

środa, 6 listopada 2019 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: listopad 2019

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

Rosnące prawdopodobieństwo wstępnego porozumienia USA-Chiny, dodatkowo w rozszerzonej wersji, zwiększa szanse na odwrócenie momentum makro światowej gospodarki. Rynki akcji, szczególnie w Europie, dynamicznie dyskontują już taki scenariusz. Uwzględniając skale wzrostów, z zakupami bezpieczniejszą poczekaj na finał negocjacji.

Ze spółek

Finanse

Październik okazał się wyjątkowo złym miesiącem dla polskich banków. Oprócz negatywnego wyroku TSUE w sprawie kredytów CHF, banki podają negatywne informacje odnośnie wpływu zwrotu prowizji na przyszłe wyniki, zaś makroekonomiści obniżają perspektywy dla polskiej gospodarki. Uważamy, że listopad nie przyniesie pozytywnych rozstrzygnięć szczególnie, że sprawa państwa Dziubak vs. RBI (kredyt CHF) znajdzie swój finał dopiero w styczniu. Z kolei pozytywnie postrzegamy sytuację w bankach w regionie, gdzie wyniki za 9M'19 powinny spowodować wzrost konsensusu. W spółkach finansowych zwracamy uwagę na atrakcyjną wycenę PZU oraz Kruka.

Chemia

Liczymy na dalszą poprawę sentymentu do Grupy Ciech przy nadchodzących wynikach 3Q'19. Stabilnie zachowywać się powinna Grupa Azoty.

Paliwa

Rynek zdyskontował już moce wyniki w rafineriach, a końcówka roku może być już mniej udana biorąc pod uwagę obecne odczyty makro. Szanse na pozytywne zaskoczenia widzimy raczej w upstream, gdzie sprzyjać będzie odbicie cen węglowodorów, a konsensus zdążył się już obniżyć.

Energetyka

Dobre wyniki za 3Q powinny poprawić sentyment do sektora, szczególnie że teraz z pozytywnym momentum dołączyło PGE. Perspektywa wzrostu wyników i dodatnich FCF w roku 2020 staje się coraz bardziej wiarygodna, a dodatkowym katalizatorem powinna być publikacja PEP40.

Telekomunikacja, media, IT

Po 20% wzroście kursu, podtrzymujemy nasze niekonsensusowe pozytywne nastawienie do Orange Polska. Liczymy także na wzrost notowań Play. W sektorze mediowym naszym faworytem jest Agora, gdzie wyniki za 3Q'19 powinny sprowokować poprawę sentymentu. W IT polecamy ASE, nawet po >80% wzroście, polecamy także CMR.

Przemysł, surowce

W Polsce spółki przemysłowe w 3Q pokażą spadkowe wyniki r/r. Pozytywnie wyróżniać się będą AMC, AST i FMF, z kolei negatywnie – APT, KER, STL oraz TAR. Naszymi top-pickami pozostają Astarta, Famur, Kruszwica i TIM, z kolei unikalibyśmy Apator i Kernel. Spółki surowcowe (JSW i KGHM) mogą skorzystać na umowie handlowej między USA a Chinami.

Deweloperzy

Zarówno deweloperzy notowani, jak i szeroki rynek pochwalił się dobrymi wolumenami sprzedaży w 3Q'19. Zagregowane zyski deweloperów w 3Q będą natomiast niższe r/r ze względu na spadek przekazania, co było efektem głównie wysokiej bazy – tylko 5 spółek pokazało wzrost przekazania: ARH, DOM, ECH, PND i BDZ. Utrzymujemy selektywne nastawienie do sektora, i nie zmieniamy pozytywnego do Atalu (mocne oferta i dynamiki sprzedaży).

Handel

Dobre wyniki za 3Q'19 powinny opublikować EAT, EUR oraz DNP. Zwracamy uwagę, że 3Q'19 w EAT może być ostatnim kwartałem wysokiego tempa poprawy wyników r/r. Biorąc pod uwagę potencjał do poprawy wyników r/r w 4Q'19 oraz spadek kursu, zalecamy przeważanie CCC.

Kluczowe rekomendacje

Pozytywne: 11B, AST, CCC, CDR, CIE, ENA, ENG, JSW, EBS, FMF, KGH, KSW, MOL, MONET, PGE, PGN, PZU, TIM, TPE

Negatywne: APT, EUR, KER, LTS, MIL

Indeksy	Kurs bieżący	1M	YTD
WIG	59 518	+6,3%	+3%
ATX	3 246	+11,1%	+21%
BUX	43 237	+8,6%	+10%
PX	1 077	+7,2%	+14%

Indeksy sektorowe WIG		1M	YTD
WIG20	2 272	+7,1%	+3%
mWIG40	3 774	+5,1%	-1%
sWIG80	11 421	+0,3%	+12%
Banki	7 294	+6,1%	-2%
Budownictwo	1 958	+3,9%	+2%
Chemia	9 124	+13,7%	-2%
Energia	2 039	+6,8%	-15%
Gaming	16 312	+3,0%	+64%
Górnictwo	2 982	+19,9%	-13%
Informatyka	2 465	+4,1%	+24%
Media	5 084	-0,6%	+13%
Nieruchomości	2 349	+1,8%	+23%
Odzież	5 497	+0,9%	-9%
Paliwa	7 981	+8,0%	-0%
Spożywczy	3 034	-1,0%	-10%
Telekomunikacja	836	+9,2%	+35%

Top 5 / Worst 5	1M	YTD	
ML System	30,90	+43,1%	+12%
Ten Square G	171,00	+29,5%	+120%
ES-System	3,46	+28,1%	+65%
Unimot	30,10	+23,4%	+278%
KGHM	91,64	+22,3%	+3%
Elektrobudowa	4,80	-16,1%	-81%
Monnari	2,91	-16,4%	-31%
Alior Bank	29,34	-18,0%	-45%
Work Service	0,64	-22,1%	-57%
Polnord	3,02	-25,4%	-65%

Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
11 bit studios	kupuj ►	483,00 PLN ▼
Alior Bank	trzymaj ▼	31,00 PLN ▼
AmRest	trzymaj ▼	48,00 PLN ►
CCC	kupuj ►	160,00 PLN ▼
CD Projekt	akumuluj ►	276,40 PLN ▲
Enea	kupuj ►	11,53 PLN ▼
Energia	kupuj ►	11,67 PLN ▼
Eurocash	sprzedaj ▼	18,10 PLN ►
Grupa Azoty	trzymaj ►	37,12 PLN ▲
Grupa Kęty	trzymaj ►	333,45 PLN ▲
KGHM	akumuluj ►	96,14 PLN ▲
Millennium	sprzedaj ▼	5,18 PLN ►
MOL	akumuluj ▼	3258,00 HUF ►
OTP Bank	akumuluj ▼	14681 HUF ►
PGNiG	kupuj ►	5,64 PLN ▼
RBI	trzymaj ▼	23,05 EUR ►
Santander BP	redukuj ▼	276,55 PLN ►
Tauron	kupuj ►	2,45 PLN ▼

Spis treści

1. Rynek akcji	3
2. Sektory	5
3. Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu	8
4. Zaskoczenia na wynikach spółek w poszczególnych kwartałach	9
5. Prognozy i rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku na tle konsensusu	12
6. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku	13
7. Statystyki rekomendacji	15
8. Kalendarium wydarzeń	16
9. Makroekonomia	18
10. Finanse	20
10.1. Alior Bank	20
10.2. Handlowy	21
10.3. ING BSK	22
10.4. Millennium	23
10.5. Pekao	24
10.6. PKO BP	25
10.7. Santander Bank Polska	26
10.8. Komercni Banka	27
10.9. Moneta Money Bank	28
10.10. Erste Bank	29
10.11. RBI	30
10.12. OTP Bank	31
10.13. PZU	32
10.14. Kruk	33
10.15. Skarbiec Holding	34
11. Chemia	35
11.1. Ciech	35
11.2. Grupa Azoty	36
12. Paliwa	37
12.1. Lotos	37
12.2. MOL	38
12.3. PGNiG	39
12.4. PKN Orlen	40
13. Energetyka	41
13.1. CEZ	41
13.2. Enea	42
13.3. Energa	43
13.4. PGE	44
13.5. Tauron	45
14. Telekomunikacja, media, IT	46
14.1. Netia	46
14.2. Orange Polska	47
14.3. Play	48
14.4. Agora	49
14.5. Cyfrowy Polsat	50
14.6. Wirtualna Polska	51
14.7. Asseco Poland	52
14.8. Comarch	53
14.9. 11 bit studios	54
14.10. CD Projekt	55
15. Przemysł, surowce	56
15.1. Cognor	56
15.2. Famur	57
15.3. Grupa Kęty	58
15.4. JSW	59
15.5. Kernel	60
15.6. KGHM	61
15.7. Stelmet	62
16. Deweloperzy	63
16.1. Atal	63
16.2. Dom Development	64
17. Handel	65
17.1. AmRest	65
17.2. CCC	66
17.3. Dino	67
17.4. Eurocash	68
17.5. Jeronimo Martins	69
17.6. LPP	70
17.7. VRG	71

Rynek akcji

Brak złych informacji to dobra informacja. W naszym poprzednim raporcie nie doszacowaliśmy scenariusza, zakładającego porozumienie USA-Chiny (choć wskazaliśmy, że jest to największe ryzyko dla naszego negatywnego scenariusza). Ostatnie doniesienia o możliwym rozszerzeniu „fazy 1” o zniesienie części wprowadzonych już ceł w połączeniu ze stabilizacją wskaźników wyprzedzających zwiększają prawdopodobieństwo dyskontowanego już przez rynek scenariusza odbicia globalnej gospodarki po „trzeciej mini-recesji” w długoterminowym cyklu wzrostowym. Biorąc pod uwagę obecną sytuację gospodarczą i fakt, że DAX znajduje się tuż pod historycznym szczytem indeksu można postawić tezę, że rynek dużo już uwzględnił w wycenach (krótkoterminowo najbardziej prawdopodobne wydaje się „wzięcie zysków” po podpisaniu umowy i czekanie na poprawę danych makro). Było to możliwe m.in. dzięki ogromnej skali płynności, jaką ponownie kluczowe banki centralne włączają na rynek (zakupy FED, ECB i BoJ to 95 mld USD miesięcznie). Biorąc pod uwagę skalę wzrostu indeksów w ostatnich tygodniach, ponowne zerwanie rozmów byłoby dla inwestorów ogromnym rozczarowaniem. O trendzie na WIG nadal decydują przede wszystkim pasywne fundusze ETF. Ponieważ w najbliższych tygodniach powinien utrzymać się pozytywny sentyment globalnie (w oczekiwaniu na porozumienie) zdecydowaliśmy o nieznacznym podwyższeniu alokacji w akcje (z 50% do 60%).

Cztery pozytywne, ale nadal nierozwiązane problemy

W trzech przypadkach rozwój wydarzeń zaskoczył nas pozytywnie. Chodzi przede wszystkim o wstępne porozumienie USA-Chiny, po tym jak w oczekiwaniach rynkowych „faza 1” została rozszerzona na częściowe zniesienie dotychczas wprowadzonych ceł. Ponadto, udało się przesunąć BREXIT (co najmniej do stycznia), a wskaźniki wyprzedzające przestały spadać zarówno w Europie, jak i w USA (PMI Caixin w Chinach nawet rośnie, sugerując że zaczynają działać pakiety stymulacyjne wprowadzane w ostatnich kwartałach – m.in. obniżki podatków).

Zgodnie z oczekiwaniami FED obniżył stopy procentowe o 25 pb. (1,50-1,75) podkreślając jednocześnie, że kolejne obniżki na obecną chwilę nie są potrzebne (powrót do neutralnego nastawienia). Zmienił stanowisko FOMC może istotne pogorszenie danych makro (powrót do obniżek) lub silny wzrost inflacji (sam Powell ocenia takie ryzyko na bardzo niskie). Nie zmienia to faktu, że w ciągu najbliższych 6 miesięcy główne banki centralne będą realizować zapowiedziane skupy aktywów o ogromnej wartości – 95 mld USD miesięcznie (FED: 46 mld, BoJ: 27 mld, ECB: 22 mld). Oznacza to odwrócenie dwuletniego trendu kurczenia się bilansu FED (spadek z 4,4 do 3,8 bln USD).

Jeszcze miesiąc temu inwestorzy oczekiwali, że możliwe do osiągnięcia porozumienie pomiędzy USA a Chinami zakłada wstrzymanie grudniowego (15-go) wprowadzenia 15% cła na towary o wartości 160 mld USD, a w zamian Chiny wznowią zakupy towarów rolnych. „Mini deal” raczej nie przywróciłby zaufania do prowadzenia biznesu (w tym chęci rozpoczynania nowych inwestycji) i nie odwrócił negatywnego trendu w światowej gospodarce. Ostatnie dni przynoszą jednak doniesienia o możliwym rozszerzeniu tych porozumień na wycofanie się USA z nałożonych we wrześniu ceł (15%) na towary o wartości 125 mld USD. „Faza 1” miałaby zawierać przynajmniej wstępne porozumienie, co do poszanowania wartości intelektualnej (prawa autorskie, znaki towarowe) oraz regulacje związane z zapobieganiem manipulacji waluty

(brak mowy o dotacjach dla chińskich firm). Analitycy podkreślają również zmianę przekazu ze strony chińskich mediów. W miejsce konfrontacyjnego tonu pojawił się przekaz wskazujący na korzystne dla obu stron rozwiązanie. Jako chęć porozumienia rynki odebrały również spotkanie Xi Jinpinga z władzami buntującego się Hongkongu (USA naciska na pokojowe zakończenie konfliktu).

Trudno jest nam ocenić, jaki finalny kształt będzie miało porozumienie i czy w ogóle do niego dojdzie – szczególnie biorąc pod uwagę, że już kilkakrotnie zrywane były terminy podpisania umowy. Od kilku tygodni inwestorzy już dyskontują pozytywny scenariusz ponownego wejścia światowej gospodarki w okres ekspansji (szczególnie na indeksach europejskich), dlatego naszym zdaniem w krótkiej perspektywie najbardziej prawdopodobne wydaje się „wzięcie zysków” po podpisaniu umowy i czekanie na poprawę danych makro, a w konsekwencji zysków spółek. W przypadku zerwania negocjacji (na tę chwilę prawdopodobieństwo wydaje się małe), można zakładać, że odwetowo Trump „odmrozi” decyzję o zawieszeniu zapowiadanej na 15 października podwyżki ceł na chińskie produkty o wartości 250 mld USD (wzrost z 25% do 30%). Rynek czeka wielkie rozczarowanie i powrót do retoryki recesyjnej.

Unia Europejska formalnie zaakceptowała przedłużenie procesu wyjścia Wielkiej Brytanii z UE do końca stycznia 2020 roku. Przedłużenie Brexitu ma dać więcej czasu na ratyfikację umowy po stronie brytyjskiej. Podkreślono jednak (w przyjętej deklaracji), że nie może być mowy o renegocjacji dotychczasowych ustaleń projektu umowy. Taka decyzja nie ma wartości dodanej sama w sobie, a jest tylko przesunięciem w czasie czynnika ryzyka.

Październikowe odczyty wskaźników wyprzedzających pokazały zatrzymanie wielomiesięcznego trendu spadkowego akurat w miejscu, w którym ich dalsza erozja zostałaby przez inwestorów odebrana jako wyraźna zapowiedź wejścia gospodarek w recesję. W połączeniu w powyższymi dwoma punktami (umowa, Brexit) daje to okazję do „rozegrania” przez inwestorów scenariusza zakładającego koniec „mini-recesji” (trzeciej) w długoterminowym cyklu wzrostowym. Kolejne miesiące pokażą, czy taka strategia jest uzasadniona. Zwracamy uwagę, że ostatnie odczyty wskaźników to zaledwie zahamowanie spadku, a nie ich odbicie. W Europie PMI dla całej gospodarki wyniósł 50,2 pkt w stosunku do 50,1 w poprzednim miesiącu. ISM w amerykańskim przemyśle wzrósł do 48,3 z 47,8, ale nadal znajduje się w strefie recesyjnej. Lepszy odczyt miał miejsce w usługach, gdzie nastąpił wzrost z 52,6 pkt do 54,7 pkt. Ważnym sprawdzeniem będą już listopadowe odczyty, bo one powinny uwzględnić rosnące szanse na porozumienie USA-Chiny oraz fakt oddalenia BREXITU. Jeśli wskaźniki nie zaczną się poprawiać, po wzrostach indeksów w ostatnich tygodniach rynek czeka korekta.

Na lokalnym rynku trudno być optymistą

W przypadku szerokiego rynku, w ostatnich kwartałach spółki notowane na GPW miały problemy z wynikami pomimo sprzyjającego otoczenia makro, co jednak dosyć wyraźnie spowalnia. Październikowy PMI w przemyśle (45,6 pkt.) jest najniższym odczytem od kryzysu w 2009 roku. Spada poziom zamówień, bieżącej produkcji, a z drugiej strony rosną zapasy. Na szczęście w obecnym cyklu wskazania PMI są gorsze niż realne dane z gospodarki i raczej należy patrzeć na kierunek zmian niż na bezwzględny poziom wskaźnika. Tym niemniej, szczególnie w sektorze przemysłowym dalsze pogarszanie się makro – przy i tak niskiej marży operacyjnej na jakiej operuje przemysł – oznacza ryzyko dalszego obniżania prognoz wyników spółek. Trendy PMI potwierdzają

badania koniunktury prowadzone przez NBP, które zapowiadają spadek dynamiki PKB w przyszłym roku. Według naszych makroekonomistów będzie to zaledwie 3,2%.

Wielką nadzieją dla warszawskiej giełdy jest program PPK. Wkrótce powinniśmy dowiedzieć się, jaki jest poziom partycypacji ubezpieczonych w systemie. Z medialnych odsłuchów, w tym wypowiedzi polityków, można wnioskować, że obecnie 50% jest uznawane za sukces. Biorąc pod uwagę oczekiwania sprzed kilku miesięcy taki poziom można uznać za rozczarowujący. Oczywiście w ujęciu bezwzględnym PPK będzie pozytywnie wpływać na wielkość krajowych oszczędności, jakie będą napływać na GPW. Według naszych szacunków przy takiej partycypacji, w pierwszym pełnym roku funkcjonowania programu (2021) oznacza to ok. 4-4,5 mld PLN środków na zakup polskich akcji.

PPK jest swego rodzaju sondażem, pokazującym jakie zaufanie do rynku kapitałowego mają Polacy. Tu rodzi się nasza kolejna obawa. W najbliższych tygodniach Rząd zintensyfikuje prace na dokończeniu zmian w OFE. Dotychczas zakładaliśmy, że tylko niewielka część osób zdecyduje się na przeniesienie zgromadzonych środków w OFE do ZUS, a nie do IKE. Decyzja tak wielu osób o rezygnacji z oszczędzania w PPK (mimo naszym zdaniem oczywistych korzyści z punktu widzenia oszczędzającego) pokazuje, że takie założenie może być zbyt optymistyczne i nie należy wykluczać scenariusza, w którym 30-40% osób

zdecyduje się na taki krok. To z kolei oznaczałoby, że PFR, który ma zarządzać środkami transferowanymi z OFE do ZUS, stanie się znaczącym akcjonariuszem ogromnej liczby spółek notowanych na GPW (potencjalna podaż akcji wybranych spółek w długim okresie, fatalny sygnał dla inwestorów zagranicznych).

Przy utrzymującym się odpływie kapitału z lokalnych funduszy inwestycyjnych (-554 mln PLN we wrześniu, -3,1 mld PLN YTD; fundusze akcyjne i *absolute return*) nadal jedynym źródłem kapitału, który może wspierać wyceny na GPW jest napływ środków do ETF dedykowanych na rynki wschodzące. Tu wyraźnie widać, że niedawno wydane pozytywne rekomendacje dla EM przez niektóre globalne banki inwestycyjne powodują ponowny napływ środków. Według Bloomberg'a w minionym miesiącu fundusze te pozyskały netto 1 mld USD, z czego w ostatnim tygodniu 0,6 mld USD. Aktywnie zarządzane fundusze zagraniczne będą obawiać się utrzymującego się ryzyka w systemie bankowym (CHF), szczególnie w otoczeniu spowalniającego makro. O tym skąd pochodzą nowe pieniądze na GPW najlepiej pokazuje blisko 8% różnica w miesięcznej stopie zwrotu z WIG20 i SWIG80.

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

Sektory

Finanse

- Po wyroku TSUE zapada coraz więcej wyroków w których banki przegrywają. Uważamy, że ten trend będzie postępować, przez co banki zaczną zawiązywać coraz większe rezerwy. 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.
- Problem zwrotu nadpłaconych prowizji przez banki okazał się poważniejszy niż początkowo zakładaliśmy. Powtarzalny negatywny wpływ na wynik odsetkowy wyniesie od kilku do kilkudziesięciu mln PLN kwartalnie i będzie widoczny w wynikach, dopóki nie zrolują się obecne na bilansach kredyty konsumenckie. Z tego też powodu cały czas preferujemy region od Polski. Uważamy, że banki w regionie CEE są obecnie znacznie bardziej atrakcyjne. Naszymi top-pickami w regionie pozostają Moneta Money Bank oraz Erste Bank
- W ECB skończyła się era M. Dragiego. 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 tiering. To ostatnie narzędzie pozwoli zmniejszyć koszty utrzymywania depozytów w banku centralnym o około 4 mld EUR rocznie, czego częściowymi beneficjentami powinny być Erste oraz RBI. Jednocześnie zwracamy uwagę, że efektem ubocznym TLTRO może być dodatkowa presja na marżę odsetkową ze względu na większą konkurencję w obszarze udzielania kredytów.
- Kluczowe rekomendacje:** Erste Group (kupuj), Moneta Money Bank (kupuj), Millennium Bank (sprzedaj)

Chemia

- Wyniki 3Q'19 będą naszym zdaniem pozytywnie wpływać na nastroje w spółkach chemicznych. Ciech oraz Grupa Azoty zanotują w 3Q'19 wzrost znormalizowanych wyników finansowych r/r.
- Korekta cen nawozów saletranych (AN, RSM i CAN) i wieloskładnikowych (DAP) negatywnie przekłada się na marżę na ich produkcji. Dodatkowo, pod presją konkurencji wyraźnie słabną wyniki w segmentach tworzyw sztucznych i produktów chemicznych. 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 Ciech w 2020 roku. Przy odbijających w Azji cenach sody naszym zdaniem Grupa w kolejnym roku może zanotować poprawę wyników finansowych.
- Kluczowe rekomendacje:** Ciech (kupuj)

Paliwa

- Sentyment na rynku ropy, po miesiącu stabilizacji, w ostatnich dniach znów zaczął się poprawiać, głównie na fali spekulacji o możliwym porozumieniu handlowym USA-Chiny, które ma złagodzić obawy o stronę popytową w przyszłym roku (IEA już zaczęła obniżyć swoje szacunki).

Jest to też odzwierciedlone w mocnym odbiciu liczby pozycji spekulacyjnych, zarówno na Brent jak i WTI, choć należy pamiętać, że nadal jesteśmy znacznie poniżej średniej z ostatnich 12 miesięcy.

