal, Teck Resources, Walter Energy, Stanmore Coal, Terracom, Cloud Peak Energy, Natural Resource Partners, Rio Tinto, BHP Billiton, Warrior Met Coal
Kernel	Astarta, Andersnons, ADM, Avangard, Bunge, China Agri Industries, Felda Global, Golden Agri Resources, GrainCorp, IMC, MHP, Milkiland, 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 Hizmet, Vodafone Group
Orange Polska	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Mobile Telesystems, Netia, O2 Czech, Orange, Rostelecom, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
PGNiG	A2A, BP, Centrica, Enagas, Endesa, Enea, Energa, Engie, ENI, EON, Galp Energia, Gas Natural, Gazprom, Hera, MOL, Novatek, OMV, Red Electrica, Romgaz, RWE, Shell, Snam, SSE, Statoil, Total
PKN Orlen	Braskem, Dow Chemical, Eastman, Galp, Hellenic, Huntsman, Indorama, Lotos, Lotte, Lyondellbasell, Mitsubishi, Mitsui, MOL, Motor Oil, Neste, OMV, OMV Petrom, Petronas, Saras, Tupras, Unipetrol, Westlake
Play	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Netia, O2 Czech, Orange, Orange Polska, Rostelecom, Telecom Italia, TalkTalk, Tele2, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vimpel, Vodafone Group
Skarbiec Holding	Affiliated Managers, AllianceBernstein, Ashmore Group, Blackrock, Brewin Dolphin, Eaton Vance Mgmt, Franklin Resources, GAM Holding, Invesco, Investec, Janus Henderson, Jupiter AM, Legg Mason, Liontrust AM, Och-Ziff Capital Mgmt., Schroders, Standard Life, T Rowe Price
Stelmet	AFG Arbonia, Canfor, Century Plyboards, Deceuninck, Duratex, Forte, Greenply Industries, Interfor, Inwido, Louisiana Pacific, Nobia, Pfleiderer, Rayonier, Uzin UTZ, Vanachai Group, Vilmarin, West Fraser
Wirtualna Polska	eBay, Facebook, Google, Mail.ru, Sina, Yahoo Japan, Yandex
VRG	H&M, Inditex, Kappahl, Marks & Spencer, Next, Hugo Boss, CCC, LPP, Tiffany, Pandora, Lao Feng, Chow Sang, Luk Fook, Chow Tai Fook, Lao Fen Xiang

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	niedoważaj	równoważ	przeważaj
data wydania	2019-08-30	2019-03-22	2018-11-30
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	43,60	48,50	41,50

Agora

rekomendacja	kupuj
data wydania	2018-11-27
cena docelowa (PLN)	16,00
kurs z dnia rekomendacji	9,50

Ailleron

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	równoważ	niedoważaj	niedoważaj	równoważ	równoważ
data wydania	2019-10-07	2019-08-30	2019-05-29	2019-04-15	2019-03-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	51,00	51,00	51,00	51,00	51,00

Amica

rekomendacja	równoważ	równoważ	przeważaj
data wydania	2019-09-20	2019-04-29	2019-04-02
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	118,00	130,00	143,00

AmRest

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2019-10-07	2019-04-02	2019-03-05	2018-12-05	2018-11-05
cena docelowa (PLN)	48,00	48,00	46,00	46,00	41,20
kurs z dnia rekomendacji	44,05	41,20	41,40	39,60	40,00

Aparator

rekomendacja	równoważ	równoważ	przeważaj	przeważaj	równoważ	niedoważaj
data wydania	2019-09-20	2019-04-29	2019-03-05	2019-02-27	2019-01-30	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	22,60	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
data wydania	2019-06-03	2019-03-05	2019-02-04	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	50,80	53,00	51,20	49,60
kurs z dnia rekomendacji	51,10	54,30	48,00	48,30

Asseco SEE

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

Astarta

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2019-09-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	23,00

Atal

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

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	niedoważaj	niedoważaj	równoważ
data wydania	2019-09-20	2019-07-26	2019-04-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,54	4,49	4,65

Budimex

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	119,40

Capital Park

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

CCC

rekomendacja	kupuj	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-09-05	2019-06-06	2019-04-02	2019-02-04	2018-12-05	2018-11-05
cena docelowa (PLN)	161,00	161,00	275,00	291,00	288,00	272,00
kurs z dnia rekomendacji	131,90	153,80	217,00	178,80	204,60	173,60

CD Projekt

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj	redukuj
data wydania	2019-09-05	2019-05-09	2019-04-02	2019-02-04	2018-11-23	2018-10-16
cena docelowa (PLN)	272,50	237,50	221,00	217,70	170,40	136,60
kurs z dnia rekomendacji	251,30	215,00	204,00	190,00	139,00	158,60