- Nie bez znaczenia dla sektora będzie zapewne ewentualny sukces oferty IPO Saudi Aramco, która w ostatnich tygodniach raczej drenowała przepływy do MSCI Energy, a po debiucie możemy obserwować zjawisko odwrotne.
- Marże rafineryjne znormalizowały się już z wysokich poziomów z początku października, głównie z uwagi na bardzo słabe odczyty cracków na HSFO, których już nie rekompensują marże na dieslu. Dobre dane o popycie na benzynę w USA pozwoliły na wzrost marż na tym paliwie, ale naszym zdaniem może być to zjawisko krótkotrwałe. Negatywną informacją jest też spadek dyferencjału do poziomów ujemnych, co kompletnie nie wpisuje się w oczekiwania pod IMO, które były przez niektórych jeszcze podbijane na początku kwartału gdy dyskonto chwilowo wzrosło w okolice 3 USD/Bbl.
- Marże petrochemiczne kontynuują negatywne tendencje z uwagi na rosnącą presję podażową ze strony nowych instalacji i obawy o popyt w związku z osłabieniem globalnej koniunktury, a ostatnie wzrosty cen ropy mogą być tylko dodatkowym obciążeniem. Słabość rozlewa się szeroko po różnych kategoriach produktowych (olefiny, polimery, PTA).
- Ceny spotowe gazu w Europie nadal czekają na mocny impuls popytowy, który sezonowo powinien pojawić się w połowie listopada (spadek zapasów z rekordowych poziomów). W kontrakcie rocznym cena jest wyższa (~17 EUR/MWh), ale i tak jesteśmy zmuszeni do rewizji naszych założeń średnioterminowych na lata 2020-21 odpowiednio o -10/-21%.
- Kluczowe rekomendacje:** Lotos (sprzedaj), MOL (akumuluj), PGNiG (kupuj)

Energetyka

- Ceny energii na rynku niemieckim po krótkim odbiciu kontynuują lekki trend spadkowy (obecnie 47 EUR/MWh) na fali korekty spadku cen węgla. Uprawnienia do emisji utrzymują się w przedziale 25-26 EUR/t, ale podtrzymujemy nasze sceptyczne nastawienie do cen CO2 z uwagi na obserwowaną zmianę generacji węglowej na gazową w merit order.
- W Polsce ceny energii w kontrakcie rocznym odzwierciedliły miesięczny wzrost kosztów uprawnień i oscylują obecnie wokół 265 PLN/MWh (modelowa marża po kosztach CO2 dla elektrowni węglowej zintegrowanej pionowo w okolicach 167 PLN/MWh vs 172 PLN/MWh notowane na początku miesiąca). Nadal wolumen obrotu na TGE w październiku był już tylko nieznacznie niższy r/r (we wrześniu aż -26%), więc bieżące odczyty w kontraktach rocznych powinny dawać wiarygodne sygnały, co do kontraktacji na 2020. Ceny spotowe kontynuują spadek z 267 PLN/MWh w sierpniu, przez 244 PLN/MWh we wrześniu, do 226 PLN/MWh w październiku. Te niższe odczyty skłoniły nas do rewizji naszych dotychczasowych założeń na lata 2020-21, odpowiednio o 5,7/3,1 PLN/MWh, co wpłynęło negatywnie na oczekiwane CDS-y w tym okresie.
- Istotnym katalizatorem w horyzoncie najbliższych miesięcy powinno być zatwierdzenie ostatecznej wersji polityki energetycznej kraju (PEP40), którego spodziewamy się po ostatecznym ukonstytuowaniu się nowego rządu i ministerstwa energii.
- Oczekiwane lub już zaraportowane bardzo dobre wyniki sektora za 3Q wsparły w ostatnich dniach indeks WIG-Energia, gdyż uwiarygadniają one wzrostowe perspektywy EBITDA na lata 2020-21. Rynek powinien

teraz zacząć dyskontować dodatni strumień przepływów w perspektywie średnioterminowej, co pozwoli na domykanie ogromnej luki w notowaniach polskich spółek energetycznych względem europejskiej grupy porównawczej.

- **Kluczowe rekomendacje:** CEZ (akumuluj), Enea (kupuj), Energa (kupuj), PGE (kupuj), Tauron (kupuj)

Telekomunikacja, media, IT

- UKE zdecydował, że rozdysponowanie częstotliwości 5G (tzw. C-bandu, tj. 3,6-3,8 GHz) odbędzie się w formie aukcji, nie przetargu (takie chęci urząd deklarował wcześniej). Zastępca szefa resortu cyfryzacji poinformował, że resort liczy na zebranie ok. 1 mld PLN.
- UKE zapowiedział, że dystrybucja 1 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 i T-Mobile kontrolują po 1/3 pasma 800 MHz, ewentualna wygrana któregoś z tych podmiotów 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.
- W październiku podpisano memorandum w sprawie polskiej sieci 5G. Celem inicjatywy jest zapewnienie dostępu do usług 5G w całej Polsce. Porozumienie zostało zawarte przez Polski Fundusz Rozwoju, państwowego operatora Exatel oraz operatorów komercyjnych, w tym Orange, T-Mobile i Polkomtel. W sygnowanym dokumencie wszystkie strony zadeklarowały chęć współpracy w zakresie analizy koncepcji powołania #Polskie5G - jednego hurtowego operatora ogólnopolskiej bezprzewodowej sieci łączności mobilnej w standardzie 5G, pracującego w paśmie 700 MHz.
- Na konferencji po wynikach 3Q'19, prezes Orange Polska, Jean-Francois Fallacher, poinformował o zadowoleniu z odbioru podwyżek cen mobilnych przez klientów sieci. Walka konkurencyjna nasiliła się z kolei na rynku stacjonarnego dostępu do Internetu w dużych miastach.
- Cyfrowy Polsat zawarł z Discovery Communications Europe oraz TVN umowę JV dotyczącą powołania spółki celowej w celu uruchomienia platformy streamingowej OTT, oferującej treści użytkownikom w Polsce.
- Agencja mediowa Zenith obniżyła prognozę wzrostu polskiego rynku reklamowego w 2019 r. do 3,1% z 3,9%. Globalne wydatki na reklamę wzrosną w tym roku o 4,4%, tj. do 640 mld USD.
- Według prognoz Zenith, w 2019 roku, po raz pierwszy w historii polskiego rynku reklamy, udział inwestycji reklamowych w telewizję spadnie nieznacznie poniżej 50% i będzie kontynuował tę tendencję w latach kolejnych, osiągając w 2021 roku 48% udziałów w rynku. Spośród mediów offline, jedynie w kategorii kin Zenith spodziewa się w tym roku wzrostów przekraczających 2%. Telewizja, radio i OOH, po bardzo trudnym pierwszym kwartale roku i z relatywnie późnym w tym roku okresem Wielkanocnym, mierzą się ze spadkami wpływów. W rezultacie prognozowane na ten rok wzrosty w tych kategoriach wyniosą odpowiednio: TV (1,4%), radio (1,5%) i OOH (1,8%).
- W październiku WIG Info wzrósł o 1,1%. Tym samym indeks spółek IT był nieco gorszy od szerokiego rynku (0,2 p.p. vs. WIG). WIG Info był także gorszy od MSCI IT EU (różnica rzędu 1,2 p.p.). Mediana P/E 12M fwd dla spółek IT wynosi obecnie 13,3x i jest 11,0% poniżej historycznej średniej z 3 lat.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Orange Polska (kupuj), Play (kupuj), Agora (kupuj), Asseco SEE (przeważaj), Comarch (kupuj).

Przemysł

- Obecnie po wzrostach spółki przemysłowe z indeksów MSCI dla Europy i świata są notowane z lekkimi premiami do swoich 3-letnich średnich. Warto zwrócić uwagę na rewizję w dół prognoz dla sektora Automotive, która spowodowała, że producenci samochodów i poddostawcy są obecnie notowani z premiami do swoich 3-letnich średnich.
- Sektor obecnie boryka się z osłabieniem popytu i wzrostem konkurencji spoza Europy. Z drugiej strony, oczekiwania luzowania polityki monetarnej oraz widmo porozumienia na linii USA-Chiny poprawiają nastroje inwestorów.
- W Polsce spółki przemysłowe w 3Q'19 pokażą w większości spadkowe wyniki r/r, a proporcja tych pogarszających r/r wyników wyniesie 56% (vs. 50% w 2Q'19). Pozytywnie wyróżniać się będą AMC, AST i FMF, z kolei negatywnie – APT, KER, STL oraz TAR.
- 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, brak zadłużenia). Wśród mniejszych spółek polecamy Astartę (deficyt cukru na Ukrainie pozytywnie przekłada się na ceny) i TIM (dynamiczna poprawa wyników w 2019 roku).
- Unikalibyśmy akcji Apator (ryzyko obniżenia prognozy zarządu po wynikach za 3Q'19, drugi kwartał z rzędu spadkowych rezultatów, duży udział kosztów pracy w przychodach ogółem) oraz Kernel (spadek wyników w sezonie 2019/20 przy rosnącym zadłużeniu i rekordowych wydatkach inwestycyjnych).
- Na rosnących cenach cynków skorzysta Stalprodukt. Obecne ceny metalu implikują, że cena akcji powinna zmierzać w kierunku 300 PLN.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Apator (niedoważaj), Astarta (przeważaj), Famur (kupuj), Kernel (redukuj), Kruszwica (przeważaj), TIM (przeważaj)

Wydobycie

- Spółki wydobywcze pozytywnie reagują na możliwe złagodzenie konfliktu handlowego na linii USA-Chiny. Warto zauważyć, że inwestorzy spekulacyjni otworzyli wysoką pozycję krótką, co przy odwróceniu negatywnych informacji powinno przekładać się na ich zamykanie i wzrosty cen. Pozytywnym faktem jest również odbicie wskaźników wyprzedzających dla przemysłu w Chinach (PMI Caixin) oraz wysoka wartość inwestycji w tym kraju, co wróży zwiększeniu stymulowaniu przez wydatki infrastrukturalne.
- W przypadku KGHM spółka korzysta na odbijających cenach miedzi oraz wysokich cenach srebra. Sentyment wspierają również dane produkcyjne za wrzesień, które pokazały wzrost sprzedaży podstawowych surowców.
- Osłabienie PLN do USD pozytywnie przekłada się na wyniki spółek wydobywczych. Największym tego beneficjentem będzie JSW, a w dalszej kolejności KGHM.
- Ceny węgla koksowego w połowie października odreagowały do poziomów 150 USD/t, ale w końcówce miesiąca zaczęły znów spadać. Obecnie oscylują w kanale 130-140 USD/t.
- Niestety w kontekście JSW rynek praktycznie całkowicie zignorował dobre naszym zdaniem dane produkcyjne za 3Q'19. Inwestorzy skupiają się bardziej nad oczekiwanym ujemnym przepływie gotówki w 2020 roku oraz możliwym opuszczeniu przez Spółkę indeksu MSCI.
- **Kluczowe rekomendacje:** JSW (kupuj), KGHM (akumuluj)

Deweloperzy

- **Sprzedaż 3Q:** Opublikowane w październiku wolumeny sprzedaży mieszkań zaskoczyły pozytywnie. Sprzedaż mieszkań na 6 największych rynkach wzrosła w 3Q'19 o 13% r/r, a w okresie 9M'19 była niższa o zaledwie 1% r/r. Podobne były dynamiki zanotowane wśród deweloperów GPW i Catalyst – odpowiednio +11% r/r i -3% r/r. Zaraportowane dynamiki sprzedaży zarówno wśród analizowanych 14 deweloperów GPW i Catalyst jak i szerokiego rynku wskazują na utrzymujący się relatywnie stabilny i silny popyt.
- **Podaż:** Wyjaśnieniem dobrych dynamik wolumenów sprzedaży jest odbudowa i zwiększenie oferty – wzrost o 14% wśród deweloperów notowanych i +7% na szerokim rynku, oraz częściowo niska baza. W szczególności widać to na przykładzie 1AT, ECH, BDX, gdzie wzrost oferty r/r rzędu 60-80% na koniec 2Q'19 przełożył się na imponujący wzrost sprzedaży odpowiednio 36%, 81% i 84% r/r. Warto zwrócić uwagę także na dobre przygotowanie ofertowe ARH (około +20% r/r na koniec 3Q) i wzrost sprzedaży + 13% r/r.
- **Trendy cenowe mieszkań:** Według REAS ceny mieszkań sprzedanych były w 3Q'19 o 9,8% wyższe r/r, podobnie jak ceny ofertowe +10% r/r, co pozwala w istotnym stopniu przenieść wzrost kosztów budowy na klienta. Warto zwrócić uwagę, że utrzymująca się od 3Q'17 tendencja wyższej dynamiki wzrostu cen mieszkań w ofercie nad dynamiką cen mieszkań sprzedanych praktycznie się zrównała (+0,2%), co może dawać pierwsze sygnały do spowolnienia dynamiki wzrostu cen mieszkań. Z drugiej strony szeroki rynek mieszkaniowy dalej cechuje się wysoką efektywnością sprzedaży (ok. 30%), co podtrzymuje tendencje inflacyjne cen mieszkań.
- Dobre dane wolumenowe (ARH, ECH, DOM) oraz oczekiwania dywidendowe (DVL) sprzyjały w październiku tendencji wzrostowej kursów akcji wspomnianych deweloperów mieszkaniowych. Zwracamy uwagę na niską wycenę 1AT, przy P/E'19-21 ~7,4x oraz DYield średnio ~12% co jest według nas poziomem atrakcyjnym, tym bardziej biorąc pod uwagę bardzo dobre wolumeny sprzedaży, które sprzyjają wzrostowym wynikom w latach 2020-21. Wśród spółek z dominującym segmentem komercyjnym pozytywnie wyróżnia się ECH, preferowane przez nas względem GTC.
- **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. Zwracamy uwagę, że niskie tempo organicznego wzrostu restauracji r/r (tylko 5% r/r na koniec 3Q'19 po wyłączeniu Sushi Shop) może przełożyć się na istotne spowolnienie tempa poprawy wyników w 4Q'19. Po wzroście kursu spółki obniżyliśmy rekomendację dla spółki z akumuluj do trzymaj.
- Kurs **CCC** istotnie spadł w październiku. Inwestorzy negatywnie zareagowali za zapowiedź potencjalnej sprzedaży biznesu szwajcarskiego. Zarząd na konferencji wyraźnie zaznaczył, że sprzedaż jest ostateczną opcją w przypadku braku wypracowania przez Vogele dodatniej EBITDA w 2020 roku (scenariusz bazowy). Zgodnie z komentarzem zarządu spółka wypracowała sprzedaż na „zadowalającym poziomie” w październiku bez wprowadzania dodatkowych promocji oraz przy niższych nakładach na marketing (pomimo niesprzyjającej pogody). Powyższe może wskazywać na dobry odbiór nowej oferty jesień-zima'20. Efekt niskiej bazy powinien wspierać dynamikę sprzedaży w kolejnych miesiącach 4Q'19, co w połączeniu z niższą aktywnością promocyjną (potencjalnie wyższa rentowność sprzedaży) oraz utrzymaniem dyscypliny kosztowej, powinno przełożyć się na wzrost wyniku r/r w 4Q'19.
- Kurs **EUR** wzrósł, dyskontując oczekiwania dobrych wyników spółki w 3Q'19. Pomimo przejściowego przyspieszenia tempa poprawy EBITDA r/r, widzimy ryzyko planowanego podwyższenia płacy minimalnej dla rentowności segmentu detalicznego w 2020 roku oraz dla realizacji przyspieszenia planu ekspansji sieci Delikatesy Centrum ze względu na trudności ze znalezieniem potencjalnych franczyzobiorców. Uwzględniając wzrost kursu obniżyliśmy rekomendację dla spółki z redukuj do sprzedaj.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** AmRest (trzymaj), CCC (kupuj), Eurocash (sprzedaj), Jeronimo Martins (trzymaj), LPP (trzymaj), VRG (kupuj)

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

vs.		2017				2018				2019				
konsensus	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	+/=
in minus	17	12	9	19	16	10	12	15	23	12	16	6		167
brak zaskoczeń	19	25	25	28	23	36	19	25	22	26	24	12		284
in plus	23	21	26	15	24	19	34	25	20	27	26	11		271
liczba spółek	59	58	60	62	63	65	65	65	65	65	66	29		722
in minus	29%	21%	15%	31%	25%	15%	18%	23%	35%	18%	24%	21%		23%
in plus	39%	36%	43%	24%	38%	29%	52%	38%	31%	42%	39%	38%		38%

* [+/-] – 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

vs.		2017				2018				2019				
r/r	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	+/=
in minus	21	24	23	19	24	28	19	21	24	24	29	8		264
brak zaskoczeń	5	5	9	14	2	9	12	11	8	10	11	3		99
in plus	39	37	35	35	42	31	37	36	36	34	28	18		408
liczba spółek	65	66	67	68	68	68	68	68	68	68	68	29		771
in minus	32%	36%	34%	28%	35%	41%	28%	31%	35%	35%	43%	28%		34%
in plus	60%	56%	52%	51%	62%	46%	54%	53%	53%	50%	41%	62%		53%

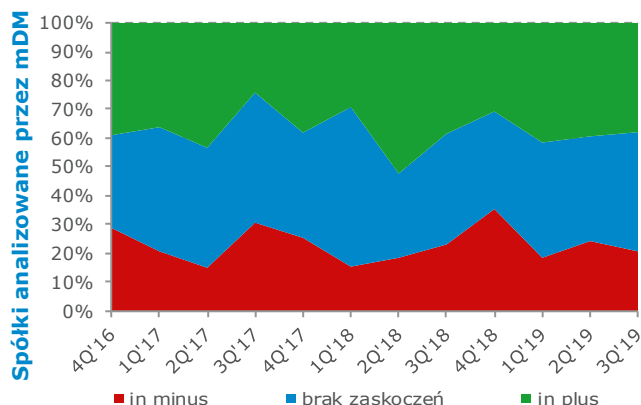
Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu

Sektor		Rynek polski	Rynek amerykański	Rynek niemiecki
Banki	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	PEO, PZU	BX US	ALV GY, BG AV, EBS AV, RBI AV
	Spółki na minus	MIL, SPL		
	Kluczowe katalizatory:	Wyniki za 3Q'19	Przeciętne wyniki w 3Q'19 vs. wsparcie na odbiciu rentowności	
Chemia	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	CIE	AVTR US	1COV GE
	Spółki na minus	ATT		BAYN GY, FPE DE
	Kluczowe katalizatory:	Wzrost wyników w 3Q'19		
Deweloperzy	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEGATYWNY	NEGATYWNY
	Spółki na plus	ARH, ECH	ALEX US	
	Spółki na minus			DWNI GY
	Kluczowe katalizatory:	Odbijające rentowności		
Energetyka	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	ENA, ENG, PGE, TPE		
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:	Bardzo dobre wyniki za 3Q'19, publikacja PEP40	Pauza w obserwowanej rotacji w value	
Handel, Konsument	SENTYMENT	Pozytywny	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	DNP, EAT, LPP	NKE US, HD US	BOSS GY
	Spółki na minus			ZAL GY
	Kluczowe katalizatory:	Dobre wyniki 3Q'19	Korzystny rynek pracy	
Paliwa	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	PGN, MOL	MPC US	
	Spółki na minus	LTS		
	Kluczowe katalizatory:	Odbicie cen surowców, słabszy outlook w segmencie downstream	Wolniejszy wzrost gospodarczy vs. czasowa odwilż USA-Chiny	
Przemysł	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	AST, FMF, KSW, STP, TIM	CAT US, URI US	MTX GY
	Spółki na minus	APT, COG, KER		
	Kluczowe katalizatory:	Wzrost kosztów	Wolniejszy wzrost gospodarczy vs. czasowa odwilż USA-Chiny	
Przemysł wydobywczy	SENTYMENT	POZYTYWNY	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	JSW, KGH	BOL SS, FM CN, HBM CT, LUN CN, KAZ LN, MNOD LI, OZL AU, SCCO US	
	Spółki na minus		AAL LN, ANG SJ, BHP AU, GFI SJ, FRES LN, POLY LN, PLZL RX, RIO LN	
	Kluczowe katalizatory:	Odbicie cen surowców	Spadki cen rudy żelaza, wzrosty cen metali, spadek cen złota	
Segment automotive	SENTYMENT	NEGATYWNY	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus		APT US, CRNC US	VOW3 GY, BMW GY, CON GY
	Spółki na minus	AML, BRS, SNK		
	Kluczowe katalizatory:	Wzrost kosztów	Niskie wyceny	
Technologie, Media	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	ASE, CMR	CRM US, PYPL US, MSFT US, DISCA US	SAP GY, WDI GY, SIE GY
	Spółki na minus			PSM GY
	Kluczowe katalizatory:	Wymagające mnożniki, wyniki pod presją w semis		
Telekomy	SENTYMENT	NEUTRALNY	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	PLY, OPL		
	Spółki na minus	CPS		
	Kluczowe katalizatory:	Nowy paradygmat: telco tanią technologią		

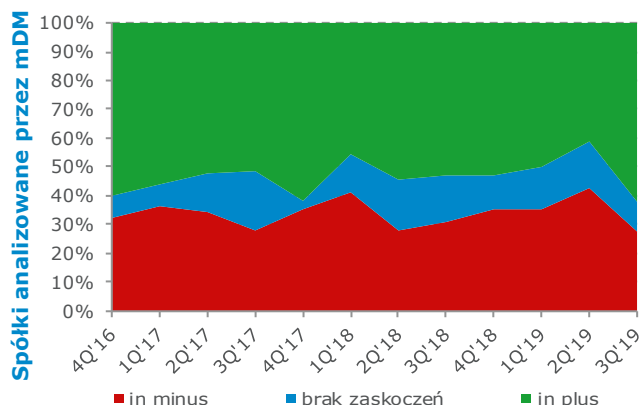
Zaskoczenia na wynikach spółek w poszczególnych kwartałach (vs. konsensus oraz vs. r/r)

vs.	2017					2018				2019				+/=
konsensus	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	+/=
Finanse														
Alior Bank	+	-	+	+	+	=	+	=	=	=	-	-	+	83%
Handlowy	=	-	+	+	+	=	+	-	-	=	-	-	-	55%
ING BSK	-	+	=	=	=	=	-	=	+	+	+	-	-	75%
Millennium	+	+	=	+	=	+	+	=	+	+	+	+	+	100%
Pekao	+	+	=	=	+	=	=	+	+	=	=	=	=	100%
PKO BP	-	+	+	+	+	+	=	=	=	=	+			91%
Santander BP	+	+	+	=	=	=	+	-	-	=	-	=		83%
Komercni	=	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	=	100%	
Moneta	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	+	100%	
Erste Group	-	=	+	=	+	+	+	+	+	+	+			91%
RBI	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	+			100%
OTP Bank	-	+	+	+	+	+	+	+	+	=	+			91%
PZU	+	+	=	=	+	+	=	+	=	+	=			100%
Kruk	-	+	+	=	-	+	+	+	-	+	-	+		67%
Skarbiec	-	=	+	+	+	+	=	+	-	+	+			82%
Chemia														
Ciech	+	=	=	=	+	=	+	=	-	=	=			91%
Grupa Azoty	-	+	-	=	-	=	-	-	+	+	=	+		58%
Paliwa														
Lotos	=	+	+	+	=	-	+	=	-	=	=	-		75%
MOL	-	+	+	-	=	=	=	+	+	=	+	=		83%
PGNiG	+	+	-	-	=	=	+	-	-	=	+	-		50%
PKN Orlen	+	=	=	-	=	=	-	=	+	=	+	=		83%
Energetyka														
CEZ	+	=	=	=	+	=	-	+	=	=	+			91%
Enea	+	=	+	=	=	=	-	=	=	+	+	+		92%
Energia	=	=	=	=	-	=	=	-	-	-	-	=		58%
PGE	-	=	=	=	=	=	=	-	-	=	=			67%
Tauron	+	+	+	=	=	=	+	+	=	+	=	+		100%
TMT														
Netia	+	=	=	+	+	=	=	=	=	=	+	=		100%
Orange PL	=	=	+	=	=	=	+	+	+	=	=	=		100%
Play	bd	bd	bd	=	=	=	+	=	=	+	+			100%
Agora	+	=	+	=	+	=	+	+	=	+	-			91%
Cyfrowy	=	+	=	=	=	+	=	=	=	=	=			100%
Wirtualna	-	+	=	=	=	=	=	=	=	=	=			91%
Ailleron	bd	bd	bd	-	+	=	=	-	-	+	-			50%
Asseco BS	=	=	=	=	+	=	=	+	+	=	+			100%
Asseco PL	-	=	-	-	=	+	+	+	+	=	+			73%
Asseco SEE	+	=	+	-	=	=	=	+	=	+	=			91%
Atende	bd	bd	bd	bd	+	=	-	+	-	+	-			57%
Comarch	+	-	+	-	-	+	+	+	+	+	-			64%
11 bit studios	+	=	+	-	bd	=	-	=	+	-	-			60%
CD Projekt	+	+	+	-	+	=	=	-	-	+	+			73%
Przemysł														
Alumetal	=	-	=	+	=	=	+	=	-	-	=			73%
Amica	-	=	=	-	+	-	+	+	+	+	=			73%
Apator	=	=	-	=	=	=	+	+	+	+	=			82%
Astarta	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd			
Boryszew	-	+	-	+	-	-	=	-	-	-	=			36%
Cognor	bd	bd	bd	bd	bd	+	+	+	-	-	+	-		57%
Ergis	=	+	=	=	=	-	-	-	-	-	-	+		33%
Famur	+	bd	-	=	+	+	+	+	+	+	+			90%
Forte	=	=	=	-	=	=	+	-	-	+	-	+		58%
Grupa Kęty	=	=	=	=	=	=	+	=	=	=	=			92%
JSW	-	+	+	-	-	=	+	=	-	+	+			64%
Kernel	-	-	-	-	+	=	-	+	+	-	=			45%
KGHM	+	+	=	=	=	=	+	-	-	+	=			82%
Kruszwica	+	-	-	=	-	+	+	+	+	+	+			73%
Mangata	+	=	-	-	-	+	+	+	-	+	=			67%
Pozbud	bd	bd	bd	bd	+	+	+	+	-	+	+			71%
Stelmet	=	-	=	-	+	=	+	+	=	+	+			73%
Tarczyński	+	=	=	+	+	+	+	=	+	+	-			91%
Deweloperzy														
Atal	=	+	+	-	-	=	+	=	+	+	-			73%
Dom Dev.	=	=	+	+	=	+	=	+	=	=	+	+		100%
Handel														
AmRest	+	-	+	+	+	-	-	=	+	-	+			64%
CCC	=	-	+	-	-	-	-	-	-	-	+	-		25%
Dino	bd	bd	+	=	+	+	=	=	=	=	+			100%
Eurocash	-	-	=	-	-	=	=	-	-	=	=			45%
Jeronimo	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=			100%
LPP	=	=	=	+	=	-	+	+	=	=	+	-		83%
Monnari	-	-	+	=	=	=	+	=	=	-	-			45%
VRG	=	-	-	=	=	-	-	-	=	=	=			64%
Finanse														
Alior Bank	+	-	+	+	-	+	+	-	+	-	-	-		50%
Handlowy	+	-	-	+	+	+	+	-	-	-	-	-		45%
ING BSK	+	+	-	+	+	+	=	=	+	=	+	+		92%
Millennium	+	+	-	+	+	+	+	+	+	+	=	-		83%
Pekao	+	-	-	=	+	+	=	+	+	-	-	+	+	67%
PKO BP	+	-	=	+	+	+	+	+	+	+	+	+		91%
Santander BP	+	-	-	+	+	=	=	-	+	-	-	+		58%
Komercni	+	+	-	-	+	-	+	+	+	+	+	+	+	67%
Moneta	-	-	-	=	=	+	-	+	+	+	-	+	+	50%
Erste Group	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	-		64%
RBI	+	+	+	+	+	=	+	+	-	-	=			82%
OTP Bank	=	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+		100%
PZU	+	+	+	+	+	-	+	+	+	=	+	-		82%
Kruk	+	+	+	=	-	-	=	+	+	+	+	-	-	67%
Skarbiec	=	+	+	-	+	-	-	-	-	-	+	+		55%
Chemia														
Ciech	+	+	-	-	+	-	=	-	-	-	=			45%
Grupa Azoty	-	-	+	+	+	-	-	-	-	+	+	+		50%
Paliwa														
Lotos	+	+	+	+	-	-	+	=	+	+	=			83%
MOL	-	+	+	-	+	-	-	+	+	-	-	=		58%
PGNiG	+	+	=	=	=	-	+	+	+	-	-	-		58%
PKN Orlen	+	+	+	+	-	-	-	-	+	=	+	+		67%
Energetyka														
CEZ	-	-	-	-	-	-	-	+	=	+	+			36%
Enea	+	+	+	=	-	=	-	=	-	+	+	+		75%
Energia	=	-	+	+	-	+	+	-	-	-	=	+		58%
PGE	-	+	+	=	-	+	+	=	-	-	-	+		58%
Tauron	+	+	+	=	=	=	-	-	-	+	-	+		58%
TMT														
Netia	=	-	-	-	-	=	-	-	-	-	-	-		17%
Orange PL	-	-	=	-	+	=	-	+	+	=	+	+		67%
Play	bd	+	+	+	=	-	-	-	-	+	+	+		60%
Agora	-	+	+	=	+	-	-	+	+	+	-			64%
Cyfrowy	+	+	+	-	-	+	=	=	=	=	=			73%
Wirtualna	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+		100%
Ailleron	+	+	+	-	+	=	+	-	-	+	-			64%
Asseco BS	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+		92%
Asseco PL	-	-	-	-	-	+	+	+	+	+	-			45%
Asseco SEE	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+		100%
Atende	-	+	-	-	+	-	+	-	+	-	+			36%
Comarch	+	-	-	-	-	=	+	+	+	+	+	-		55%
11 bit studios	+	+	-	=	+	+	-	+	+	+	+	-		73%
CD Projekt	+	+	+	-	-	-	-	-	-	-	+	+		36%
Przemysł														
Alumetal	-	-	-	-	+	+	+	+	+	-	-	-		36%
Amica	=	-	=	-	-	-	+	+	+	+	=	+		64%
Apator	+	+	-	+	-	-	+	=	+	+	+	-		64%
Astarta					+	+	-	-	-	-	+	+		38%
Boryszew	-	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-		36%
Cognor	+	+	=	+	+	+	+	+	+	-	-	-		67%
Ergis	+	+	+	=	-	-	=	-	-	=	-	+		58%
Famur	+	+	=	+	+	+	+	+	+	+	+	+		100%
Forte	+	-	-	-	-	-	+	-	+	+	-	+		42%
Grupa Kęty	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+		100%
JSW	+	+	+	+	+	-	=	=	-	-	=			73%
Kernel	-	-	-	-	-	-	+	+	+	+	-	+		36%
KGHM	+	+	+	+	-	-	+	+	-	+	=	+		64%
Kruszwica	+	=	=	=	+	+	+	+	+	+	+	+		100%
Mangata	-	-	=	-	+	+	+	+	=	+	+	-		75%
Pozbud	-	-	-	=	+	+	+	+	+	+	+	+		64%
Stelmet	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	-		64%
Tarczyński	-	=	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+		91%
Deweloperzy														
Atal	-	+	+	=	+	+	+	=	-	-	-	-		64%
Dom Dev.	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	-	+		75%
Handel														
AmRest	+	=	+	+	-	+	=	+	+	+	+	+		91%
CCC	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	+	-		42%
Dino	bd	bd	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+		100%
Eurocash	-	-	=	-	-	=	=	-	-	=	-	=		55%
Jeronimo	+	=	+	+	+	+	=	=	+	=	+	+		100%
LPP	-	-	+	+	+	-	+	+	+	+	=	+		83%
Monnari	-	-	-	+	=	=	+	=	=	-	-	-		27%
VRG	+	-	+	+	+	+	=	=	+	-	+	+		82%

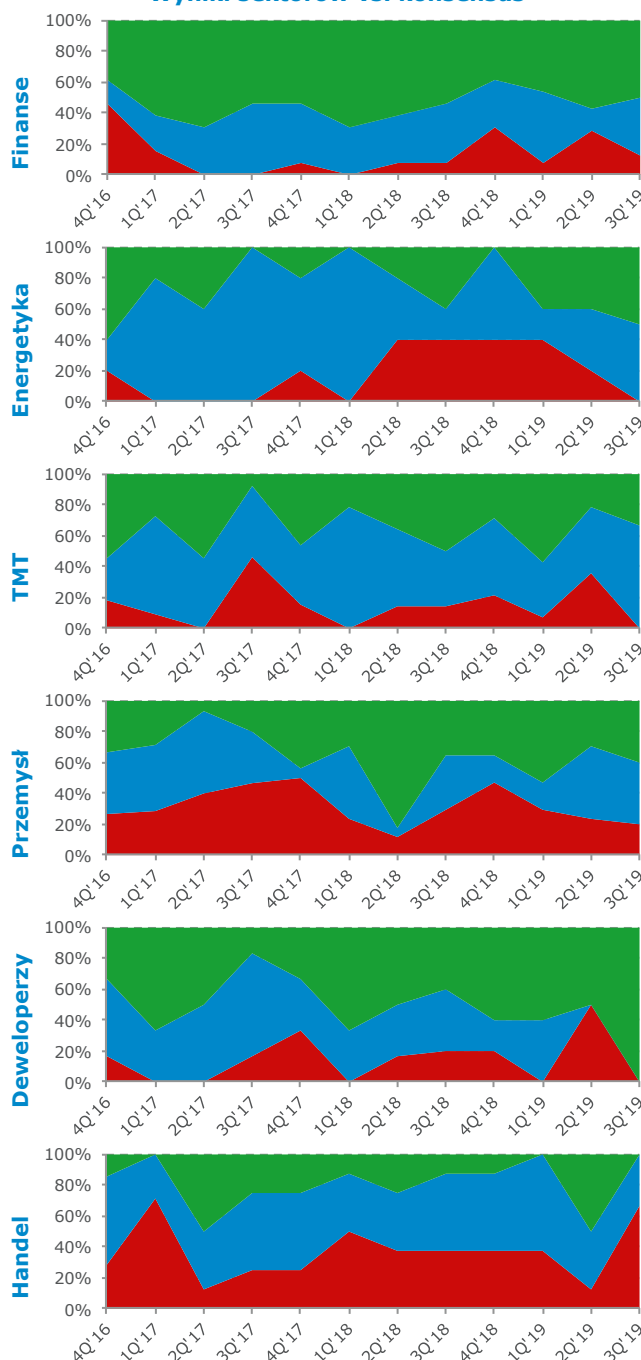
Zaskoczenia na wynikach wszystkich spółek analizowanych przez mDM oraz wybranych sektorów
vs. konsensus



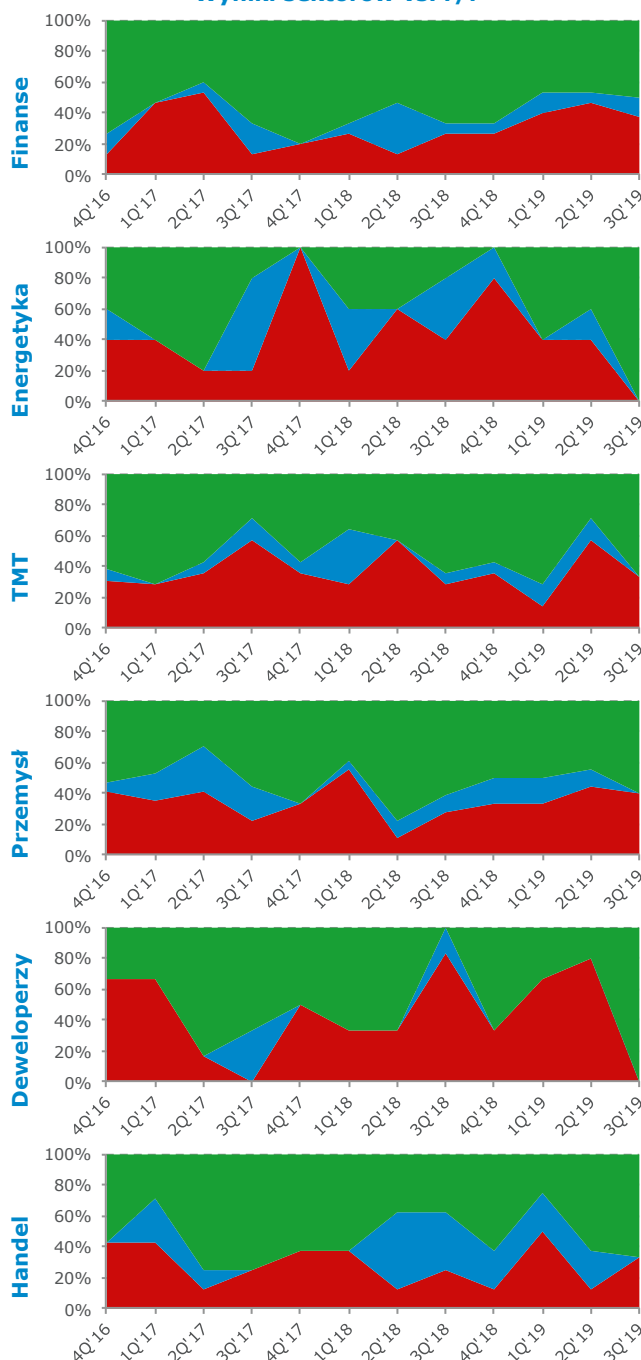
vs. r/r



Wyniki sektorów vs. konsensus



Wyniki sektorów vs. r/r



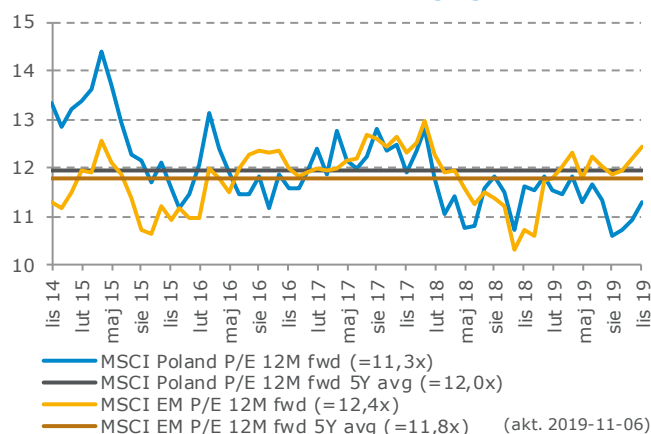
Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, Dom Maklerski mBanku

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

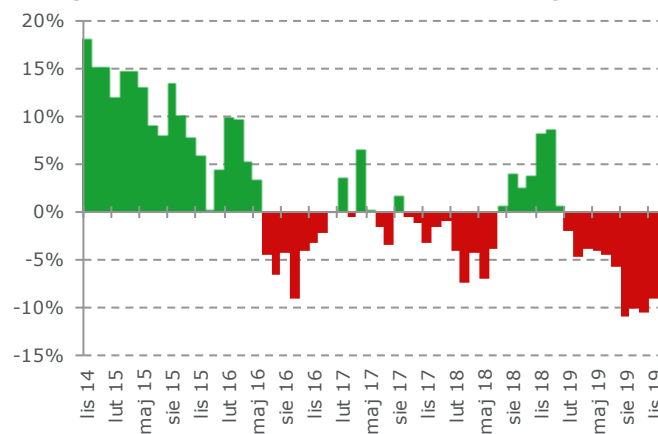
paź 18=0	WIG30		Finanse		Paliwa		Energetyka		Handel		TMT		Chemia		Surowce	
	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM
lis 18	-1%	-1%	-0%	-0%	+2%	+0%	-4%	+1%	-2%	+0%	-2%	-24%	-13%	-14%	-1%	+15%
gru 18	-2%	-1%	-1%	-0%	+0%	+0%	-5%	+1%	-3%	-1%	-4%	-24%	-13%	-14%	-7%	+15%
sty 19	-2%	-2%	-1%	-0%	+3%	+1%	-4%	-5%	-7%	-1%	-4%	-23%	-29%	-14%	-8%	+13%
lut 19	-4%	-3%	-2%	-0%	+0%	-4%	-6%	-5%	-8%	-1%	-12%	-23%	+10%	+42%	-8%	+13%
mar 19	-3%	-3%	-2%	-0%	-1%	-8%	-4%	-11%	-8%	-8%	-12%	-20%	+18%	+42%	-1%	+31%
kwi 19	-6%	-3%	-2%	-0%	-11%	-8%	-7%	-13%	-7%	-8%	-16%	-20%	+0%	+133%	-3%	+31%
maj 19	-7%	-3%	-3%	-3%	-13%	-11%	-2%	-1%	-11%	-12%	-16%	-15%	+32%	+196%	-7%	+22%
cze 19	-8%	-4%	-3%	-2%	-17%	-11%	-2%	-2%	-15%	-30%	-17%	-12%	+43%	+247%	-10%	+7%
lip 19	-9%	-4%	-3%	-4%	-18%	-5%	-4%	-2%	-16%	-30%	-15%	-10%	+78%	+247%	-15%	+7%
sie 19	-9%	-3%	-3%	-3%	-17%	-5%	-4%	-2%	-18%	-30%	-12%	-9%	+94%	+247%	-19%	+11%
wrz 19	-10%	-3%	-3%	-3%	-16%	-5%	-11%	-2%	-20%	-30%	-11%	-11%	+94%	+214%	-21%	+11%
paź 19	-11%	-7%	-5%	-5%	-15%	-11%	-12%	-15%	-21%	-32%	-10%	-11%	+69%	+230%	-24%	+15%

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

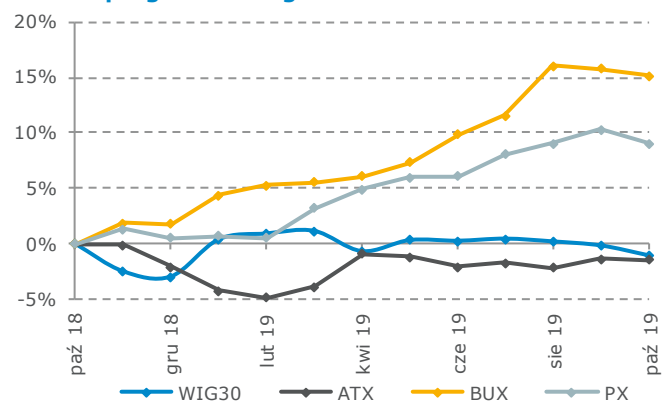


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku



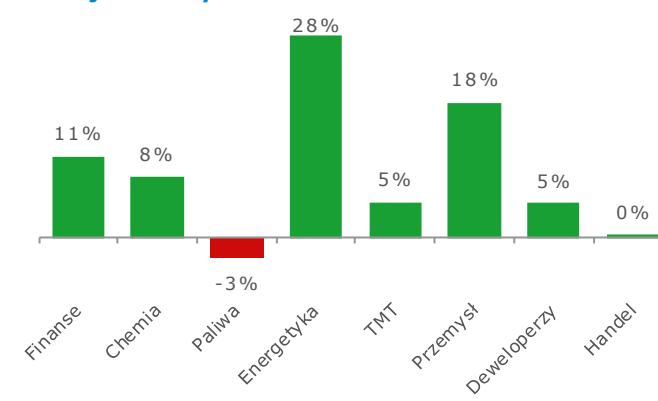
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Zmiana prognozowanego EPS 12M fwd



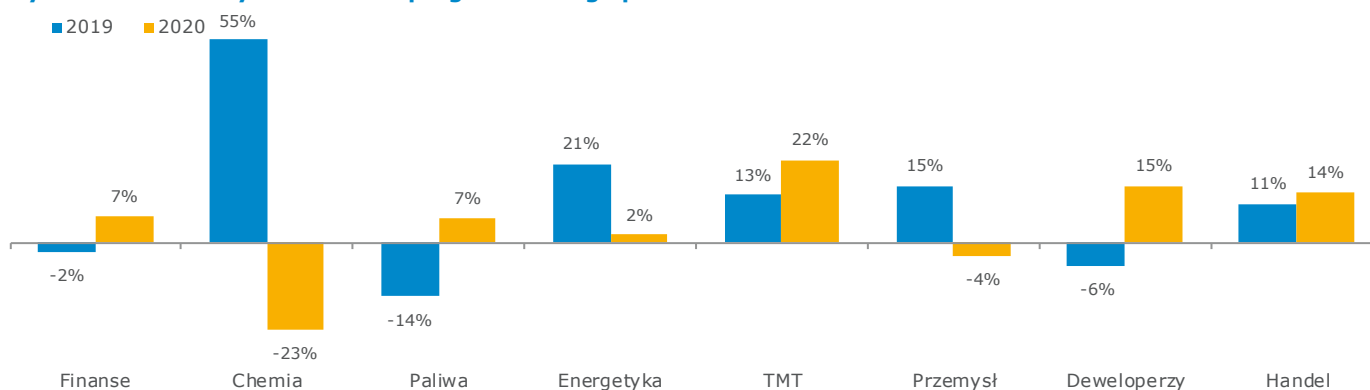
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