CEZ

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

Ciech

rekomendacja	kupuj	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-09-05	2019-07-03	2019-06-03	2019-05-09	2019-04-02	2019-02-04	2018-11-05
cena docelowa (PLN)	42,03	41,72	55,00	68,11	68,66	75,82	77,05
kurs z dnia rekomendacji	34,00	41,60	42,65	44,85	54,80	52,40	42,58

Cognor

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	przeważaj	równoważ	niedoważaj	równoważ
data wydania	2019-09-05	2019-07-25	2019-07-03	2019-06-14	2019-06-03	2019-05-09	2019-03-05	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	2,00	1,84	1,84	1,79	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,65	1,75	1,77	1,64	1,60	1,59	1,94	1,80

Comarch

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2019-07-25	2019-04-17	2019-03-05	2019-02-04	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	231,00	230,00	195,00	160,80	173,30
kurs z dnia rekomendacji	178,50	181,00	162,50	155,00	160,00

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

Develia

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

Dino

rekomendacja	trzymaj	sprzedaj	sprzedaj	redukuj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2019-08-23	2019-08-13	2019-08-02	2019-04-02	2019-02-04	2018-12-05	2018-11-05
cena docelowa (PLN)	149,20	111,20	112,70	112,70	105,90	106,30	103,50
kurs z dnia rekomendacji	149,60	135,90	143,80	126,10	100,30	100,40	84,70

Dom Development

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2019-09-05	2019-07-03	2019-06-06	2019-04-02	2019-02-04	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	81,10	79,80	82,65	84,40	84,10	84,10
kurs z dnia rekomendacji	84,00	77,40	82,00	80,80	75,00	66,00

Echo

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

Elektrobudowa

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

Elektrotim

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	3,80

Elemental

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

Enea

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-06-25	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

Energa

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

Erbud

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	9,64

Ergis

rekomendacja	równoważ	równoważ	przeważaj	przeważaj	niedoważaj
data wydania	2019-08-30	2019-05-29	2019-04-29	2019-02-27	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	2,48	3,00	3,00	2,75	2,80

Erste Group

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-08-28	2019-02-04	2018-12-05
cena docelowa (EUR)	40,38	43,72	46,18
kurs z dnia rekomendacji	30,03	31,00	34,41

Eurocash

rekomendacja	redukuj	trzymaj	redukuj	redukuj	sprzedaj	redukuj	trzymaj
data wydania	2019-09-05	2019-08-02	2019-06-03	2019-05-09	2019-04-02	2019-02-04	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	18,10	18,10	18,10	18,90	18,90	17,90	18,20
kurs z dnia rekomendacji	20,62	18,60	19,31	21,00	22,58	20,13	18,00

Famur

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-08-07	2019-08-02	2019-07-03	2019-06-03	2019-05-09	2019-02-04	2018-11-30
cena docelowa (PLN)	5,33	6,71	6,96	6,67	6,90	6,61	6,41
kurs z dnia rekomendacji	4,42	4,47	5,24	4,85	4,82	4,98	5,58

Forte

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2019-09-20	2019-04-29	2018-10-31
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	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj	trzymaj	trzymaj	kupuj
data wydania	2019-10-07	2019-09-05	2019-08-02	2019-07-03	2019-06-03	2019-05-09	2019-03-05	2018-11-23	2018-11-05
cena docelowa (PLN)	34,09	39,77	45,93	45,93	44,42	45,39	43,20	33,00	31,47
kurs z dnia rekomendacji	31,18	39,98	42,30	42,10	39,86	35,92	43,88	32,36	24,00

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	zawieszona	niedoważaj	równoważ
data wydania	2019-08-30	2019-04-25	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,22	4,16	3,40

ING BSK

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj	redukuj	trzymaj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2019-10-07	2019-09-05	2019-08-02	2019-07-03	2019-02-01	2018-12-05	2018-11-05	2018-10-04
cena docelowa (PLN)	197,53	197,53	191,80	191,80	191,80	199,63	200,00	200,00
kurs z dnia rekomendacji	194,80	187,40	189,80	203,50	191,40	183,60	166,00	181,00

Jeronimo Martins

rekomendacja	trzymaj	redukuj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-10-07	2019-09-05	2019-05-09	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04	2018-12-05
cena docelowa (EUR)	14,30	14,30	14,30	14,10	13,60	14,60	14,50
kurs z dnia rekomendacji	14,92	15,88	13,89	13,15	13,40	12,38	10,60