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	trzymaj	31,00	10	2	2	47,52	-34,8%	-18%	-31%	-37%				12
Handlowy	akumuluj	59,45	10	1	0	60,81	-2,2%	-4%	+0%	+2%				8
ING BSK	trzymaj	197,53	4	3	5	202,89	-2,6%	+1%	+2%	+2%				9
Millennium	sprzedaj	5,18	4	5	4	7,20	-28,0%	+13%	-40%	-62%				10
Pekao	kupuj	119,75	15	5	0	130,64	-8,3%	+1%	-1%	-3%				16
PKO BP	kupuj	47,17	9	10	1	42,77	+10,3%	-0%	-1%	-0%				14
Santander Bank Polska	redukuj	276,55	7	9	1	351,16	-21,2%	-2%	-1%	-14%				14
Komercni Banka	kupuj	945,02	8	9	1	928,59	+1,8%	+1%	+2%	+4%				10
Moneta Money Bank	kupuj	94,33	13	1	0	94,93	-0,6%	+1%	+7%	+5%				8
Erste Group	kupuj	40,38	21	3	1	37,94	+6,4%	-1%	+6%	+10%				14
RBI	trzymaj	23,05	12	8	1	26,46	-12,9%	-0%	+4%	+10%				9
OTP Bank	akumuluj	14 681	12	3	2	14 057	+4,4%	+2%	+8%	-				8
PZU	kupuj	43,38	6	6	0	44,35	-2,2%	+1%	+5%	+7%				8
Kruk	kupuj	213,65	3	2	2	169,00	+26,4%	-1%	-0%	+0%				5
Chemia														
Ciech	kupuj	42,03	10	1	0	51,28	-18,0%	+10%	-11%	-14%	-2%	-4%	-6%	6/6
Grupa Azoty	trzymaj	37,12	4	3	0	41,42	-10,4%	+6%	-60%	-40%	+1%	-21%	-15%	4/4
Paliwa														
Lotos	sprzedaj	72,31	11	2	1	101,86	-29,0%	-19%	-39%	-28%	-9%	-18%	-11%	11/10
MOL	akumuluj	3 258,0	9	3	1	3 488,7	-6,6%	-21%	-22%	-8%	-5%	-6%	+1%	13/13
PGNiG	kupuj	5,64	3	6	1	5,25	+7,4%	-12%	+28%	+19%	-2%	+12%	+16%	9/8
PKN Orlen	trzymaj	92,82	6	10	2	107,15	-13,4%	-8%	-24%	-23%	-7%	-17%	-14%	15/14
Energetyka														
CEZ	akumuluj	597,80	8	7	2	602,91	-0,8%	-1%	-2%	-3%	+1%	-0%	+3%	9/9
Enea	kupuj	11,53	8	1	1	11,81	-2,3%	+13%	-3%	-8%	+12%	+2%	-1%	5/5
Energia	kupuj	11,67	1	8	2	7,67	+52,2%	-20%	-24%	-13%	+6%	-2%	-3%	4/4
PGE	kupuj	12,20	5	5	3	11,01	+10,8%	+15%	-4%	-0%	+12%	+0%	+1%	6/6
Tauron	kupuj	2,45	6	5	2	2,05	+19,3%	-12%	+3%	-2%	+2%	+4%	-1%	6/6
TMT														
Netia	trzymaj	4,70	4	2	2	4,78	-1,7%	-1%	+5%	+1%	-14%	-12%	-13%	5/7
Orange Polska	kupuj	7,50	4	10	1	6,51	+15,2%	+35%	+11%	+39%	+4%	+5%	+5%	6/14
Play	kupuj	33,10	10	2	3	32,40	+2,2%	-9%	-4%	-7%	-0%	+2%	+1%	13/13
Agora	kupuj	17,00	3	2	0	14,67	+15,9%	-	-	-	+47%	-11%	-27%	4/4
Cyfrowy Polsat	redukuj	24,15	3	9	2	28,80	-16,1%	+4%	+5%	+9%	+3%	+2%	+2%	12/11
Wirtualna Polska	trzymaj	61,50	6	2	0	70,32	-12,5%	+7%	+13%	+7%	+2%	+9%	+3%	4/3
Asseco Poland	trzymaj	50,80	3	5	0	58,25	-12,8%	-6%	-6%	-8%	+0%	-0%	-2%	4/4
Asseco BS	równoważ	-	0	3	0	29,30	-	+3%	+68%	-	-2%	+3%	-	3/2
Asseco SEE	przeważaj	-	4	0	0	24,10	-	+4%	+6%	-	-0%	+2%	-	5/5
Comarch	kupuj	231,00	5	0	0	218,29	+5,8%	-9%	+1%	-3%	-5%	+4%	+1%	3/3
11 bit studios	kupuj	483,00	8	1	1	467,81	+3,2%	-6%	+10%	+31%	+17%	+14%	+35%	5/4
CD Projekt	akumuluj	276,40	10	7	3	261,93	+5,5%	-20%	+32%	+69%	-33%	-0%	+26%	12/12
Przemysł														
AC	równoważ	-	2	2	0	45,20	-	-8%	-10%	-5%	-5%	-6%	-2%	4/4
Alumetal	równoważ	-	3	3	0	50,40	-	-2%	-14%	-19%	+1%	-9%	-14%	4/4
Amica	równoważ	-	2	3	0	143,87	-	+5%	+3%	+1%	+1%	-2%	-3%	5/5
Apator	niedoważaj	-	1	2	1	28,00	-	-7%	-4%	+5%	-4%	-4%	-1%	3/3
Astarta	przeważaj	-	3	2	0	28,72	-	+202%	+3%	-13%	-7%	-4%	+2%	3/3
Famur	kupuj	5,33	6	0	0	5,94	-10,3%	+67%	+1%	-13%	+3%	-2%	-8%	5/5
Forte	równoważ	-	2	4	2	29,63	-	-30%	-29%	-33%	-8%	-10%	-13%	5/5
Grupa Kęty	trzymaj	333,45	4	8	0	345,34	-3,4%	+5%	-9%	-9%	+3%	-7%	-9%	7/7
JSW	kupuj	39,29	4	3	4	40,28	-2,5%	-17%	-	-39%	-10%	-6%	-4%	8/7
Kemel	redukuj	40,76	4	1	1	58,18	-29,9%	+2%	-25%	-32%	-1%	-4%	+0%	4/3
KGHM	akumuluj	96,14	2	8	7	78,71	+22,1%	+15%	-5%	-3%	+1%	-8%	-7%	15/12
Deweloperzy														
Atal	akumuluj	41,89	5	0	0	43,38	-3,4%	+18%	-8%	-8%	+17%	-7%	-6%	3/3
Dom Development	trzymaj	81,10	2	4	0	87,65	-7,5%	+3%	+9%	+9%	+2%	+1%	-6%	4/3
Handel														
AmRest	trzymaj	48,00	9	3	0	49,43	-2,9%	-0%	+3%	+13%	-3%	-0%	+3%	8/6
CCC	kupuj	160,00	4	9	5	142,28	+12,5%	-60%	-16%	-7%	+5%	+16%	+17%	15/14
Dino	trzymaj	149,20	8	7	3	145,39	+2,6%	-2%	+2%	+6%	+2%	+4%	+6%	15/15
Eurocash	sprzedaj	18,10	8	5	5	22,36	-19,0%	-22%	-18%	-0%	-16%	-17%	-15%	10/12
Jeronimo Martins	trzymaj	14,30	15	10	5	15,21	-6,0%	+3%	+6%	+1%	+1%	+2%	-1%	15/17
LPP	trzymaj	8 500,0	7	8	3	8 853,8	-4,0%	+1%	-5%	-5%	-12%	-13%	-13%	13/12
Monnari	równoważ	-	1	3	0	-	-	+2%	-0%	+9%	-22%	-22%	-15%	2/2
VRG	kupuj	5,20	7	0	0	4,85	+7,2%	+7%	+7%	+7%	-23%	-20%	-23%	4/4

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						+11,2%	9,9	9,6		
Alior Bank	trzymaj	2019-11-06	29,34	31,00	29,34	+5,7%	9,2	8,5		
Handlowy	akumuluj	2019-07-03	53,60	59,45	49,85	+19,3%	12,6	10,3		
ING BSK	trzymaj	2019-10-07	194,80	197,53	196,20	+0,7%	14,6	13,4		
Millennium	sprzedaj	2019-11-06	6,40	5,18	6,40	-19,0%	9,2	13,7		
Pekao	kupuj	2019-08-02	99,88	119,75	108,55	+10,3%	12,5	10,9		
PKO BP	kupuj	2019-08-02	39,34	47,17	39,87	+18,3%	11,3	11,0		
Santander Bank Polska	redukuj	2019-11-06	317,40	276,55	317,40	-12,9%	14,1	12,3		
Komercni Banka	kupuj	2019-08-28	817,00	945,02 CZK	791,00	+19,5%	9,9	10,3		
Moneta Money Bank	kupuj	2019-08-28	75,95	94,33 CZK	77,00	+22,5%	10,3	9,6		
Erste Group	kupuj	2019-08-28	30,03	40,38 EUR	33,68	+19,9%	9,4	8,7		
RBI	trzymaj	2019-11-06	22,83	23,05 EUR	22,83	+1,0%	6,9	6,5		
OTP Bank	akumuluj	2019-11-06	13 860	14 681 HUF	13 860	+5,9%	9,5	8,7		
PZU	kupuj	2019-09-05	36,59	43,38	37,59	+15,4%	10,0	9,5		
Kruk	kupuj	2019-04-02	152,30	213,65	142,40	+50,0%	8,0	7,9		
Skarbiec Holding	kupuj	2019-06-03	16,50	28,17	17,30	+62,8%	5,9	5,1		
Chemia						+8,3%	7,4	19,7	4,9	6,6
Ciech	kupuj	2019-09-05	34,00	42,03	35,15	+19,6%	7,9	8,3	5,3	5,2
Grupa Azoty	trzymaj	2019-11-06	36,58	37,12	36,58	+1,5%	6,9	31,2	4,4	8,0
Paliwa						-3,0%	13,0	11,1	5,7	5,3
Lotos	sprzedaj	2019-08-02	88,66	72,31	98,30	-26,4%	15,0	13,8	7,5	6,4
MOL	akumuluj	2019-11-06	3 042	3 258 HUF	3 042	+7,1%	11,0	9,7	4,5	4,3
PGNiG	kupuj	2019-11-06	5,07	5,64	5,07	+11,2%	15,2	10,0	5,5	4,2
PKN Orlen	trzymaj	2019-08-01	97,36	92,82	109,05	-14,9%	10,4	12,2	6,0	6,4
Energetyka						+27,3%	5,0	4,8	3,5	3,8
CEZ	akumuluj	2019-06-25	544,00	597,80 CZK	526,00	+13,7%	15,7	13,6	7,5	6,9
Enea	kupuj	2019-11-06	8,59	11,53	8,59	+34,2%	3,6	3,5	3,3	3,2
Energa	kupuj	2019-11-06	6,37	11,67	6,37	+83,2%	5,0	4,8	3,5	4,1
PGE	kupuj	2019-10-24	8,42	12,20	8,50	+43,6%	5,7	7,3	3,4	3,8
Tauron	kupuj	2019-11-06	1,73	2,45	1,73	+41,3%	3,4	2,8	4,2	3,8
Telekomunikacja, media, IT						+5,0%	20,5	15,7	6,5	6,2
Netia	trzymaj	2018-11-26	4,66	4,70	4,51	+4,2%	30,3	25,1	5,2	5,2
Orange Polska	kupuj	2019-09-05	6,12	7,50	6,54	+14,7%	42,3	26,5	5,0	4,8
Play	kupuj	2019-09-12	27,16	33,10	30,00	+10,3%	9,2	8,5	6,0	6,0
Agora	kupuj	2019-10-30	9,50	17,00	10,20	+66,7%	48,6	26,0	6,8	6,4
Cyfrowy Polsat	redukuj	2019-05-31	26,00	24,15	28,54	-15,4%	14,9	12,8	7,2	6,9
Wirtualna Polska	trzymaj	2019-07-03	61,20	61,50	65,20	-5,7%	20,5	17,4	10,8	9,6
Asseco Poland	trzymaj	2019-06-03	51,10	50,80	53,15	-4,4%	14,2	13,9	4,6	4,3
Comarch	kupuj	2019-07-25	178,50	231,00	178,50	+29,4%	15,4	14,0	6,5	5,8
11 bit studios	kupuj	2019-11-06	332,00	483,00	332,00	+45,5%	27,1	32,2	17,5	19,6
CD Projekt	akumuluj	2019-11-06	255,20	276,40	255,20	+8,3%	-	10,6	-	9,4
Przemysł, surowce						+18,5%	6,2	9,2	4,3	4,6
Cognor	trzymaj	2019-11-04	1,52	1,55	1,36	+14,0%	6,2	9,0	4,3	4,6
Famur	kupuj	2019-08-07	4,42	5,33	3,68	+44,8%	4,7	8,5	3,8	4,4
Grupa Kęty	trzymaj	2019-11-06	313,50	333,45	313,50	+6,4%	10,6	12,2	7,7	8,3
JSW	kupuj	2019-09-05	26,50	39,29	21,42	+83,4%	3,6	-	0,3	1,5
Kemel	redukuj	2019-10-07	42,90	40,76	42,50	-4,1%	4,8	7,8	4,6	5,7
KGHM	akumuluj	2019-11-06	91,64	96,14	91,64	+4,9%	7,6	9,4	4,2	4,5
Stelmet	trzymaj	2019-10-07	7,90	8,10	8,35	-3,0%	11,3	12,8	5,3	5,3
Deweloperzy						+4,7%	8,4	8,3	7,6	7,7
Atal	akumuluj	2019-07-03	36,60	41,89	34,80	+20,4%	7,5	7,8	7,0	7,4
Dom Development	trzymaj	2019-09-05	84,00	81,10	88,00	-7,8%	9,4	8,8	8,2	7,9
Handel						+0,5%	37,1	21,4	9,7	8,7
AmRest	trzymaj	2019-11-06	47,20	48,00	47,20	+1,7%	44,4	32,4	14,6	11,7
CCC	kupuj	2019-11-06	112,20	160,00	112,20	+42,6%	75,0	21,4	5,9	4,5
Dino	trzymaj	2019-08-23	149,60	149,20	154,00	-3,1%	37,1	26,9	21,4	16,1
Eurocash	sprzedaj	2019-11-06	23,80	18,10	23,80	-23,9%	46,0	32,5	9,7	8,7
Jeronimo Martins	trzymaj	2019-10-07	14,92	14,30 EUR	15,10	-5,3%	21,4	19,2	9,4	8,5
LPP	trzymaj	2019-10-07	7 950,00	8 500,00	8 405,00	+1,1%	23,0	20,8	11,7	10,5
VRG	kupuj	2019-07-26	4,20	5,20	4,11	+26,7%	13,0	11,3	8,2	6,9

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						13,0	10,9	5,6	4,7
Ailleron	równoważ	2019-10-31	7,16	6,94	-3,1%	12,5	9,5	4,9	3,8
Asseco BS	równoważ	2019-03-29	29,50	27,80	-5,8%	14,1	13,1	9,4	8,8
Asseco SEE	przeważaj	2019-10-10	19,40	20,80	+7,2%	13,6	12,3	6,3	5,4
Atende	równoważ	2019-10-31	3,14	3,16	+0,6%	9,9	9,4	4,2	4,0
Spółki przemysłowe						10,6	10,1	6,3	6,1
AC	równoważ	2019-10-30	41,00	40,80	-0,5%	12,1	11,6	7,9	7,3
Alumetal	równoważ	2019-10-07	51,00	36,50	-28,4%	11,6	11,4	7,9	7,9
Amica	równoważ	2019-09-20	118,00	123,60	+4,7%	9,1	8,8	5,8	5,8
Apator	niedoważaj	2019-10-18	22,00	21,00	-4,5%	11,3	11,2	6,6	6,6
Astarta	przeważaj	2019-10-30	16,85	17,60	+4,5%	11,9	3,3	5,5	3,6
Boryszew	równoważ	2019-10-30	4,29	4,24	-1,1%	10,6	10,1	7,2	7,3
Ergis	równoważ	2019-10-30	3,20	3,17	-0,9%	9,7	15,9	5,6	6,1
Forte	równoważ	2019-09-20	40,60	26,40	-35,0%	17,2	13,5	9,5	8,7
Kruszwica	przeważaj	2019-10-07	44,40	46,80	+5,4%	10,1	9,8	5,1	5,0
Mangata	równoważ	2019-09-20	66,00	72,50	+9,8%	10,0	10,8	6,5	6,9
Pozbud	równoważ	2019-09-05	2,14	2,09	-2,3%	4,0	4,8	3,1	5,6
Tarczyński	równoważ	2019-10-07	16,30	16,10	-1,2%	10,7	6,4	6,3	4,9
TIM	przeważaj	2019-04-29	7,90	9,08	+14,9%	10,3	9,1	6,0	5,4
Handel						5,8	5,7	1,1	0,4
Monnari	równoważ	2019-07-17	4,66	2,91	-37,6%	5,8	5,7	1,1	0,4

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AC	równoważ	niedoważaj	- -	2019-10-30
Agora	kupuj	kupuj	17,00 PLN	2019-10-30
Ailleron	równoważ	równoważ	- -	2019-10-31
Alumetal	równoważ	niedoważaj	- -	2019-10-07
AmRest	akumuluj	kupuj	48,00 PLN	2019-10-07
Apator	niedoważaj	równoważ	- -	2019-10-18
Asseco SEE	przeważaj	przeważaj	- -	2019-10-10
Astarta	przeważaj	przeważaj	- -	2019-10-30
Atende	równoważ	równoważ	- -	2019-10-31
Boryszew	równoważ	niedoważaj	- -	2019-10-30
Cognor	trzymaj	akumuluj	1,55 PLN	2019-11-04
Ergis	równoważ	równoważ	- -	2019-10-30
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
KGHM	akumuluj	trzymaj	90,12 PLN	2019-10-14
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
PGE	kupuj	kupuj	12,20 PLN	2019-10-24
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

Zmiany rekomendacji w przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
11 bit studios	kupuj	kupuj	483,00 PLN	2019-11-06
Alior Bank	trzymaj	kupuj	31,00 PLN	2019-11-06
AmRest	trzymaj	akumuluj	48,00 PLN	2019-11-06
CCC	kupuj	kupuj	160,00 PLN	2019-11-06
CD Projekt	akumuluj	akumuluj	276,40 PLN	2019-11-06
Enea	kupuj	kupuj	11,53 PLN	2019-11-06
Energa	kupuj	kupuj	11,67 PLN	2019-11-06
Eurocash	sprzedaj	redukuj	18,10 PLN	2019-11-06
Grupa Azoty	trzymaj	trzymaj	37,12 PLN	2019-11-06
Grupa Kęty	trzymaj	trzymaj	333,45 PLN	2019-11-06
KGHM	akumuluj	akumuluj	96,14 PLN	2019-11-06
Millennium	sprzedaj	redukuj	5,18 PLN	2019-11-06
MOL	akumuluj	kupuj	3258,00 HUF	2019-11-06
OTP Bank	akumuluj	kupuj	14681,00 HUF	2019-11-06
PGNiG	kupuj	kupuj	5,64 PLN	2019-11-06
RBI	trzymaj	akumuluj	23,05 EUR	2019-11-06
Santander Bank Polska	redukuj	trzymaj	276,55 PLN	2019-11-06
Tauron	kupuj	kupuj	2,45 PLN	2019-11-06

Statystyki rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	3	4,3%	1	4,3%
redukuj	3	4,3%	1	4,3%
niedoważaj	1	1,4%	0	0,0%
trzymaj	16	22,9%	4	17,4%
równoważ	13	18,6%	5	21,7%
akumuluj	7	10,0%	3	13,0%
kupuj	23	32,9%	9	39,1%
przeważaj	4	5,7%	0	0,0%

Kalendarium wydarzeń

Data	Spółka	Wydarzenie
6 lis 11:45	ASBIS	Konferencja wynikowa 3Q'19 (Hotel Marriott, Warszawa)
6 lis	Komercni Banka	Publikacja wyników za 3Q'19 (rejestracja: https://tinyurl.com/y5b8qwjg)
6 lis	Moneta Money	Publikacja wyników za 3Q'19
6 lis	Pekao	Publikacja wyników za 3Q'19
6 lis 12:00	Pekao	Konferencja wynikowa 3Q'19 (Centrala Pekao, Żwirki i Wigury 31, Warszawa)
6 lis 14:00	Komercni Banka	Konferencja wynikowa 3Q'19 (https://tinyurl.com/y5b8qwjg)
6 lis	Pfleiderer Group	Publikacja wyników za 3Q'19
7 lis	AmRest	Publikacja wyników za 3Q'19
7 lis	Asseco SEE	Publikacja wyników za 3Q'19
7 lis	Benefit Systems	Publikacja wyników za 3Q'19
7 lis	BNP Paribas	Publikacja wyników za 3Q'19
7 lis 11:30	BNP Paribas	Konferencja wynikowa 3Q'19 (Centrala, Grzybowska 78, Warszawa)
7 lis 8:30	Creval	Telekonferencja wynikowa 3Q'19 (https://87399.choruscall.eu/links/creval191107.html)
7 lis	Cyfrowy Polsat	Publikacja wyników za 3Q'19
7 lis 10:00	Cyfrowy Polsat	Konferencja wynikowa 3Q'17 (Hotel Intercontinental, Warszawa)
7 lis	Dino	Publikacja wyników za 3Q'19
7 lis	Ergis	Publikacja wyników za 3Q'19
7 lis	PKO BP	Publikacja wyników za 3Q'19
7 lis 11:30	Ronson	Publikacja wyników za 3Q'19 i konferencja wynikowa (Hotel Sheraton, ul. Prusa 2, Warszawa)
8 lis	AC	Publikacja wyników za 3Q'19
8 lis	Agora	Publikacja wyników za 3Q'19
8 lis 9:00	Agora	Konferencja wynikowa 3Q'19 (Czerska 8/10, Warszawa)
8 lis 13:30	AmRest	Telekonferencja wynikowa 3Q'19 (wymagana rejestracja)
8 lis 9:30	Asseco SEE	Konferencja wynikowa 3Q'19 (Hotel Westin, Warszawa)
8 lis	Capital Park	Publikacja wyników za 3Q'19
8 lis 10:00	Dino	Telekonferencja wynikowa 3Q'19 (wymagana rejestracja)
8 lis	OTP Bank	Publikacja wyników za 3Q'19
12 lis 16:00	CEZ	Telekonferencja wynikowa 3Q'19 (+44 207 194 3759; ID: 35633588#)
12 lis	PGE	Publikacja wyników za 3Q'19
12 lis	Play	Publikacja wyników za 3Q'19
13 lis	AmRest	Spotkania ze spółką (mBank, ul. Senatorska 18, Warszawa) - wymagana rejestracja
13 lis	Eurocash	Publikacja wyników za 3Q'19
13 lis	Grupa Azoty	Publikacja wyników za 3Q'19
13 lis	Neuca	Publikacja wyników za 3Q'19
13 lis	Polenergia	Publikacja wyników za 3Q'19
13 lis	Tauron	Publikacja wyników za 3Q'19
13 lis	VRG	Publikacja wyników za 3Q'19
14 lis	11 bit studios	Publikacja wyników za 3Q'19
14 lis	Atende	Publikacja wyników za 3Q'19
14 lis	Citi Handlowy	Publikacja wyników za 3Q'19
14 lis	Erbud	Publikacja wyników za 3Q'19
14 lis 11:00	GTC	Publikacja wyników za 3Q'19 i konferencja (Hotel Westin, al. Jana Pawła II, Warszawa)
14 lis 16:00	GTC	Telekonferencja wynikowa 3Q'19 (+44 (0) 2071 928 000; ID: 1981564)
14 lis	JWC	Publikacja wyników za 3Q'19
14 lis	Develia	Publikacja wyników za 3Q'19
14 lis	PGNiG	Publikacja wyników za 3Q'19
14 lis	PZU	Publikacja wyników za 3Q'19
14 lis	RBI	Publikacja wyników za 3Q'19
14 lis	Trakcja	Publikacja wyników za 3Q'19
14 lis	ZEPAK	Publikacja wyników za 3Q'19
15 lis	Energa	Publikacja wyników za 3Q'19
15 lis	Apator	Publikacja wyników za 3Q'19
15 lis	Comarch	Publikacja wyników za 3Q'19
15 lis 12:00	Develia	Konferencja wynikowa 3Q'19 (Leonardo Royal Hotel Warsaw, Grzybowska 45, Warszawa)
15 lis	Kruszwica	Publikacja wyników za 3Q'19
15 lis	Pozbud	Publikacja wyników za 3Q'19
15 lis	Unibep	Publikacja wyników za 3Q'19
18 lis	Alumetal	Publikacja wyników za 3Q'19

Kalendarium wydarzeń c.d.

Data	Spółka	Wydarzenie
19 lis	Atal	Publikacja wyników za 3Q'19
19 lis	Ciech	Publikacja wyników za 3Q'19
19 lis	LPP	Publikacja wyników za 3Q'19
19 lis	Wirtualna Polska	Publikacja wyników za 3Q'19
20 lis	Asseco Poland	Publikacja wyników za 3Q'19
20 lis	KGHM	Publikacja wyników za 3Q'19
20 lis	Lokum	Publikacja wyników za 3Q'19
20 lis	TIM	Publikacja wyników za 3Q'19
20 lis	TXM	Publikacja wyników za 3Q'19
20 lis	Wielton	Publikacja wyników za 3Q'19
21 lis	CD Projekt	Publikacja wyników za 3Q'19
21 lis	Enea/LWB	Publikacja wyników za 3Q'19
21 lis	JSW	Publikacja wyników za 3Q'19
21 lis	PKP Cargo	Publikacja wyników za 3Q'19
22 lis	Energa	Spotkania ze spółką (mBank, ul. Senatorska 18, Warszawa) - wymagana rejestracja
22 lis	Torpol	Publikacja wyników za 3Q'19
25 lis	Forte	Publikacja wyników za 3Q'19
26 lis	Elektrobudowa	Publikacja wyników za 3Q'19
26 lis	Monnari	Publikacja wyników za 3Q'19
26 lis	Ten Square G	Publikacja wyników za 3Q'19
27 lis	Echo Investment	Publikacja wyników za 3Q'19
28 lis	Archicom	Publikacja wyników za 3Q'19
28 lis	Commerzbank	Spotkania ze spółką (mBank, ul. Senatorska 18, Warszawa) - wymagana rejestracja
29 lis	Ailleron	Publikacja wyników za 3Q'19
29 lis	Amica	Publikacja wyników za 3Q'19
29 lis	Boryszew	Publikacja wyników za 3Q'19
29 lis	Famur	Publikacja wyników za 3Q'19
29 lis	Famur	Publikacja wyników za 3Q'19
29 lis	Getin Noble B	Publikacja wyników za 3Q'19
29 lis	Idea Bank	Publikacja wyników za 3Q'19
29 lis	Polnord	Publikacja wyników za 3Q'19
29 lis	Tarczyński	Publikacja wyników za 3Q'19

Makroekonomia

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna we wrześniu wzrosła o 5,3% r/r (nominalnie) oraz 4,3% r/r (realnie). To wynik gorszy od naszych przewidywań i od konsensusu rynkowego. Jako profesjonalni analitycy szybko jednak znajdujemy winnego, aby nie obciążać samych siebie. Jest nim sprzedaż żywności, która okazała się we wrześniu ledwie o 2,2% wyższa niż przed rokiem (ceny bieżące). Jest to prawdopodobnie (prawdopodobnie, bo ustalanie najniższego strumienia w trendzie w danym miesiącu jest zadaniem co najmniej trudnym) najslabsza sprzedaż we wrześniu w całej historii szeregu. Teza może wydawać się przewrotna, ale jest to dość pozytywna informacja, bo silne zaskoczenia na sprzedaży żywności zdarzają się i są szybko korygowane. Zła informacja jest taka, że wciąż nie wiemy, co te zaskoczenia powoduje (tutaj: substytucja usługami restauracyjnymi czy nawet produkcją przydomową). Wiemy jedynie, że zwykle łączą się z zaskoczeniami w sprzedaży w niewyspecjalizowanych sklepach (super i hipermarkety, dyskonty itp.), co wydaje się stosunkowo logicznym zdarzeniem. Pozostałe komponenty sprzedaży wskazują na lekkie negatywne zaskoczenie w sprzedaży samochodów i w kategorii „pozostałe”. Biorąc pod uwagę naturalną zmienność tych agregatów, nie warto przywiązywać do tego wagi. Dobrym podsumowaniem wyników sprzedaży są agregaty „po wyłączeniach”, a te w zasadzie nie pokazują ani postępu, ani regresu względem poprzedniego miesiąca. Losy konsumpcji indywidualnej zdecydują się po stronie usług, a sama sprzedaż towarów jest dynamicznie w zasadzie na poziomie I kwartału (4,8% obecnie vs 4,5%, licząc uśrednione wyniki miesięczne w ujęciu realnym), kiedy sama konsumpcja zaskoczyła negatywnie w rachunkach narodowych. Fascynujący jest rozwój wydarzeń na froncie cenowym. Dynamika deflatora sprzedaży spada niemal jak kamień i już solidnie odbiega od całkowitej inflacji CPI. To kolejne potwierdzenie faktu, że inflacja cen towarów znacznie wkrótce wywierać ujemny wpływ na wskaźnika CPI, który na powierzchni utrzymywać będą ceny usług. Odczyt jednoznacznie sprzyja obecnej narracji w RPP. Z jednej strony mamy potwierdzenie status quo w sferze realnej (perspektywy sprzedaży i konsumpcji pozostają bez zmian), z drugiej dość silny, negatywny efekt cenowy. Ciężko będzie wygenerować jastrzębie postawy w RPP na spadkowej trajektorii PKB i w sytuacji, kiedy przynajmniej część inflacji bazowej (towary) będzie zwalniać.

Produkcja przemysłowa

Produkcja przemysłowa wzrosła w ujęciu realnym o 5,6% r/r, blisko naszej prognozy. Poprawie uległ także wskaźnik odsezonowany (+1,5% m/m). Przyspieszenie z ujemnego terytorium (dane nieodsezonowane) to wynik arytmetyki dni roboczych, pozytywnej bazy sprzed roku, ale także unormowania sytuacji w pewnych sekcjach, które podejrzanie słabo zachowały się w poprzednim miesiącu (m. in. pozostały sprzęt transportowy). Spodziewaliśmy się takiego biegu wydarzeń i nasze przypuszczenia się potwierdziły. Można szacować, że momentum w przetwórstwie przemysłowym nieznacznie się poprawiło, a przynajmniej ustabilizowało. Ciężenie widoczne we wskaźnikach koniunktury będzie dominujące w kolejnych miesiącach, ale końcówka roku nadal może być postrzegana w jasnych barwach, głównie dzięki wkładowi krajowych czynników wzrostu (inwestycje prywatne, konsumpcja). Co więcej – hipotezę tę wysnuliśmy analizując produkcję przemysłową w USA – produkcja w Polsce opada bardzo powoli, co pozwala podmiotom gospodarczym na lepsze dostosowanie się do otaczającej rzeczywistości makro. Jest to jednocześnie czynnik, który sprawia, że oparcie się na dodatkowej narracji w postaci silnego i optymistycznego konsumenta ma sens. Bez nowego i dużego szoku burzącego dobre nastroje powtórka z lat 2012-2013 i silna kontrakcja całej gospodarki jest bardzo mało prawdopodobna.

Produkcja budowlano-montażowa wzrosła o 7,6% r/r we wrześniu, nieznacznie powyżej konsensusu (my i konsensus rynkowy po 6,7% r/r). W ujęciu miesięcznym produkcja wzrosła o 0,3% po wyłączeniu czynników sezonowych i kalendarzowych, a cały kwartał zamknął się marginalnym spadkiem aktywności w stosunku do II kw. Brak niespodzianek w danych o produkcji oznacza, że prognozy PKB na III kwartał nie powinny być zmieniane pod wpływem danych za wrzesień – na podstawie produkcji można szacować wzrost gospodarczy na 4,1% r/r, a uwzględnienie aktywności w słabo obserwowalnych w danych miesięcznych usługach powinno windować prognozy wzrostu w górę, do 4,2-4,3% r/r. Ciekawsze naszym zdaniem są implikacje dla zachowania inwestycji. Nie znamy pełnego rozbiegania produkcji budowlanej na typy obiektów budowlanych, ale niezależnie od niego można z dużym prawdopodobieństwem przyjąć, że wkład inwestycji budowlanych do inwestycji ogółem spadł w III kwartale. Pozostałe kategorie nakładów na środki trwałe w najlepszym razie utrzymały swoje dynamiki z poprzednich kwartałów (dotyczy to zwłaszcza nakładów na maszyny i urządzenia, które okazały się być czarnym koniem tegorocznego cyklu inwestycyjnego). Oznacza to, że nakłady brutto na środki trwałe spowolniły w III kwartale z 9,0 do ok. 7,0% r/r (blisko naszych pierwotnych założeń co do ścieżki inwestycji). Ich struktura jest jedynie przedmiotem domysłów, zakładamy jednak, że w dalszym ciągu obserwowana jest dychotomia między wyraźnie spowalniającymi inwestycjami publicznymi, a inwestycjami prywatnymi, napędzanymi przez aktywność inwestorów zagranicznych. Taki wzorzec utrzyma się również w kolejnych kwartałach, ale wkład inwestycji publicznych nie przestanie naszym zdaniem maleć. Kalendarz wydatkowania środków UE i ostre cięcia w planach inwestycyjnych samorządów, w powiązaniu z brakiem aktywności ze strony przedsiębiorstw prywatnych z kapitałem krajowym implikują, że dynamika inwestycji spadnie wyraźnie w kolejnym roku. W jego drugiej połowie (kiedy skończy się cykl inwestycyjny inwestorów zagranicznych) bardzo prawdopodobne są spadki inwestycji ogółem.

Rynek pracy

We wrześniu zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 2,6% r/r, zgodnie zarówno z naszą prognozą jak i rynkowym konsensusem, co oznacza stabilizację dynamiki na sierpniowych poziomach (wówczas również 2,6% r/r). Niemniej jednak liczba etatów zmniejszyła się kolejny miesiąc z rzędu (ubyło prawie 4 tys. etatów w porównaniu do poprzedniego miesiąca). Wpisuje się to w obserwowany od wielu miesięcy spadkowy trend zatrudnienia. Coraz częściej do głosu mogą dochodzić czynniki popytowe (hamowanie popytu na pracę powodowane spowalnianiem gospodarki widocznym w danych o koniunkturze czy produkcji), choć wciąż występują też ograniczenia po stronie podaży (problemy ze znalezieniem pracowników). Spodziewamy się, że tendencje te będą się utrzymywać przez najbliższe miesiące (wraz z nasilaniem czynników popytowych), co powinno skutkować kontynuacją obserwowanego spowolnienia w dynamice zatrudnienia. Przeciętne wynagrodzenie brutto wzrosło we wrześniu o 6,6% r/r, poniżej zarówno konsensusu (7,1%) jak i naszej prognozy (7,0%). Głównymi podejrzanymi, niższego niż zakładaliśmy wzrostu płac, jest wolniejszy wzrost w kategorii informacja i komunikacja i wpływ płac w przetwórstwie przemysłowym (najniższe momentum od 2016 r). Trend wskazuje na dalsze spowalnianie dynamiki płac. Choć można spodziewać się lekkiego odbicia w styczniu wraz z wejściem w życie podwyżki płacy minimalnej, to nie powinno to zmienić tej tendencji.

Inflacja

Odczyt flash plasuje inflację na poziomie 2,5% r/r w październiku, czyli zgodnie z naszą prognozą i konsensusem rynkowym. Dostępne informacje sugerują, że ceny żywności wzrosły o 0,3% m/m (dokładnie tyle szacowaliśmy), ceny paliw spadły o 0,9% m/m (dokładnie tyle szacowaliśmy), a ceny energii podniosły się o 0,2% m/m (szacowaliśmy +0,1% m/m). Wstępne obliczenia sugerują, że inflacja bazowa wzrosła także o 2,5% r/r choć jest to odczyt na ostrzu noża. Nie zdziwilibyśmy się, gdyby pozostała niezmienną na poziomie 2,4% r/r. Październik wyznacza dołek na inflacji. Kolejne miesiące powinny przynieść już wzrosty. Losy poziomu inflacji w I kwartale przypieczętuje decyzja o sposobie mrożenia cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych (póki co zakładamy, że cena energii elektrycznej dla gospodarstwa domowego nie ulegnie zmianie m/m) oraz oczekiwaną obniżką cen gazu (URE nie informował jeszcze o złożonych wnioskach taryfowych, ale pewnie dojdzie do tego w grudniu). Jakkolwiek dziwnie to zabrzmie, z dzisiejszego punktu widzenia nie ma większego znaczenia, czy inflacja na początku roku uplasuje się bliżej 3% czy 4% r/r. Kluczowa jest dalsza trajektoria tego wskaźnika, a naszą prognozą są dość szybkie spadki. Żaden model NBP nie pokaże trwałych efektów szoku inflacyjnego wygenerowanego cenami mediów, czy cenami żywności. A co z inflacją bazową? Pozostaje ona dość wysoka jak na standardy rozkładu po 2003 roku. Trzeba jednak pamiętać, że 1) wreszcie normuje się ona po dłuższym okresie przebywania na niskich poziomach oraz 2) wcześniej była ona utrzymywana dość nisko dzięki dość restrykcyjnej polityce banku centralnego, który reagował na negatywne szoki podażowe. Struktura polskiej gospodarki (bardziej stabilny kurs, większe zrównoważenie zewnętrzne przy każdym wzroście PKB, struktura zadłużenia w walutach obcych, struktura inwestorów w zadłużeniu denominowanym w PLN), a także jej percepcja wśród inwestorów zagranicznych (już nie klasyczny EM, ale jakaś forma przejściowa w drodze do DM) sprawia, że relatywnie luźna polityka pieniężna (względem przeszłych standardów) będzie mogła się utrzymać. RPP do tej pory dobrze rozpoznała te zmiany, a w sukurs stabilnej polityce pieniężnej idą niskie, globalne stopy procentowe, które sprawiają, że relatywnie polska polityka pieniężna i tak jawi się jako dość restrykcyjna (szczególnie w odniesieniu do strefy euro).

mBank Research

(E. Pytlarczyk, M. Mazurek, P. Bartkiewicz, K. Klimas)

research@mBank.pl

Finanse

Alior Bank

trzymaj (obniżona)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Obniżamy naszą rekomendację do trzymaj oraz 9-miesięczną cenę docelową do 31,00 PLN na akcję. Nasze prognozy zostały obniżone aż o 52%-56% na lata 2020/21, co związane jest głównie z efektem rozliczenia oraz zwrotu prowizji po wyroku Trybunału Sprawiedliwości UE. Według Zarządu wyrok TSUE będzie miał negatywny, powtarzalny efekt na wynik odsetkowy w wysokości około 80 mln PLN. Zarząd zapowiedział działania mitygujące, które powinny wyrównać stratę do końca 2021 roku. Ponadto, nasze prognozy zawierają konserwatywną prognozę salda rezerw z kosztem ryzyka na poziomie 220 p.b. w latach 2020-21. Finalnie, obniżaliśmy wzrost akcji kredytowej do około 4 mld PLN rocznie (z 5 mld PLN poprzednio) z uwagi na ochronę współczynnika wypłacalności Tier1, który w okresie naszej prognozy pozostaje na bezpiecznym poziomie 14,2%. Wprowadzone zmiany powodują spadek rentowności banku (ROE) do poziomu 6% w kolejnych dwóch latach, czyli poniżej kosztu kapitału (8,5%). Podkreślamy, że pomimo znaczącego spadku rentowności bank nie będzie potrzebował świeżego kapitału (Tier1 na poziomie 14% wobec minimum 11,5%). Uważamy, że nasza prognoza jest konserwatywna a bank w przyszłości może pozytywnie zaskoczyć znacznie niższym kosztem ryzyka oraz wyższą dynamiką wyniku odsetkowego, co jednak musi zostać udowodnione w wynikach kolejnych kwartałów. Wyceniamy Alior Bank na 0,5x P/BV czyli z prawie 60% dyskontem do spółek porównywalnych oraz z ponad 30% dyskontem do Millennium, które może mieć jeszcze większe problemy z rentownością w kolejnych latach.

RZiS

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	2 841	3 085	3 210	3 210	3 369
Wynik prowizyjny	453	436	671	691	708
Wynik handlowy	376	476	100	102	104
Pozostałe przychody netto	127	127	137	144	151
Wynik pozaodsetkowy	956	1 039	909	937	963
WNDB	3 797	4 124	4 119	4 147	4 333
Koszty operacyjne	1 930	1 847	1 705	1 816	1 860
Zysk operacyjny	1 867	2 277	2 304	2 330	2 473
Saldo rezerw	930	1 080	1 432	1 449	1 540
Udział w jednostkach zał	0	0	0	0	1
Wynik brutto	937	1 196	872	882	934
Podatek	221	275	231	185	196
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	201	208	229	250	266
Zysk netto	515	713	412	446	471

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2019-20)	0	0%
Korekta o PV	196	3%
Etap II (2021-35)	4 515	65%
Etap III (2036-55)	992	14%
Wartość rezydualna	1 287	18%
Wartość godziwa	6 989	100%
Liczba akcji (mln)	129	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	54,07	
Cena docelowa za 9M (PLN)	57,52	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	6 920	103%
Etap I (2018-20)	161	2%
Korekta o PV	448	7%
Etap II (2021-35)	114	2%
Etap III (2036-55)	-930	-14%
Wartość godziwa	6 713	100%
Liczba akcji (mln)	129	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	51,93	
Cena docelowa za 9M (PLN)	55,24	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	6 989
Zyski ekonomiczne	50%	6 713
Srednia wartość godziwa na akcję (PLN)		6 851
Podatek bankowy		-23,86
Wartość godziwa na akcję		29,14
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		31,00

Cena bieżąca

29,34 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

31,00 PLN

+5,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	31,00 PLN	2019-11-06
poprzednia	kupuj	72,30 PLN	2019-07-03
Podstawowe dane			
Ticker	ALR PW	Zmiana 1M	-18,0% -24,4%
ISIN	PLALIOR00045	Zmiana YTD	-44,8% -48,0%
Liczba akcji (mln)	129,3	Średni obrót 1M	31,0 mln PLN
MC (mln PLN)	3 792,4	Średni obrót 6M	16,6 mln PLN
		P/E 12M fwd	6,1 -51,2%
Free float	74,8%	P/E 5Y avg	12,5 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	3 601	3 085	3 210	3 210	3 369
WNDB	3 797	4 124	4 119	4 147	4 333
Koszty	-1 930	-1 847	-1 815	-1 816	-1 860
Saldo rezerw	-930	-1 080	-1 432	-1 449	-1 540
Zysk netto	515	713	412	446	471
P/E	7,4	5,3	9,2	8,5	8,0
P/BV	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
ROE	8,0%	10,8%	6,1%	6,2%	6,2%
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	
Wynik odsetkowy		-4,5%	-10,7%	-11,8%	
Wynik prowizyjny		-5,3%	-5,3%	-6,2%	
Koszty razem		-5,0%	-4,7%	-5,3%	
Saldo rezerw		+16,1%	+15,5%	+23,3%	
Zysk netto		-42,4%	-51,7%	-56,1%	

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Kredyty netto	51 267	54 246	59 053	62 564	66 208
Pozostałe aktywa	18 227	19 174	20 434	21 777	23 213
Aktywa razem	69 494	73 420	79 488	84 341	89 421
Depozyty	57 614	62 436	66 945	70 870	75 046
Pozostałe zobowiązania	5 117	4 498	5 594	6 077	6 509
Udziały mniejszościowe	1	0	0	0	0
Kapitały własne	6 761	6 486	6 948	7 395	7 866

Wskaźniki

(%)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
NIM	4,3%	4,5%	4,4%	4,1%	4,1%
C/I	50,8%	44,8%	44,1%	43,8%	42,9%
CoR	1,8%	1,9%	2,3%	2,2%	2,2%
NPL Ratio	10,8%	10,6%	10,4%	10,2%	10,2%
Tier 1	12,1%	12,8%	14,2%	14,2%	14,2%

Handlowy akumuluj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację oraz cenę docelową. 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). Oczyszczać, Handlowy zaraportował w 2Q'19 blisko 180 mln PLN, co byłoby jednym z najlepszych kwartałów w ostatnich czterech latach. W 3Q koszty ryzyka cały czas będą wyższe ze względu na jednorazowy odpis w wysokości 54 mln PLN w segmencie korporacji. Spodziewamy się dalszego wzrostu marży odsetkowej. Po wynikach za 3Q'19 oczekujemy realizacji naszej prognozy rocznej na poziomie 63%, co jest wynikiem przeciętnym, ale znajdującym odzwierciedlenie w zdarzeniach jednorazowych. Bank ma także stosunkowo małą ekspozycję na negatywny wyrok TSUE związany ze zwrotem części kosztów od spłaconych przed czasem kredytów konsumenckich ze względu na sprzedaż kierowaną głównie w stronę kart kredytowych. Handlowy umacnia się na pozycji krajowego lidera jeżeli chodzi o prowadzenie transakcji sekurytyzacji, we wrześniu bank współprowadził transakcje sprzedaży wierzytelności o wartości 2,5 mld PLN. W obecnym otoczeniu uważamy, że Handlowy jest jednym z najbezpieczniejszych banków w Polsce.

Cena bieżąca

49,85 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

59,45 PLN

+19,3%

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

Podstawowe dane			BHW PW	vs. WIG
Ticker	BHW PW	Zmiana 1M	-0,3%	-6,6%
ISIN	PLBH00000012	Zmiana YTD	-23,7%	-26,9%
Liczba akcji (mln)	130,7	Średni obrót 1M	1,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	6 513,4	Średni obrót 6M	5,2 mln PLN	
		P/E 12M fwd	10,6	-28,9%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	14,9	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	10,3	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%	8,5%	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	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

Bilans

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

Wskaźniki

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (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 (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację oraz cenę docelową. Wyniki za 3Q'19 wypadły 8,5% poniżej oczekiwań rynkowych, głównie na saldzie rezerw (+13,1% vs konsensus), linie przychodowe okazały się mocne, bijąc oczekiwania rynkowe o około 1,5%, a nasze o około 3,0%. W związku z wyrokiem TSUE w sprawie kredytów konsumenckich bank zawiązał rezerwy w wysokości 17,1 mln PLN na zwrot części prowizji z przepłaconych kredytów. Patrząc na przód bank uważa, że w związku ze zmianą rozliczania przedpłaconych kredytów wynik odsetkowy spadnie o około 30 mln PLN rocznie. Porównując te liczby do innych banków, które dotychczas zaraportowały, można odnieść wrażenie, że albo ING zbyt optymistycznie podchodzi do przyszłego wpływu wyroku TSUE na wyniki banku, albo pozostałe banki zawiązały zbyt niskie rezerwy na zwrot prowizji z przedpłaconych kredytów. Bank zapowiedział, że w nadchodzących kwartałach będzie bardziej selektywnie podchodził do sprzedaży kredytów korporacyjnych, co powinno uchronić przed nadmiernym wzrostem kosztów ryzyka w segmencie korporacji w przypadku spowolnienia gospodarczego. Jednocześnie bank podkreśla wrażliwość kosztów ryzyka portfela detalicznego na zmiany w założeniach makroekonomicznych, co oznacza, że deterioracja oczekiwań w automatyczny sposób przekłada się na wyższy CoR portfela detalicznego. Zaznaczamy, że potencjał wzrostu w 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.