JSW

rekomendacja	kupuj	akumuluj	trzymaj	redukuj	trzymaj	redukuj	redukuj	sprzedaj
data wydania	2019-09-05	2019-07-03	2019-05-09	2019-03-25	2019-02-20	2019-02-04	2018-12-05	2018-11-26
cena docelowa (PLN)	39,29	50,02	54,80	54,80	60,68	60,68	59,14	59,14
kurs z dnia rekomendacji	26,50	47,00	49,86	62,50	59,96	68,30	71,20	72,56

JWC

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

Kernel

rekomendacja	redukuj	redukuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-10-07	2019-08-19	2019-06-03	2019-03-05	2018-11-05
cena docelowa (PLN)	40,76	42,70	58,63	62,86	60,85
kurs z dnia rekomendacji	42,90	48,60	46,50	49,20	52,10

Grupa Kęty

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	redukuj	sprzedaj
data wydania	2019-10-07	2019-09-05	2019-07-03	2019-06-03	2019-04-02	2019-01-18	2018-12-05	2018-10-29
cena docelowa (PLN)	298,64	327,11	345,32	326,37	341,33	324,30	309,30	309,30
kurs z dnia rekomendacji	283,00	310,00	337,00	347,50	324,00	336,50	343,00	365,50

KGHM

rekomendacja	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2019-08-22	2019-08-05	2019-07-03	2019-06-03	2019-04-02	2019-02-04	2018-12-05	2018-10-15
cena docelowa (PLN)	77,51	80,38	98,35	91,71	105,57	92,41	84,56	87,99
kurs z dnia rekomendacji	74,90	87,78	101,70	95,00	109,40	94,16	92,60	85,40

Komercni Banka

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2019-08-28	2019-08-02	2019-05-09	2018-12-05
cena docelowa (CZK)	945,02	1000,00	1000,00	1000,00
kurs z dnia rekomendacji	817,00	872,00	873,00	906,50

Kruk

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

Kruszwica

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	równoważ	równoważ
data wydania	2019-10-07	2019-09-20	2019-04-02	2018-10-16
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	44,40	43,00	43,90	43,90

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
data wydania	2019-08-02	2019-06-03	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04	2018-11-15
cena docelowa (PLN)	72,31	65,95	65,41	65,18	65,36	59,84
kurs z dnia rekomendacji	88,66	87,82	86,22	93,90	93,00	73,50

LPP

rekomendacja	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2019-10-07	2019-09-05	2019-07-03	2019-06-03	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	8 500,00	8 500,00	8 500,00	8 300,00	8 400,00	9 300,00	9 300,00	9 300,00
kurs z dnia rekomendacji	7 950,00	7 280,00	7 745,00	7 335,00	8 405,00	7 990,00	8 370,00	7 730,00

Mangata

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2019-09-20	2019-05-29	2019-05-09	2019-04-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	66,00	69,50	69,00	71,00

Millennium

rekomendacja	redukuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	redukuj
data wydania	2019-10-07	2019-08-02	2019-02-01	2018-11-14	2018-11-05	2018-10-04
cena docelowa (PLN)	5,18	10,00	10,00	10,10	8,40	8,40
kurs z dnia rekomendacji	5,48	7,51	8,82	9,49	8,85	9,27

MOL

rekomendacja	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2019-10-07	2019-08-02	2019-06-03	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04	2018-12-05	2018-11-15	2018-11-05
cena docelowa (HUF)	3 258,00	3 258,00	3 223,00	3 223,00	3 423,00	3 433,00	3 280,00	3 280,00	3 296,00
kurs z dnia rekomendacji	2 826,00	3 004,00	3 276,00	3 278,00	3 250,00	3 284,00	3 206,00	3 088,00	3 006,00

Moneta Money Bank

rekomendacja	kupuj
data wydania	2019-08-28
cena docelowa (CZK)	94,33
kurs z dnia rekomendacji	75,95

Monnari

rekomendacja	równoważ	niedoważaj
data wydania	2019-07-17	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,66	4,75

Netia

rekomendacja	trzymaj
data wydania	2018-11-26
cena docelowa (PLN)	4,70
kurs z dnia rekomendacji	4,66

Orange Polska

rekomendacja	kupuj	akumuluj	trzymaj	kupuj
data wydania	2019-09-05	2019-08-02	2019-06-19	2018-11-26
cena docelowa (PLN)	7,50	7,50	7,50	6,40
kurs z dnia rekomendacji	6,12	6,70	7,29	4,91

OTP Bank

rekomendacja	kupuj	trzymaj	kupuj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2019-08-28	2019-08-02	2019-07-03	2019-04-02	2018-12-05
cena docelowa (HUF)	14 681,00	13 046,00	13 046,00	13 046,00	13 046,00
kurs z dnia rekomendacji	12 000,00	12 080,00	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
data wydania	2019-05-09	2019-03-05	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-	66,57	66,57
kurs z dnia rekomendacji	66,00	68,80	62,00