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	

Cena bieżąca 196,20 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 197,53 PLN **+0,7%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	197,53 PLN	2019-10-07

Podstawowe dane	ING PW	vs. WIG
Ticker	ING PW	Zmiana 1M +0,7% -5,6%
ISIN	PLBSK0000017	Zmiana YTD +11,2% +8,0%
Liczba akcji (mln)	130,1	Średni obrót 1M 1,0 mln PLN
MC (mln PLN)	25 525,6	Średni obrót 6M 1,7 mln PLN
		P/E 12M fwd 13,8 -10,6%
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	18,2	16,7	14,6	13,4	12,5
P/BV	2,2	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%	2,2%
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%	

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Kredyty netto	91 088	103 126	116 276	129 537	141 162
Pozostałe aktywa	34 926	38 477	41 171	44 139	47 354
Aktywa razem	126 014	141 603	157 447	173 676	188 517
Depozyty	104 503	117 683	129 968	144 293	157 539
Pozostałe zobowiązania	9 716	10 584	13 527	14 128	14 349
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	0
Kapitały własne	11 795	13 336	13 952	15 254	16 629

Wskaźniki

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

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	30 911
Zyski ekonomiczne	50%	29 744
Średnia wartość godziwa		30 328
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 sprzedaj (obniżona)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Obniżamy naszą rekomendację do sprzedaj, pozostawiając cenę docelową bez zmian. Choć wyniki banku w 3Q'19 przebiły konsensus o 11,8%, to uważamy, że kompozycja wyników zaskoczyła negatywnie. Pobicie konsensusu nastąpiło wyniku rewaluacji udziału w BLIKu. Wynik banku został obciążony w wysokości 53 mln PLN przez wyrok dotyczący TSUE konsumenckiego, z czego 21 mln PLN będzie powtarzalne w następnych kwartałach. Jednocześnie bank nie dowiazał żadnych rezerw na kredyty CHF twierdząc, że nadal nie jest w stanie oszacować jakie rezerwy byłby odpowiednie. Prace nad integracją z Eurobankiem sprawiły, że sprzedaż kredytów gotówkowych spadła o 7% q/q. Pozytywną informacją jest szansa na to, że koszty integracji będą niższe od zakładanych 350 mln PLN, oszczędności w tej materii nie powinny być jednak duże. Wyłączając portfel kredytów hipotecznych przejęty od Eurobanku, którego ryzyko prawne ponosi Societe Generale, Millennium ma na bilansie około 14 mld PLN walutowych kredytów hipotecznych, z których niemalże 100% to kredyty indeksowane. Negatywny dla banków wyrok TSUE sprawia, że naszym zdaniem Millennium będzie musiał zacząć stopniowo zawiązywać rezerwy na swój portfel frankowy, a coraz więcej przegranych wyroków przez banki tylko potwierdza coraz większe prawdopodobieństwo realizacji tego scenariusza.

Cena bieżąca

6,40 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

5,18 PLN

-19,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	sprzedaj	5,18 PLN	2019-11-06
poprzednia	redukuj	5,18 PLN	2019-10-07
Podstawowe dane			MIL PW vs. WIG
Ticker	MIL PW	Zmiana 1M	+16,8% +10,5%
ISIN	PLBIG0000016	Zmiana YTD	-27,9% -31,1%
Liczba akcji (mln)	1 213,1	Średni obrót 1M	7,6 mln PLN
MC (mln PLN)	7 757,9	Średni obrót 6M	7,3 mln PLN
		P/E 12M fwd	8,7 -29,6%
Free float	50,0%	P/E 5Y avg	12,4 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	11,4	10,2	9,2	13,7	18,0
P/BV	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8
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	2021P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	1 696	1 817	2 433	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 rezidualna	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
Średnia wartość godziwa 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

Pekao kupuj (bez zmian)

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

Pozostawiamy naszą rekomendację kupuj oraz cenę docelową bez zmian. W wynikach za 3Q bank powinien pokazać rezerwę na zwrot niezasadnie pobranych prowizji w wysokości 30 mln PLN (licząc od 2016 roku). Wyłączając potencjalny efekt wyroku TSUE konsumenckiego. Pekao powinien pokazać pozytywną dynamikę wyniku odsetkowego, który będzie napędzany zarówno przez wolumeny, jak i rosnącą marżę. Efekt wysokiej bazy (zwolnienia grupowe w 2Q) będzie sprzyjał ujemnej dynamice kosztów. Ostatecznie prognozujemy, że wynik netto wzrośnie o 12% q/q do 652 mln PLN. Przy spełnieniu naszych oczekiwań, bank będzie wykonywał 65% naszej rocznej prognozy. Ze względu na relatywnie niewielki portfel kredytów CHF, w którym kredyty indeksowane stanowią niewielki ułamek, bank Pekao powinien być relatywnie bezpieczniejszy w obliczu zbliżającego się wyroku TSUE

Cena bieżąca	108,55 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	119,75 PLN	+10,3%

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

Podstawowe dane			PEO PW	vs. WIG
Ticker	PEO PW	Zmiana 1M	+6,9%	+0,6%
ISIN	PLPEKAO00016	Zmiana YTD	+6,0%	+2,8%
Liczba akcji (mln)	262,5	Średni obrót 1M	70,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	28 491,1	Średni obrót 6M	71,9 mln PLN	
		P/E 12M fwd	11,0	-24,8%
Free float	67,2%	P/E 5Y avg	14,7	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	4 593	4 994	5 493	5 881	6 271
WNDB	7 278	7 830	8 337	8 807	9 283
Koszty	-3 535	-3 710	-4 094	-3 971	-4 089
Saldo rezerw	-521	-511	-526	-660	-742
Zysk netto	2 475	2 287	2 282	2 609	2 772
P/E	11,5	12,5	12,5	10,9	10,3
P/BV	1,2	1,2	1,2	1,2	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	8,0%	7,3%	6,1%	6,0%	6,9%
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	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		38 464
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

Utrzymujemy naszą rekomendację kupuj oraz cenę docelową. Oczekujemy kolejnego bardzo dobrego kwartału w wykonaniu PKO BP z wynikiem na poziomie 1 183 mln PLN. Wynik powinien być wspierany przez nadal silną sprzedaż kredytów detalicznych oraz poprawię marży odsetkowej (+10 p.b q/q). Oczekujemy, że bank zawiąże rezerwy na prowizje od kredytów w wysokości 65 mln PLN. Otwartym pytaniem pozostaje wpływ wyroku TSUE na NII idąc na przód. Chociaż wyrok TSUE ws. kredytów CHF dotyczył kredytu indeksowanego, cały czas zaznaczmy, że ryzyko związane z portfelem denominowanym nie wygasło. 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, chociaż w teoretycznym przypadku potencjalnych akwizycji zyski mogą zostać zatrzymane.

Cena bieżąca

39,87 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

47,17 PLN

+18,3%

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

Podstawowe dane		PKO PW	vs. WIG
Ticker	PKO PW	Zmiana 1M	+5,6% -0,7%
ISIN	PLPKO0000016	Zmiana YTD	+4,5% +1,4%
Liczba akcji (mln)	1 250,0	Średni obrót 1M	105,6 mln PLN
MC (mln PLN)	49 837,5	Średni obrót 6M	106,6 mln PLN
		P/E 12M fwd	11,0 -14,8%
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	16,1	13,3	11,3	11,0	10,3
P/BV	1,4	1,3	1,2	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%	1,4%	3,3%	7,8%	9,4%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
Wynik odsetkowy		0,0%	0,0%	0,0%	
Wynik prowizyjny		0,0%	0,0%	0,0%	
Koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%	
Saldo rezerw		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

RZiS

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	8 606	9 353	10 290	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 redukuje (obniżona)

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

Obniżamy naszą rekomendację do redukuje pozostawiając cenę docelową bez zmian. Wyniki w 3Q okazały się wyższe od oczekiwań o 2,4%. Cieszy silne odbicie marży odsetkowej oraz wyniku prowizyjnego, z drugiej strony martwi wyższy koszt ryzyka. Trzeba pamiętać, że wyniki były zanieczyszczone zdarzeniami jednorazowymi takimi jak rezerwa na wyższy podatek bankowy (-72 mln PLN) oraz sprzedaż udziałów w Centrum Usług Inwestycyjnych (+50 mln PLN). Zarząd zapowiedział, że w 4Q wpływ TSUE konsumenckiego wyniesie 100-150 mln PLN, z czego 60-70 mln PLN będzie powtarzalne w kolejnych kwartałach. Zarząd dał również jasny sygnał, że osiągnięcie CoR 80 p.b na koniec roku jest bardzo ambitne i bardziej realny jest przedział 80-85 p.b. Uważamy, że konsensus powinien ulec dalszemu obniżeniu. Negatywny dla banków wyrok TSUE ws. kredytów CHF jest dużym zagrożeniem dla Santander. Uważamy, że w miarę jak będą zapadać kolejne wyroki przeciwko bankom, Santander będzie musiał zacząć zawiązywać rezerwy, które w znacznym stopniu wpłyną na rentowność banku w przyszłych latach.

Cena bieżąca	317,40 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	276,55 PLN	-12,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	redukuje	276,55 PLN	2019-11-06	
poprzednia	trzymaj	276,55 PLN	2019-10-07	
Podstawowe dane			SPL PW	vs. WIG
Ticker	SPL PW	Zmiana 1M	+11,0%	+4,7%
ISIN	PLBZ000000044	Zmiana YTD	-6,2%	-9,4%
Liczba akcji (mln)	102,1	Średni obrót 1M	17,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	32 402,8	Średni obrót 6M	19,4 mln PLN	
		P/E 12M fwd	12,6	-11,4%
Free float	31,7%	P/E 5Y avg	14,3	dyskonto

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	14,2	13,5	14,1	12,3	12,6
P/BV	1,4	1,3	1,3	1,2	1,1
ROE	10,6%	10,1%	9,1%	10,0%	9,0%
DPS	5,40	3,10	19,72	5,61	6,45
DYield	1,7%	1,0%	6,2%	1,8%	2,0%
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	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 rezidualna	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	

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

Pozostawiamy bez zmian naszą cenę docelową na poziomie 945,02 CZK na akcję dla Komercni Banka z rekomendacją kupuj. Kurs akcji KB przecenił się przez ostatnie 12 miesięcy o 10% 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 (28.08.2019) obniżyliśmy nasze prognozy o 1% na 2019 rok oraz o 7% na 2020 głównie ze względu na rozczarującą 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

791,00 CZK

potencjał zmiany

Cena docelowa

945,02 CZK

+19,5%

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

Podstawowe dane			KOMB CP	vs. WIG
Ticker	KOMB CP	Zmiana 1M	+3,3%	-3,0%
ISIN	CZ0008019106	Zmiana YTD	-0,6%	-3,8%
Liczba akcji (mln)	188,9	Średni obrót 1M	153,2 mln CZK	
MC (mld CZK)	149,4	Średni obrót 6M	115,4 mln CZK	
		P/E 12M fwd	10,4	-22,1%
Free float	39,6%	P/E 5Y avg	13,4	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	10,0	10,1	9,9	10,3	9,8
P/BV	1,5	1,4	1,4	1,4	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%	5,9%	6,4%	6,4%	6,4%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
Wynik odsetkowy		0,0%	0,0%	0,0%	
Wynik prowizyjny		0,0%	0,0%	0,0%	
Koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%	
Saldo rezerw		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

RZiS

(mln 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

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%

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	

Podsumowanie wyceny

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

Moneta Money Bank kupuj (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian rekomendację kupuj oraz cenę docelową 94,33 CZK na akcję dla Moneta Money Bank. 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 wiarytelności. 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	77,00 CZK	potencjał zmiany
Cena docelowa	94,33 CZK	+22,5%

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

Podstawowe dane		MONET CP		vs. WIG
Ticker	MONET CP	Zmiana 1M	+8,5%	+2,1%
ISIN	CZ0008040318	Zmiana YTD	+16,1%	+12,9%
Liczba akcji (mln)	511,0	Średni obrót 1M	98,3 mln CZK	
MC (mld CZK)	39,3	Średni obrót 6M	78,0 mln CZK	
		P/E 12M fwd	10,4	-8,3%
Free float	100,0%	P/E 5Y avg	11,3	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	10,0	9,4	10,3	9,6	9,5
P/BV	1,5	1,6	1,5	1,5	1,5
ROE	14,8%	16,5%	15,0%	15,8%	15,5%
DPS	9,80	8,00	6,15	5,59	6,01
DYield	12,7%	10,4%	8,0%	7,3%	7,8%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
Wynik odsetkowy		0,0%	0,0%	0,0%	
Wynik prowizyjny		0,0%	0,0%	0,0%	
Koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%	
Saldo rezerw		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

RZiS

(mln 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

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

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%

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj dla Erste Group oraz cenę docelową na poziomie 40,38 EUR. Erste Group znowu jest na ścieżce do znaczącego przebicia prognozy Zarządu, co pokazały wyniki za 9M'19. Zarząd Erste 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. Z jednej strony przez ostatnie 3 miesiące konsensus wyników na 2019 i 2020 rok zaczął ponownie rosnąć, zaś z drugiej strony wycena banku jest nadal na niskim poziomie (12M forward P/E 8,9x wobec 5-letniej średniej 10,5x).

Cena bieżąca

33,68 EUR

potencjał zmiany

Cena docelowa

40,38 EUR

+19,9%

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

Podstawowe dane			EBS AV	vs. WIG
Ticker	EBS AV	Zmiana 1M	+16,8%	+10,5%
ISIN	AT0000652011	Zmiana YTD	+21,8%	+18,6%
Liczba akcji (mln)	429,8	Średni obrót 1M	23,9 mln EUR	
MC (mln EUR)	14 475,7	Średni obrót 6M	22,9 mln EUR	
		P/E 12M fwd	9,2	-12,1%
Free float	69,5%	P/E 5Y avg	10,5	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	11,0	8,1	9,4	8,7	8,2
P/BV	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9
ROE	10,0%	12,7%	10,5%	11,0%	11,3%
DPS	1,00	1,20	1,30	1,50	1,63
DYield	3,0%	3,6%	3,9%	4,4%	4,8%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln 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

trzymaj (obniżona)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Po wzroście kursu akcji o 13% przez ostatni miesiąc obniżamy naszą rekomendację do **trzymaj** jednocześnie pozostawiając cenę docelową bez zmian. 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. RBI jest narażony na największe ryzyko z banków regionalnych ze względu na portfel kredytów CHF w Polsce (szacujemy portfel na 8 mld PLN). Uważamy, że nadchodzące orzecznictwo TSUE w sprawie kredytów CHF w skrajnym wypadku może zakończyć się pozwami zbiorowymi, przewalutowaniem kredytów CHF po kursie udzielenia, a co za tym idzie znaczącymi odpisami. W czarnym scenariuszu, który zakłada także pozwody od klientów, którzy już spłacili kredyty oraz zaksięgowanie straty jednorazowo, odpis przypadający RBI wyniósłby 5 mld EUR, czyli około 1,15 mld EUR, pochłaniając wynik netto z całego roku. Wyceniamy RBI 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 spośród regionalnych banków i całego sektora CEE oraz ryzyko związane z portfelem CHF.

Cena bieżąca

22,83 EUR

potencjał zmiany

Cena docelowa

23,05 EUR

+1,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	23,05 EUR	2019-11-06	
poprzednia	akumuluj	23,05 EUR	2019-08-28	
Podstawowe dane			RBI AV	vs. WIG
Ticker	RBI AV	Zmiana 1M	+13,9%	+7,6%
ISIN	AT0000606306	Zmiana YTD	+7,3%	+4,2%
Liczba akcji (mln)	328,9	Średni obrót 1M	8,0 mln EUR	
MC (mln EUR)	7 509,7	Średni obrót 6M	9,5 mln EUR	
		P/E 12M fwd	6,7	-23,3%
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	5,7	5,4	6,9	6,5	6,0
P/BV	0,7	0,6	0,6	0,6	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%	3,5%	5,1%	4,3%	4,6%
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	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

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

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%

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 akumuluj (obniżona)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Od początku października kurs OTP wzrósł o 8% co skłania nas do obniżenia rekomendacji kupuj to akumuluj. Jednocześnie pozostawiamy bez zmian naszą cenę docelową na poziomie 14 681 HUF. 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

13 860,00 HUF

potencjał zmiany

Cena docelowa

14 681,00 HUF

+5,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	14 681,00 HUF	2019-11-06	
poprzednia	kupuj	14 681,00 HUF	2019-08-28	
Podstawowe dane			OTP HB	vs. WIG
Ticker	OTP HB	Zmiana 1M	+10,1%	+3,8%
ISIN	HU0000061726	Zmiana YTD	+25,2%	+22,0%
Liczba akcji (mln)	267,0	Średni obrót 1M	6,0 mld HUF	
MC (mld HUF)	3 701,1	Średni obrót 6M	5,3 mld HUF	
		P/E 12M fwd	9,6	-8,1%
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	13,2	11,6	9,5	8,7	8,5
P/BV	2,3	2,0	1,7	1,5	1,3
ROE	18,4%	18,4%	19,6%	18,4%	16,6%
DPS	199,22	229,63	228,94	237,45	548,51
DYield	1,4%	1,7%	1,7%	1,7%	4,0%
Zmiana prognoz					
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj dla PZU. Oczekujemy solidnych wyników ubezpieczyciela w 3Q'19, które także pozytywnie zaskoczą rynek. Uważamy, że wzrost składki zarobionej netto zrekomensuje z nawiązką presję związaną z odszkodowaniami w segmencie majątkowym. Wyższa szkodowość potwierdza nasze obawy, że wskaźnik COR z 2018 roku będzie bardzo trudny do powtórzenia w kolejnych latach. Uważamy, że PZU jest na dobrej drodze do realizacji naszej prognozy rocznej na poziomie 3,26 mln PLN. Oznacza to również, że trend w konsensusie powinien się odwrócić a ostatnie prognozy na poziomie około 3 mld PLN są zbyt pesymistyczne. PZU w ostatnim czasie znowu jest brane pod uwagę jako potencjalny konsolidator rynku bankowego. Niemniej jednak scenariusz w którym PZU sprzedaje Pekao oraz przeprowadza fuzję Alior Banku z nowo nabytym podmiotem uważamy za mało prawdopodobny. Uważamy, że ewentualna fuzja Aliora z jakimkolwiek podmiotem mogłaby pociągnąć za sobą urealnienie wyceny Aliora na bilansie PZU a co za tym idzie odpis rzędu c.1,5 mld PLN. Warto zauważyć, że obecnie PZU na wskaźniku forward P/E notowany jest z 7% dyskontem do indeksu Bloomberg Insurance wobec 15% premii na 5-letniej średniej co naszym zdaniem jest atrakcyjnym punktem wejścia.

Cena bieżąca	37,59 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	43,38 PLN	+15,4%

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

Podstawowe dane		PZU PW	vs. WIG
Ticker	PZU PW	Zmiana 1M	+4,1% -2,2%
ISIN	PLPZU0000011	Zmiana YTD	-8,5% -11,7%
Liczba akcji (mln)	863,5	Średni obrót 1M	59,6 mln PLN
MC (mln PLN)	32 459,8	Średni obrót 6M	66,0 mln PLN
		P/E 12M fwd	10,1 -15,7%
Free float	64,8%	P/E 5Y avg	11,9 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	11,2	10,1	10,0	9,5	9,2
P/BV	2,2	2,2	2,2	2,1	2,1
ROE	21,1%	21,7%	21,8%	22,5%	22,6%
DPS	1,40	2,70	2,98	3,01	3,18
DYield	3,7%	7,2%	7,9%	8,0%	8,5%
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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj dla Kruka. Kruk oczekuje nakładów w przedziale 800-900 mln PLN w 2019 roku co oznacza jedynie słabszy wynik niż zakładany na początku roku i zdecydowanie lepszy niż można było tego oczekiwać po zaraportowanych nakładach za 9M'19. Kruk jednocześnie oczekuje, że nakłady w Rumunii w 2019 roku mogą być jednymi z najwyższych w historii. Zarząd poinformował, iż pomimo wykonania 50% planów odnośnie nakładów w 9M'19, to na NPV portfeli Kruk znajduje się jedynie 7% poniżej założeń budżetowych wskazując na wysoką rentowność zakupionych portfeli. W kolejnym roku Kruk zamierza powrócić na rynek włoski oraz oczekuje wyższej sprzedaży portfeli przez banki w Polsce. Uważamy, że prognoza Zarządu jest w pełni zgodna z naszymi założeniami. W 2019 roku oczekujemy praktycznie stabilnego wyniku netto oraz nieznaczного wzrostu w 2020. Uważamy, że po kwartałach negatywnych rewizji prognoz rynek znowu może spojrzeć bardziej optymistycznie na wyniki w kolejnych kwartałach. Ponadto, jeżeli trendy spłat w Polsce, Rumunii i we Włoszech utrzymają się na podobnych poziomach w listopadzie i grudniu jak w październiku to Kruk może pozytywnie zaskoczyć już w 4Q'19 (na linii rewaluacji). Z drugiej strony skrzydła spółkom windykacyjnym podcina rosnąca, w ostatnim miesiącu, pozycja krótka (z 4,5% do 4,8%) i wydaje się, że po chwilowej odwilży zakład przeciwko sektorowi znowu rośnie.

Cena bieżąca

142,40 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

213,65 PLN

+50,0%

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

Podstawowe dane			KRU PW	vs. WIG
Ticker	KRU PW	Zmiana 1M	-0,8%	-7,1%
ISIN	PLKRK0000010	Zmiana YTD	-6,1%	-9,3%
Liczba akcji (mln)	18,9	Średni obrót 1M	12,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 689,5	Średni obrót 6M	7,2 mln PLN	
		P/E 12M fwd	8,4	-36,4%
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	9,0	8,1	8,0	7,9	7,8
P/BV	1,8	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%	6,3%	6,4%
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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj. Przewidujemy, że w 3Q Skarbiec pokaże gorsze wyniki niż w pierwszych dwóch kwartałach roku. Ze względu na niską opłatę zmienną oczekujemy wyniku netto na poziomie około 3 mln PLN. Pod presją znajdzie się również opłata za zarządzanie, co spowodowane jest znaczącymi odpływami aktywów pod zarządzaniem. W samym 3Q'19 aktywa pod zarządzaniem skurczyły się o 7,5% q/q z czego akcji, mieszane i alternatywne o 9%, a obligacji, pieniężne i aktywów niefinansowych o 6%. Obecnie prognozujemy wzrost rynku przez najbliższe 5 lat w średnio rocznym tempie 6,5%. Uważamy, że Zarząd SKH jednoznacznie porzucił strategiczny cel osiągnięcia 8 mld PLN aktywów pod zarządzaniem na koniec 2020 roku. Oczekujemy, że AUM Skarbca w przeciągu najbliższych 5 lat będą rosły w średniorocznym tempie 5,5%, dodatkowo wsparte przez 550 mln PLN związanych z programem PPK w roku obrotowym 2019/20. Dywidenda za 2018/19 nie zachwyca (PLN 0,50 na akcję) co spowodowane jest przystąpieniem do planu PPK (dostosowanie poziomu kapitałów), ale oczekujemy, że akcjonariusze mogą oczekiwać znacznie bardziej sowych dywidend w kolejnych latach. Zakładając, że wynik z 3Q'19 powtórzy się także w 4Q'19, a spółka przeznaczy cały zysk dla akcjonariuszy w 2020 roku to DPS może sięgnąć 4,59 PLN na akcję, a wskaźnik dywidendy 27%.

Cena bieżąca	17,30 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	28,17 PLN	+62,8%

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

Podstawowe dane			SKH PW	vs. WIG
Ticker	SKH PW	Zmiana 1M	+4,2%	-2,1%
ISIN	PLSKRBH00014	Zmiana YTD	-18,0%	-21,2%
Liczba akcji (mln)	6,8	Średni obrót 1M	0,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	118,0	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	6,0	4,9	5,9	5,1	5,4
P/BV	1,2	1,2	1,1	1,2	1,2
ROE	19,3%	24,2%	19,7%	22,5%	22,1%
DPS	2,62	4,45	1,47	4,45	3,15
DYield	15,1%	25,7%	8,5%	25,7%	18,2%
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 pracown	-19,8	-24,4	-17,9	-18,8	-19,7
Pozostałe koszty działalnoś	-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

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	

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%

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 najsłabszego 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 oraz wzrosty cen sody w Azji. 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

35,15 PLN

potencjał zmiany

42,03 PLN

+19,6%

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

Podstawowe dane		CIE PW	vs. WIG
Ticker	CIE PW	Zmiana 1M	+15,2% +8,9%
ISIN	PLCIECH000018	Zmiana YTD	-20,7% -23,8%
Liczba akcji (mln)	52,7	Średni obrót 1M	3,3 mln PLN
MC (mln PLN)	1 852,4	Średni obrót 6M	2,2 mln PLN
EV (mln PLN)	3 447,4	EV/EBITDA 12M fwd	5,1 -14,3%
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.	5,0	11,2	8,0	8,4	8,2
P/BV	0,8	0,9	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA skor.	3,4	5,2	5,3	5,2	4,9
DPS	0,00	7,50	0,00	0,00	2,12
DYield	0,0%	21,3%	0,0%	0,0%	6,0%
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%
Zdyskontowana 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

Grupa Azoty pozytywnie zaskoczyła wstępnymi szacunkami na 3Q'19, które okazały się lepsze od konsensusu o około 14% na poziomie EBITDA. 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 powoli się wyczerpuje. 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 ciążył na sentymencie do akcji Grupy Azoty. Obniżamy nasze bardzo ambitne dotychczas prognozy cen gazu i podwyższamy oczekiwania w segmencie nawozowym. Obniżamy natomiast nasze oczekiwania odnośnie wyników w segmentach tworzyw sztucznych i produktów chemicznych. Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla grupy Azoty, a cenę docelową podwyższamy do 37,12 PLN/akcja (wcześniej 34,09 PLN/akcja).

Cena bieżąca

36,58 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

37,12 PLN

+1,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	37,12 PLN	2019-11-06
poprzednia	trzymaj	34,09 PLN	2019-10-07
Podstawowe dane		ATT PW	vs. WIG
Ticker	ATT PW	Zmiana 1M	+17,3% +11,0%
ISIN	PLZATRM00012	Zmiana YTD	+17,3% +14,2%
Liczba akcji (mln)	99,2	Średni obrót 1M	4,1 mln PLN
MC (mln PLN)	3 628,6	Średni obrót 6M	3,4 mln PLN
EV (mln PLN)	6 809,0	EV/EBITDA 12M fwd	5,1 -19,4%
Free float	29,0%	EV/EBITDA 5Y avg	6,3 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	9 617	9 999	11 822	11 512	11 801
EBITDA skor.	1 187	764	1 548	1 000	1 115
marża EBITDA	12,3%	7,6%	13,1%	8,7%	9,4%
EBIT skor.	597	81	797	257	384
Zysk netto skor.	590	683	751	743	731
P/E skor.	6,2	5,3	4,8	4,9	5,0
P/BV	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA skor.	3,9	8,5	4,4	8,0	8,4
DPS	0,79	1,20	0,00	0,00	0,35
DYield	2,2%	3,3%	0,0%	0,0%	1,0%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
EBITDA		+3,1%	+3,4%	+12,5%	
Zysk netto		+5,1%	+22,9%	+89,4%	
Mocznik (PLN/t)		-1,7%	-3,6%	-3,5%	
Saletra (PLN/t)		-3,6%	-4,5%	-4,4%	
Gaz ziemny (PLN/m3)		-16,9%	-16,1%	-18,6%	
Melamina (PLN/t)		-14,2%	-16,1%	-18,6%	
Poliamid 6 (PLN/t)		-3,6%	+4,5%	+4,5%	
Propylen (PLN/t)		+0,4%	0,0%	0,0%	

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA nawozy	484	82	1 101	640	760
EBITDA tworzywa	221	192	77	80	59
EBITDA chemia	348	282	217	150	157
EBITDA Compo	0	0	127	121	126
EBITDA pozostałe	134	208	27	9	12
Przepływy oper.	1 087	1 043	1 259	999	1 072
Amortyzacja	590	683	751	743	731
Kapitał obrotowy	13	155	-186	13	-12
Przepływy inv.	-709	-1 761	-1 372	-2 040	-2 199
CAPEX	1 063	2 042	1 387	2 040	2 199
Przepływy fin.	39	440	-117	578	1 206
Dywidenda/buyback	-78	-119	0	0	-35
FCF	49	-1 158	-155	-1 051	-1 136
FCF/EBITDA	4%	-151%	-10%	-105%	-102%
CFO/EBITDA	92%	136%	81%	100%	96%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Mocznik (PLN/t)	1 600	1 512	1 551	1 550	1 548	1 547	1 545	1 544	1 543	1 541	1 549
Saletra (PLN/t)	1 320	1 247	1 286	1 284	1 283	1 281	1 280	1 279	1 277	1 276	1 283
Gaz ziem. (PLN/m3)	831	902	964	1 025	1 025	1 025	1 025	1 025	1 025	1 025	1 025
Przychody	11 822	11 512	11 801	12 710	13 678	13 935	14 144	14 285	14 428	14 508	14 640
EBITDA	1 548	1 000	1 115	1 347	1 488	1 552	1 524	1 516	1 503	1 487	1 499
marża EBITDA	13,1%	8,7%	9,4%	10,6%	10,9%	11,1%	10,8%	10,6%	10,4%	10,3%	10,2%
EBIT	797	257	384	394	535	609	620	641	626	595	608
Podatek	131	24	39	23	38	56	61	67	66	61	65
CAPEX	-1 387	-2 040	-2 199	-844	-572	-619	-660	-814	-832	-878	-892
Kapitał obrotowy	-186	13	-12	-39	-41	-11	-9	-6	-6	-3	-6
FCF	-155	-1 051	-1 136	441	837	866	794	629	599	545	538
PV FCF	-153	-977	-999	362	642	622	532	394	350	297	
WACC	6,8%	6,4%	6,1%	6,4%	6,5%	6,6%	6,7%	6,8%	6,8%	6,9%	6,9%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	11 738	14 160	14 615	15 369	17 001
Aktywa trwałe	8 070	9 886	10 553	11 855	13 330
Kapitał własny	6 856	6 703	7 227	7 343	7 499
Udział mniejszości	588	625	669	677	688
Dług netto	367	2 226	2 511	3 675	4 996
Dług netto/EBITDA (x)	0,3	2,9	1,6	3,7	4,5
Dług netto/kap. wł. (x)	0,1	0,3	0,3	0,5	0,7

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	7 048
Dług netto	2 226
Inne korekty	-625
Wycena DCF na akcję (PLN)	42,31

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	27,53
DCF	50%	42,31
Cena wynikowa		34,92
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		37,12

Paliwa

Lotos

sprzedaj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.klischcz@mbank.pl

Rynek pozytywnie przyjął komunikat o złożeniu przez PKN propozycji środków do KE, aczkolwiek w naszej opinii nie zmienia to w ogóle prawdopodobieństwa szybkiego i pozytywnego zakończenia tego procesu, a dotychczasowy przebieg postępowania wskazuje raczej na ryzyko dalszego przedłużania, nawet na drugie półrocze 2020. Oznacza to, że przed potencjalnym wezwaniem zweryfikowane zostaną jeszcze dość agresywne prognozy konsensusu dla EBITDA LIFO w przyszłym roku. Rynek dość optymistycznie podchodzi bowiem zarówno do potencjalnego wpływu IMO, jak i kontrybucji instalacji DCU. Pewnym ostrzeżeniem mogą być słabsze od oczekiwań wyniki za 3Q'19. Przypominamy, że inkrementalny przyrost modelowej marży po zakończeniu projektu EFRA 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. Rekomendacja sprzedaj pozostaje bez zmian, ale wkrótce zaktualizujemy nasz scenariusz makro i prognozy dla Spółki na kolejne lata.

Cena bieżąca

98,30 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

72,31 PLN

-26,4%

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

Podstawowe dane		LTS PW	vs. WIG
Ticker	LTS PW	Zmiana 1M	+10,2% +3,9%
ISIN	PLLOTOS00025	Zmiana YTD	+15,0% +11,8%
Liczba akcji (mln)	184,9	Średni obrót 1M	20,6 mln PLN
MC (mln PLN)	18 173,1	Średni obrót 6M	23,4 mln PLN
EV (mln PLN)	21 104,2	EV/EBITDA 12M fwd	5,2 -8,5%
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	10,9	11,4	15,0	13,8	12,6
P/BV	1,7	1,5	1,4	1,3	1,2
EV/EBITDA	6,7	5,4	7,5	6,4	5,5
DPS	1,00	1,00	3,00	1,97	2,14
DYield	1,0%	1,0%	3,1%	2,0%	2,2%
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.	6,8	6,5	7,5	6,5	5,7
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 akumuluj (obniżona)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Kurs MOL-a w ostatnich miesiącach wpisuje się w szerszy trend awersji do spółek oil&gas, co oczywiście jest pochodną słabości notowań ropy i niemrawego odbicia cen gazu z tegorocznych minimów. Niemniej jednak atrakcyjna wycena i zrównoważony profil inwestycyjny (60% udział downstream+midstream) powinny wyróżniać koncern na tle szerokiej grupy porównawczej. W ostatnich tygodniach rynek zaczął to trochę zauważać i w oczekiwaniu na dobre wyniki 3Q notowania trochę nadrobiły stracony dystans. Z tego też względu obniżamy naszą rekomendację do akumuluj, zachowując cenę docelową bez zmian. Przypominamy, że ekspozycja MOL-a na rynkowe ceny gazu jest ograniczona z uwagi na obowiązującą regulację cen na kluczowych rynkach, aczkolwiek obecne ceny węglowodorów generują ryzyko rewizji przyszłorocznych szacunków EBITDA. W tym roku ubytek marży w segmencie wydobywczym jest kompensowany przez pozytywne zaskoczenia w rafinerii i detalu, ale w kolejnych latach te obszary również mogą być pod presją, co jednak uwzględniamy już w naszych prognozach. Przy takim konserwatywnym scenariuszu makro, MOL wygląda znacznie bardziej atrakcyjnie niż jego polscy konkurenci z zaszytymi dość optymistycznymi prognozami w konsensusie i znacznie wyższą waluacją EV/EBITDA (pole do de-ratingu). Ogłoszone ostatnio przejęcie aktywów w Azerbejdżanie oceniamy pozytywnie jeśli chodzi o cenę (~5,4 USD/2P boe plus dodatkowe ~2 USD/2P boe w planowanych nakładach inwestycyjnych). Bardzo mocny bilans MOL-a (0,77x DN/EBITDA) i fakt, że jest to projekt dojrzały, nie generuje naszym zdaniem dużego ryzyka dla FCF i polityki dywidendowej Grupy.

Cena bieżąca

3 042 HUF

potencjał zmiany

Cena docelowa

3 258 HUF

+7,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	3 258 HUF	2019-11-06	
poprzednia	kupuj	3 258 HUF	2019-10-07	
Podstawowe dane			MOL HB	vs. WIG
Ticker	MOL HB	Zmiana 1M	+7,6%	+1,3%
ISIN	HU0000153937	Zmiana YTD	+2,0%	-1,2%
Skor. I. akcji (mln)	750,3	Średni obrót 1M	1 914,8 mln HUF	
MC (mln HUF)	2 282 322,7	Średni obrót 6M	1 844,4 mln HUF	
EV (mln HUF)	3 016 865,3	EV/EBITDA 12M fwd	4,3	+0,5%
Free float	53,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,3	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mld HUF)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	4 130	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	7,4	7,6	11,0	9,7	8,4
P/BV	1,3	1,1	1,1	1,0	1,0
EV/EBITDA	4,5	3,8	4,5	4,3	3,9
DPS	78,13	127,50	142,44	150,17	157,67
DYield	2,6%	4,2%	4,7%	4,9%	5,2%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
CCS EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Marża petchem (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Brent (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mld HUF)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA LIFO skor.	673	728	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.	4,4	3,9	4,4	4,2	3,8
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
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 (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Wciąż rachityczne odbicie na europejskim rynku gazu skłania nas do rewizji naszego dotychczasowego optymistycznego scenariusza mocnego wzrostu cen w latach 2020-21. Obniżamy nasze prognozy benchmarku opartego o średnie notowania 1M FWD do 17,2 EUR/MWh dla roku 2020 (-10%) i 17,9 EUR/MWh dla roku 2021 (-21%) wobec 15,4 EUR/MWh zanotowanych w roku bieżącym. Przyjmujemy również nieco bardziej konserwatywne poziomy dla ropy Brent (-5 USD/Bbl do odpowiednio 65/70 USD/Bbl w latach 2020/21), co ostatecznie wpływa na obniżenie EBITDA segmentu wydobywczego w tych latach o 9%/20%. Słabsze od oczekiwań wyniki segmentu obrotu w 3Q, zmuszają nas również do obniżenia oczekiwań dla tego obszaru średnio o 0,28 mld PLN dla najbliższych 2 lat. W rezultacie korygujemy naszą cenę docelową do 5,64 PLN (-11%), ale przy aktualnym kursie utrzymujemy rekomendację kupuj. Uważamy, że rynkowe oczekiwania są już ustawione dość nisko (nasze prognozy mocno odstawały od konsensusu, a ten na przestrzeni 12M spadł na EBITDA'20 o 20%), a mnożnik EV/EBITDA na słabych wynikach tego roku (najgorszy poziom EBITDA od 6 lat) jest tylko nieznacznie wyższy od 5-letniej średniej (5,0x). Przyszły rok powinien tymczasem przynieść poprawę rezultatów dzięki wzrostowi wolumenów wydobycia, wyższym cenom (mimo obniżki wciąż zakładamy droższy gaz r/r) oraz stopniowej normalizacji marży w obrocie po „szalonych” latach 2018-19. Na horyzoncie najbliższych miesięcy pozostaje również ogłoszenie finalnego wyroku arbitrażu z Gazpromem, który oprócz neutralizacji ryzyka spreadu gaz-ropa może oznaczać rekompensatę za okres 2014-19 nawet rzędu 1,5 mld USD (20% MCap).

Rachunek wyników i dane operacyjne

(młn PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA skor.	7 261	7 511	5 777	7 198	8 013
EBITDA	6 579	7 115	5 551	7 114	7 932
wydobycie	3 865	5 019	3 528	3 984	4 439
obróć	-435	-848	-477	252	408
dystribucja	2 493	2 385	1 935	2 038	1 977
energetyka	843	788	811	1 094	1 368
pozostałe	-187	-229	-247	-253	-260
Saldo finansowe	12	107	-25	-38	-26
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	-4,6	-0,7	0,3

Model DCF

(młn PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Brent (USD/Bbl)	65,0	65,0	70,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0
Gaz EU (EUR/MWh)	15,4	17,2	17,9	19,2	19,2	19,2	19,2	19,2	19,2	19,2	19,2
USD/PLN	3,83	3,72	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60
Przychody	40 020	40 781	43 864	45 865	42 751	42 143	40 414	39 281	39 788	40 158	40 158
EBITDA	5 383	6 923	7 725	8 017	7 917	8 404	8 480	8 582	8 752	8 510	8 510
marża EBITDA	13,4%	17,0%	17,6%	17,5%	18,5%	19,9%	21,0%	21,8%	22,0%	21,2%	21,2%
EBIT	2 720	4 154	4 788	5 023	4 873	4 880	4 911	4 922	4 967	4 607	4 112
Podatek	771	1 175	1 433	1 477	1 385	1 253	1 310	1 343	1 399	1 263	1 263
CAPEX	-4 911	-4 433	-3 988	-4 680	-4 770	-4 300	-4 312	-4 342	-4 404	-4 398	-4 398
Kapitał obrotowy	505	-92	-374	-243	378	74	210	137	-61	-45	-45
FCF	207	1 224	1 930	1 618	2 139	2 924	3 068	3 034	2 887	2 804	2 804
PV FCF	199	1 084	1 570	1 208	1 466	1 840	1 772	1 609	1 405	1 253	
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%

Cena bieżąca Cena docelowa

5,07 PLN

potencjał zmiany

5,64 PLN

+11,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	5,64 PLN	2019-11-06	
poprzednia	kupuj	6,33 PLN	2019-09-05	
Podstawowe dane		PGN PW	vs. WIG	
Ticker	PGN PW	Zmiana 1M	+10,0%	+3,7%
ISIN	PLPGNIG00014	Zmiana YTD	-25,4%	-28,6%
Liczba akcji (mln)	5 778,3	Średni obrót 1M	19,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	29 296,1	Średni obrót 6M	27,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	30 561,4	EV/EBITDA 12M fwd	4,7	-6,3%
Free float	28,1%	EV/EBITDA 5Y avg	5,0	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(młn PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	35 857	41 234	40 020	40 781	43 864
EBITDA	6 579	7 115	5 551	7 114	7 932
marża EBITDA	18,3%	17,3%	13,9%	17,4%	18,1%
EBIT	3 910	4 395	2 720	4 154	4 788
Zysk netto	2 923	3 212	1 924	2 941	3 328
P/E	10,0	9,1	15,2	10,0	8,8
P/BV	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA	4,5	4,1	5,5	4,2	3,7
DPS	0,20	0,07	0,11	0,13	0,20
DYield	3,9%	1,4%	2,2%	2,6%	4,0%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
EBITDA		-10,1%	-11,3%	-15,1%	
Zysk netto		-19,7%	-15,3%	-20,5%	
Brent (USD/Bbl)		0,0%	-7,1%	-6,7%	
Gaz EU (EUR/MWh)		-1,3%	-10,3%	-21,6%	
USD/PLN		+2,1%	+3,5%	0,0%	

Bilans i CF

(młn PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	4 816	5 814	5 241	5 696	5 958
CFO/EBITDA	73%	82%	94%	80%	75%
Capex	3 162	4 534	4 911	4 433	3 988
Kapitał obrotowy	5 280	5 358	4 853	4 945	5 319
Kapitał własny	33 626	36 634	37 872	39 994	42 096
Dług netto	428	-223	1 267	901	224
Dług netto/EBITDA (x)	0,1	0,0	0,2	0,1	0,0

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(młn PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	32 814
Dług netto	1 493
Inne korekty	833
Wycena DCF na akcję (PLN)	5,56

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	6,23
DYield-porównawcza	17%	2,60
DCF	50%	5,56
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		5,64

PKN Orlen trzymaj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Ostatnie tygodnie upłynęły na oczekiwaniu bardzo dobrych wyników 3Q'19 i Spółka nie zawiodła rynku dostarczając nawet EBITDA LIFO nieznacznie powyżej rynkowego konsensusu. Nie można jednak zapominać, że ten okres był wyjątkowo sprzyjający dla profilu biznesowego PKN (jeszcze mocne marże petchem, wysokie cracki paliwowe, rekordowe marże detaliczne, rekordowy przerób) i trudno będzie takie dynamiki powtórzyć w 4Q (dodatkowym problemem będzie zawyżona baza odniesienia z uwagi na niski stan Renu w 4Q'18), szczególnie że Zarząd zapowiedział już niższą dyspozycyjność mocy przerobowych. W dłuższym terminie nadal dostrzegamy 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 konkretnych nie uwzględniamy tego w modelu, ale Spółka zapowiadała wydatki w 2020 roku na poziomie 8 mld PLN) czy kosztowne przejęcie Lotosu na szczycie cyklu (mocny wzrost zadłużenia i ryzyko bilansowego, którego dawno w PKN rynek nie dyskutował). 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. Wkrótce zaktualizujemy nasze prognozy na kolejne lata, ale na ten moment utrzymujemy neutralną rekomendację.

Cena bieżąca

109,05 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

92,82 PLN

-14,9%

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

Podstawowe dane			PKN PW	vs. WIG
Ticker	PKN PW	Zmiana 1M	+7,0%	+0,7%
ISIN	PLPKN0000018	Zmiana YTD	+4,2%	+1,0%
Liczba akcji (mln)	427,7	Średni obrót 1M	67,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	46 641,7	Średni obrót 6M	76,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	54 367,4	EV/EBITDA 12M fwd	5,2	-5,1%
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	7,0	8,5	10,4	12,2	12,4
P/BV	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1
EV/EBITDA	4,6	5,3	6,0	6,4	6,2
DPS	3,00	3,00	3,50	3,00	3,00
DYield	2,8%	2,8%	3,2%	2,8%	2,8%
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.	5,3	6,3	6,0	6,5	6,6
Efekt 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

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%

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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana 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 w październiku były stabilne i nie nadrobiły nic z dzielącego ich dystansu do europejskiej grupy porównawczej w ujęciu YTD (luka rzędu 25%). Informacja o zablokowaniu przez bułgarskie władze kolejny już raz transakcji sprzedaży tamtejszych aktywów raczej nie była obciążeniem, gdyż skala tej dezinvestycji nie jest znacząca. Wydaje się, że głównym powodem jest aktualna awersja inwestorów do aktywów węglowych, które stanowią w CEZ około 40% produkcji ogółem. Niemniej jednak średnia emisyjność Grupy (0,4 t/MWh) jest relatywnie niska, a Zarząd jasno zaadresował ostatnio kwestię dekarbonizacji floty poprzez zamykanie starszych nieefektywnych jednostek w perspektywie 2040 roku (w tym do 2025 roku nawet do 3 GW z obecnych 6,2 GW). Jeśli chodzi o widoczne w 1H'19 pozytywne momentum na wynikach to oczekujemy kontynuacji tych trendów w kolejnych okresach, aczkolwiek w 3Q wyniki będą zaburzone przez rezerwę na przegraną sprawę sądową z czeską spółką kolejową. W przyszłym roku średnia zrealizowana cena energii powinna się zwiększyć o 13 EUR/MWh (ostatnia korekta na cenach na EEX nie zmienia nic w tej kwestii), co przy planowanych dezinvestycjach i restrykcyjnej polityce capex zapewni przestrzeń do wypłaty dywidendy zgodnie ze skorygowaną polityką w tym zakresie. Rekomendacja akumuluj pozostaje bez zmian.