Prime Car Management

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

Pekao

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-08-02	2019-07-03	2019-05-30	2019-02-01	2018-12-05	2018-10-04
cena docelowa (PLN)	119,75	121,00	121,00	131,80	136,29	138,70
kurs z dnia rekomendacji	99,88	112,95	103,75	110,60	113,25	107,20

Pfleiderer Group

rekomendacja	zawieszona	niedoważaj	niedoważaj	równoważ	równoważ	równoważ	niedoważaj
data wydania	2019-09-20	2019-07-29	2019-07-26	2019-05-29	2019-04-16	2019-02-27	2019-01-30
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	26,20	28,00	28,00	20,40	25,50	28,40	32,60

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	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	kupuj
data wydania	2019-09-05	2019-08-02	2019-05-28	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04	2018-11-05
cena docelowa (PLN)	6,33	6,33	6,47	6,92	7,08	7,72	7,72
kurs z dnia rekomendacji	4,49	5,62	5,58	6,31	6,58	7,63	6,35

PKN Orlen

rekomendacja	trzymaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	redukuj
data wydania	2019-08-01	2019-06-03	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04	2018-11-15	2018-11-05
cena docelowa (PLN)	92,82	80,01	79,39	81,22	83,43	81,52	81,38
kurs z dnia rekomendacji	97,36	96,78	99,94	101,50	104,70	97,80	93,50

PKO BP

rekomendacja	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2019-08-02	2019-06-26	2019-05-09	2019-02-01	2018-12-05	2018-11-05	2018-10-04
cena docelowa (PLN)	47,17	47,17	40,92	40,92	45,00	47,00	47,00
kurs z dnia rekomendacji	39,34	42,20	37,78	39,51	41,96	40,39	42,55

Play

rekomendacja	kupuj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-09-12	2019-09-05	2019-08-02	2019-07-03	2019-05-31	2019-05-09	2019-04-12	2019-02-04	2018-11-26	2018-10-17
cena docelowa (PLN)	33,10	34,20	34,20	29,00	29,00	25,25	26,70	21,30	21,30	21,50
kurs z dnia rekomendacji	27,16	33,34	31,22	33,34	25,08	24,42	24,08	22,80	16,54	17,14

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	równoważ	przeważaj
data wydania	2019-09-05	2019-04-29
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	2,14	2,37

PZU

rekomendacja	kupuj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2019-09-05	2019-07-03	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04	2018-12-05	2018-11-05
cena docelowa (PLN)	43,38	43,38	43,38	46,50	46,50	46,50	47,50
kurs z dnia rekomendacji	36,59	44,35	40,79	42,00	44,66	43,80	40,60

RBI

rekomendacja	akumuluj
data wydania	2019-08-28
cena docelowa (EUR)	23,05
kurs z dnia rekomendacji	20,44

Ronson

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

Santander Bank Polska

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2019-10-07	2019-08-02	2019-07-12	2019-06-03	2019-02-01	2018-12-05	2018-11-05	2018-10-04
cena docelowa (PLN)	276,55	337,00	337,00	377,27	388,00	400,00	400,00	400,00
kurs z dnia rekomendacji	286,00	319,60	357,20	365,20	373,80	364,80	353,80	367,00

Skarbiec Holding

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

Stelmet

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2019-10-07	2019-09-05	2019-07-03	2019-03-05	2019-02-04	2018-11-05
cena docelowa (PLN)	8,10	6,50	7,95	8,36	8,39	7,72
kurs z dnia rekomendacji	7,90	6,70	7,00	10,25	8,88	7,50

Tarczyński

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	niedoważaj	niedoważaj
data wydania	2019-10-07	2019-09-20	2019-05-29	2019-04-29	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	16,30	15,90	15,40	15,60	17,50

Tauron

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-06-25	2019-04-02	2019-02-04	2018-11-29
cena docelowa (PLN)	2,52	2,89	3,12	3,06
kurs z dnia rekomendacji	1,57	2,03	2,37	2,21

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

Trakcja

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

TXM

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2018-10-16
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	0,59

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	kupuj	przeważaj	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2019-07-26	2019-05-29	2019-03-28	2018-12-05	2018-11-08
cena docelowa (PLN)	5,20	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,20	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
data wydania	2019-07-03	2019-02-04	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	61,50	61,50	61,50
kurs z dnia rekomendacji	61,20	58,40	52,20

ZUE

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	4,64

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

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

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

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

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@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 Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

Joanna Łukasik
+48 22 697 48 82
joanna.lukasik@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