Cena bieżąca

526,00 CZK

potencjał zmiany

Cena docelowa

597,80 CZK

+13,7%

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

Podstawowe dane		CEZ CP	vs. WIG
Ticker	CEZ CP	Zmiana 1M	+2,0% -4,3%
ISIN	CZ0005112300	Zmiana YTD	+2,9% -0,2%
Liczba akcji (mln)	538,0	Średni obrót 1M	61,9 mln CZK
MC (mld CZK)	283,0	Średni obrót 6M	107,6 mln CZK
EV (mld CZK)	439,3	EV/EBITDA 12M fwd	7,0 -2,1%
Free float	30,2%	EV/EBITDA 5Y avg	7,1 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	15,1	27,4	15,7	13,6	13,7
P/BV	1,1	1,2	1,2	1,2	1,1
EV/EBITDA	7,8	8,8	7,5	6,9	6,8
DPS	33,00	32,71	24,00	30,17	34,73
DYield	6,3%	6,2%	4,6%	5,7%	6,6%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Energia (EUR/MWh)		0,0%	0,0%	0,0%	
EUR/CZK		0,0%	0,0%	0,0%	
CO2 (EUR/t)		0,0%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln CZK)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA skor.	52 196	50 164	58 629	62 640	63 454
EBITDA	55 155	49 664	58 629	62 640	63 454
wytwarzanie	24 050	19 906	28 151	30 865	31 039
wydobycie	4 056	3 754	3 931	3 928	3 897
dystribucja	19 067	19 771	19 899	20 390	20 886
obróć	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%

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 (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Enea jest wyceniana wyraźnie poniżej lokalnej grupy porównawczej na wskaźniku EV/EBITDA, co prawdopodobnie jest pochodną dużego udziału węglowego wytwarzania w EBITDA (łącznie z kopalnią to około 66%) i ultra niskiej waluacji Bogdanki (1,3x EV/EBITDA), która jest szokująca nawet jak na standardy sektora wydobywczego. Na pewno nie pomaga też udział w projekcie Ostrołęka, szczególnie że jest on nadal dość niejasno sformułowany (maksymalne zaangażowanie do 1 mld PLN, ale nie za bardzo wiadomo, kto poza Eneą i Energią miałby zapewnić finansowanie). Niemniej jednak warto pamiętać, że nawet przy zakładanym przez nas 50% udziale w nakładach na nowy blok w Ostrołęce, Enea jest w stanie generować dodatnie przepływy pieniężne (ponad 1,3 mld PLN w okresie 2020-22, tj. ponad 30% aktualnego MCap), a wciąż mocny bilans (2,0x DN/EBITDA na koniec czerwca 2019) pozostawia szerokie pole dla przywrócenia polityki dywidendowej. Od roku 2021 pojawiają się też przychody z rynku mocy na poziomie co najmniej 0,6 mld PLN. W tym kontekście Spółka pozostaje w naszej opinii atrakcyjnie wycenioną opcją na potencjalne zmiany w nastawieniu Skarbu Państwa do dywidend z sektora, czy też scenariusz porzucenia projektu Ostrołęka C lub faktycznego ograniczenia ekspozycji Spółki na tę inwestycję do 1 mld PLN. Stąd podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj, obniżając cenę docelową o 7% do 11,53 PLN z uwagi na implementację bardziej konserwatywnego scenariusza dla cen energii, węgla i WACC w dystrybucji.

Cena bieżąca

8,59 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

11,53 PLN

+34,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	11,53 PLN	2019-11-06	
poprzednia	kupuj	12,41 PLN	2019-06-25	
Podstawowe dane			ENA PW	vs. WIG
Ticker	ENA PW	Zmiana 1M	+3,2%	-3,1%
ISIN	PLENEA000013	Zmiana YTD	-13,2%	-16,4%
Liczba akcji (mln)	441,4	Średni obrót 1M	1,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 792,0	Średni obrót 6M	4,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	10 722,5	EV/EBITDA 12M fwd	3,5	-26,1%
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	16 541	18 326	17 589
EBITDA	2 684	2 348	3 298	3 274	3 706
marża EBITDA	23,5%	18,5%	19,9%	17,9%	21,1%
EBIT	1 488	1 037	1 763	1 741	2 160
Zysk netto	1 070	686	1 052	1 079	1 382
P/E	3,5	5,5	3,6	3,5	2,7
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2
EV/EBITDA	3,8	4,4	3,3	3,2	2,9
DPS	0,28	0,00	0,00	0,00	0,24
DYield	3,2%	0,0%	0,0%	0,0%	2,8%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			-0,3%	-4,4%	-2,3%
Zysk netto			-11,4%	-15,9%	-12,2%
Energia (PLN/MWh)			0,0%	-2,1%	-1,2%
Węgiel (PLN/t)			-3,0%	-3,8%	+1,1%
CO2 (EUR/t)			+2,9%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA skor.	2 649	2 413	3 298	3 274	3 706
EBITDA	2 684	2 348	3 298	3 274	3 706
wytwarzanie	735	869	1 404	1 317	1 663
wydobycie	709	470	772	679	789
dystrybucja	1 073	1 111	1 084	1 132	1 112
obrót	178	-76	40	143	146
pozostałe	-13	-12	-2	3	-5
Saldo finansowe	-21	-168	-296	-280	-279
Produkcja energii TWh	22,7	26,5	26,0	27,2	26,7
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	7,0	7,0
WRA w mld PLN	7,5	8,0	8,3	8,6	8,9
zwrot na WRA (EBIT)	7,7%	7,2%	6,4%	6,5%	6,0%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Energia (PLN/MWh)	239,3	267,0	251,9	250,9	231,2	231,2	231,2	231,2	231,2	231,2	231,2
Węgiel (PLN/t)	258,0	250,0	263,6	263,6	263,6	263,6	263,6	263,6	263,6	263,6	263,6
CO2 (EUR/t)	24,7	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0
Przychody	16 541	18 326	17 589	17 697	17 109	17 556	17 678	17 806	17 941	18 125	18 125
EBITDA	3 298	3 274	3 706	3 707	3 348	3 520	3 546	3 415	3 452	3 515	3 515
marża EBITDA	19,9%	17,9%	21,1%	20,9%	19,6%	20,1%	20,1%	19,2%	19,2%	19,4%	19,4%
EBIT	1 763	1 741	2 160	2 152	1 759	1 870	1 868	1 704	1 703	1 723	1 058
Podatek	335	331	410	409	334	355	355	324	323	327	201
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	-248	418	17	-3	14	-11	-3	-3	-3	-4	-4
FCF	210	488	266	449	624	813	821	676	667	679	852
PV FCF	203	440	224	351	454	552	518	398	365	345	
WACC	7,0%	7,2%	7,3%	7,4%	7,3%	7,4%	7,4%	7,4%	7,5%	7,5%	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	2 772	3 414	3 366
CFO/EBITDA	96%	104%	84%	104%	91%
Capex	2 058	1 979	2 505	2 873	3 046
Kapitał obrotowy	698	605	852	435	417
Kapitał własny	13 078	14 097	15 150	16 228	17 503
Dług netto	5 523	5 566	5 843	5 581	5 649
Dług netto/EBITDA (x)	2,1	2,4	1,8	1,7	1,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	3,7	2,9	2,3	3,4	3,8	3,0
Maksimum	29,7	27,3	23,4	11,2	11,1	10,6
Mediana	14,3	13,5	12,4	7,4	6,8	6,7
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	11 513
Dług netto	5 813
Inne korekty	-952
Wycena DCF na akcję (PLN)	10,75

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	37,04
DYield-porównawcza	0%	2,03
DCF	100%	10,75
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		11,53

Energa kupuj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Bardzo słabe zachowanie kursu Energi w tym roku, nie tylko w ujęciu bezwzględnym, ale również na tle konkurentów, można tłumaczyć kilkoma czynnikami: relatywnie wyższymi wskaźnikami EV/EBITDA, ograniczonymi perspektywami poprawy wyników w średnim terminie, toksycznym projektem Ostrołęka C czy spadającym modelowym WACC w dystrybucji. Trudno z tymi argumentami polemizować, gdyż są to fakty, aczkolwiek z drugiej strony nie można abstrahować od struktury aktywów, która uzasadnia premię do lokalnej grupy porównawczej. Przypominamy, że przez najbliższe 4 lata udział segmentu dystrybucji i OZE stanowi w EBITDA ponad 90%, a w przypadku planowanych nakładów inwestycyjnych ponad 60%, już przy uwzględnieniu konsolidacji 50% udziałów w projekcie Ostrołęka C. Jeśli chodzi o inwestycję w ten nowy blok węglowy, to w tej chwili generuje ona przede wszystkim problem wizerunkowy (kryteria ESG, brak wiarygodnych informacji o postępach, ryzyka harmonogramu), gdyż od strony finansowej ujemne NPV jest ograniczane przez 15-letni kontrakt mocy. Tymczasem skala dyskonta za ten projekt na poziomie EV (po uwzględnieniu WRA dystrybucji i 6x EBITDA dla OZE oraz 3 mld PLN dodatkowego długu na Ostrołękę) przekracza 3 mld PLN, czyli całość potencjalnego zaangażowania Energi w to przedsięwzięcie. Tak niska waluacja to naszym zdaniem bardzo tania opcja na ciągle realny scenariusz skasowania tej inwestycji lub jej przemodelowania. Utrzymujemy rekomendację kupuj, obniżając cenę docelową o 8% do 11,67 PLN z uwagi na bardziej konserwatywny scenariusz dla cen energii i WACC w dystrybucji.

Cena bieżąca

6,37 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

11,67 PLN

+83,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	11,67 PLN	2019-11-06	
poprzednia	kupuj	12,67 PLN	2019-06-25	
Podstawowe dane			ENG PW	vs. WIG
Ticker	ENG PW	Zmiana 1M	+4,1%	-2,2%
ISIN	PLENERG00022	Zmiana YTD	-28,5%	-31,7%
Liczba akcji (mln)	414,1	Średni obrót 1M	2,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 637,6	Średni obrót 6M	3,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	7 786,7	EV/EBITDA 12M fwd	3,8	-17,3%
Free float	48,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,5	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	10 534	10 337	11 721	12 560	12 292
EBITDA	2 160	1 877	2 228	2 132	2 147
marża EBITDA	20,5%	18,2%	19,0%	17,0%	17,5%
EBIT	1 210	1 176	894	1 019	1 055
Zysk netto	773	739	530	552	608
P/E	3,4	3,6	5,0	4,8	4,3
P/BV	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	3,1	3,8	3,5	4,1	4,3
DPS	0,19	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	3,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			+2,9%	-2,2%	-2,9%
Zysk netto			-27,8%	-15,6%	-7,8%
Energia (PLN/MWh)			0,0%	-2,1%	-1,2%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	-3,8%	+1,1%
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	2 228	2 132	2 147
EBITDA	2 160	1 877	2 228	2 132	2 147
wytwarzanie konw./CHP	229	137	94	66	151
OZE	169	191	225	257	238
dystrybucja	1 723	1 704	1 642	1 676	1 623
obrót	85	-85	324	191	194
pozostałe	-46	-70	-57	-58	-59
Saldo finansowe	-208	-223	-268	-335	-302
Produkcja energii TWh	4,3	3,9	3,7	3,7	3,7
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	10,0	10,0	10,0
WRA w mld PLN	11,7	12,2	12,7	13,1	13,5
zwrot na WRA (EBIT)	8,2%	7,7%	6,4%	6,2%	5,7%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Energia (PLN/MWh)	239,3	267,0	251,9	250,9	231,2	231,2	231,2	231,2	231,2	231,2	231,2
Węgiel (PLN/t)	258,0	250,0	263,6	263,6	263,6	263,6	263,6	263,6	263,6	263,6	263,6
CO2 (EUR/t)	24,7	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0
Przychody	11 721	12 560	12 292	12 452	12 185	12 340	12 421	12 505	12 590	12 672	12 672
EBITDA	2 228	2 132	2 147	2 182	2 328	2 560	2 597	2 601	2 641	2 677	2 677
marża EBITDA	19,0%	17,0%	17,5%	17,5%	19,1%	20,7%	20,9%	20,8%	21,0%	21,1%	21,1%
EBIT	894	1 019	1 055	1 069	1 212	1 395	1 418	1 403	1 420	1 474	1 166
Podatek	170	194	200	203	230	265	269	267	270	280	221
CAPEX	-2 009	-2 365	-2 346	-2 159	-1 712	-1 531	-1 527	-1 521	-1 511	-1 475	-1 511
Kapitał obrotowy	-201	-122	39	-23	39	-23	-12	-12	-12	-12	-12
FCF	-151	-549	-360	-204	425	741	789	802	848	910	932
PV FCF	-146	-494	-303	-160	311	506	502	474	466	464	
WACC	7,3%	7,2%	7,1%	7,1%	7,1%	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	1 909	1 880	2 043
CFO/EBITDA	101%	99%	86%	88%	95%
Capex	1 280	1 638	2 009	2 365	2 346
Kapitał obrotowy	1 403	1 499	1 700	1 821	1 783
Kapitał własny	9 409	10 295	10 788	11 303	11 874
Dług netto	4 064	4 441	5 111	5 969	6 610
Dług netto/EBITDA (x)	1,9	2,4	2,3	2,8	3,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	3,5	2,9	2,3	3,2	3,2	2,9
Maksimum	29,7	27,3	23,4	11,2	11,1	10,6
Mediana	14,3	13,5	12,4	7,4	6,8	6,7
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	9 296
Dług netto	4 706
Inne korekty	-61
Wycena DCF na akcję (PLN)	10,94

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	20,10
DYield-porównawcza	0%	0,00
DCF	100%	10,94
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		11,67

PGE kupuj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Kurs PGE nadal nie może się podnieść po mocnej przecenie z pierwszego półrocza, mimo że główne czynniki obciążające notowania albo zostały zneutralizowane (rekompensaty za zamrożenie cen energii pokryły straty w obrocie) albo okazały się znacznie mniej groźne (wyhamowanie wzrostów na CO₂, CDS-y wciąż na wysokich poziomach). Tymczasem Spółka powinna w drugim półroczu odzyskać pozytywne momentum wyników, co uwiarygodnia już raport za 3Q (EBITDA +16% r/r). Głównymi źródłami tej zmiany będą: kontrybucja Opola II, rozpoznanie wsparcia dla kogeneracji, efekt zawyżonej bazy kosztów CO₂ w 2H'18 oraz odwrócenie księgowych strat na wycenie instrumentów finansowych z 1H'19 i poprawa marż na detalu po zamieszczeniu w pierwszym półroczu. Uważamy też, że rynek przecenia negatywny wpływ widocznej od początku roku regulacyjnej redukcji bloków na węgiel brunatny, która w dużym stopniu jest kompensowana mechanizmem bilansowania po kosztach wytworzenia. Przypomni to o wzrostowej perspektywie zysków w kolejnych latach (wzrost wolumenów i rynek mocy zapewnią wzrost skor. EBITDA o 2 mld PLN). Dodatkowo po 4 latach intensywnych inwestycji (wzrost długu netto o 10 mld PLN), przy nadal mocnym bilansie, koncern wchodzi teraz w okres wysokich dodatnich FCF, nawet uwzględniając ogłoszone już nowe duże projekty OZE. Średnioroczny CAPEX w okresie 2020-23 sięgnie 6,2 mld PLN vs 7,3 mld PLN w latach 2015-19. Mocno na korzyść zmieni się także struktura capex Grupy (w latach 2020-26 OZE, gaz i dystrybucja będą stanowić 60% nakładów vs 30% w 2015-19). Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj.

Cena bieżąca

8,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

12,20 PLN

+43,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	12,20 PLN	2019-10-24

Podstawowe dane			PGE PW	vs. WIG
Ticker	PGE PW	Zmiana 1M	+9,1%	+2,8%
ISIN	PLPGER000010	Zmiana YTD	-15,0%	-18,2%
Liczba akcji (mln)	1 869,8	Średni obrót 1M	12,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	15 889,4	Średni obrót 6M	14,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	27 546,2	EV/EBITDA 12M fwd	3,7	-18,6%
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	38 245	43 174	42 403
EBITDA	7 650	6 364	8 083	7 455	9 216
marża EBITDA	33,1%	24,5%	21,1%	17,3%	21,7%
EBIT	3 552	2 471	4 036	3 165	4 747
Zysk netto	2 600	1 473	2 792	2 174	3 439
P/E	6,1	10,8	5,7	7,3	4,6
P/BV	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	3,2	4,1	3,4	3,8	2,9
DPS	0,00	0,00	0,00	0,37	0,29
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	4,4%	3,4%
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%
CO ₂ (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA skor.	6 481	6 701	6 972	7 438	9 024
EBITDA	7 650	6 364	8 083	7 438	9 024
wytwarzanie	4 099	2 938	4 694	3 820	5 357
OZE	364	463	546	626	709
dystrybucja	2 333	2 463	2 406	2 400	2 365
obróć	811	263	673	598	599
pozostałe	43	237	-236	-6	-6
Saldo finansowe	-330	-304	-397	-383	-405
Produkcja energii TWh	56,8	65,9	60,8	73,1	74,8
w tym OZE	2,4	2,0	2,2	2,4	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	16,4	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%	7,3%	6,9%	6,4%

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	7 934	5 102	7 670	6 272	8 380
CFO/EBITDA	104%	80%	95%	84%	93%
Capex	6 071	6 393	7 396	6 178	5 906
Kapitał obrotowy	3 762	5 290	4 972	5 613	5 468
Kapitał własny	45 128	46 727	49 473	50 890	53 585
Dług netto	7 487	9 421	10 468	11 502	10 019
Dług netto/EBITDA (x)	1,0	1,5	1,3	1,5	1,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	2,7	2,6	2,2	3,2	3,0	2,7
Maksimum	27,2	27,3	23,4	11,2	11,1	10,6
Mediana	14,3	13,5	12,4	7,4	6,8	6,7
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Energia (PLN/MWh)	239,3	267,0	249,0	248,0	232,3	232,3	232,3	232,3	232,3	232,3	232,3
Węgiel (PLN/t)	258,0	250,0	254,6	254,6	254,6	254,6	254,6	254,6	254,6	254,6	254,6
CO ₂ (EUR/t)	24,7	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0
Przychody	38 245	43 174	42 060	42 487	41 054	42 556	43 012	43 639	43 860	44 309	44 309
EBITDA	8 083	7 438	9 024	8 778	7 721	8 187	8 410	8 760	8 877	9 026	9 026
marża EBITDA	21,1%	17,2%	21,5%	20,7%	18,8%	19,2%	19,6%	20,1%	20,2%	20,4%	20,4%
EBIT	4 036	3 148	4 555	4 206	3 098	3 212	2 942	2 892	2 669	2 551	3 953
Podatek	767	598	865	799	589	610	559	550	507	485	751
CAPEX	-7 396	-6 178	-5 906	-6 086	-6 675	-7 207	-7 107	-7 059	-5 073	-4 652	-5 073
Kapitał obrotowy	318	-641	145	-55	186	-195	-59	-82	-29	-58	-58
FCF	239	20	2 397	1 837	644	174	685	1 070	3 268	3 831	3 143
PV FCF	234	19	2 017	1 429	463	116	423	613	1 734	1 878	
WACC	8,0%	7,9%	8,1%	8,2%	8,1%	8,0%	7,9%	7,8%	8,0%	8,2%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	32 765
Dług netto	10 299
Inne korekty	-1 074
Wycena DCF na akcję (PLN)	11,44

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	21,83
DYield-porównawcza	0%	5,50
DCF	100%	11,44
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		12,20

Tauron kupuj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.klischcz@mbank.pl

W tym roku Tauron zrealizuje naszą roczną prognozę EBITDA i to pomimo zaskakująco wysokich strat w segmencie wydobywczym (9M EBITDA na -262 mln PLN). Będzie to możliwe głównie dzięki lepszym результатам w obrocie (normalizacja sytuacji po nerwowym półroczu w związku z niepewnością dotyczącą mechanizmu rekompensat za zamrożenie cen). Zwracamy też uwagę na lepszy r/r wynik na pozostałej działalności (157 mln PLN vs 135 mln PLN rok wcześniej), która obejmuje usługi korporacyjne dla głównych segmentów Grupy. W efekcie mimo aplikacji bardziej konserwatywnych założeń dla cen energii i WACC w dystrybucji, nasza prognoza EBITDA na najbliższe lata uległa tylko kosmetycznym zmianom. Rewizja szacunków na poziomie zysku netto to pochodna raportowanych już odpisów księgowych i nieco wyższej amortyzacji. Zwracamy uwagę, że po kilku latach stabilnych wyników, Tauron wchodzi w okres wzrostu rentowności (nowy blok w Jaworznie, rynek mocy, restrukturyzacja w kopalniach) i spadku capex (średniorocznie 2,86 mld PLN w latach 2020-24 vs 3,77 mld PLN w okresie 2015-19), co oznacza bardzo solidne przepływy pieniężne i delewarowanie bilansu. Naszym zdaniem rynek też przeszacowuje poziom długu netto Grupy, szczególnie że na koniec tego roku DN/EBITDA nie przekroczy 3,3x mimo zaksięgowania kosztów nabycia farmy wiatrowej. W najbliższych miesiącach potencjalnym katalizatorem może być ewentualna „sprzedaż” kopalni Janina. Nie można też pominąć zasygnalizowanego przez Zarząd zwrotu w kierunku OZE wraz ze ścieżką dekarbonizacji floty wytwórczej. Podtrzymujemy rekomendację kupuj, korygując cenę docelową do 2,45 PLN.

Cena bieżąca

1,73 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

2,45 PLN

+41,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	2,45 PLN	2019-11-06
poprzednia	kupuj	2,52 PLN	2019-06-25
Podstawowe dane			
	TPE PW	Zmiana 1M	+8,1% +1,8%
ISIN	PLTAURN00011	Zmiana YTD	-20,8% -24,0%
Liczba akcji (mln)	1 752,5	Średni obrót 1M	5,2 mln PLN
MC (mln PLN)	3 038,9	Średni obrót 6M	7,9 mln PLN
EV (mln PLN)	15 059,7	EV/EBITDA 12M fwd	4,3 -8,6%
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	20 344	22 719	22 516
EBITDA	3 618	3 375	3 614	3 905	4 257
marża EBITDA	20,8%	18,6%	17,8%	17,2%	18,9%
EBIT	1 879	791	1 455	1 738	2 081
Zysk netto	1 381	205	905	1 090	1 361
P/E	2,2	14,8	3,4	2,8	2,2
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
EV/EBITDA	3,3	3,9	4,2	3,8	3,3
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz				2019P	2020P
EBITDA				+1,4%	-1,6%
Zysk netto				-18,3%	-7,3%
Energia (PLN/MWh)				0,0%	-2,1%
Węgiel (PLN/t)				-3,0%	-3,8%
CO2 (EUR/t)				+2,9%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
EBITDA skor.	3 581	3 359	3 324	3 905	4 257
EBITDA	3 618	3 375	3 614	3 905	4 257
wytwarzanie	537	731	755	1 015	1 309
wydobycie	-83	-207	-380	-201	-72
dystrybucja	2 283	2 517	2 531	2 565	2 518
obróć	841	321	632	476	448
pozostałe	40	13	76	50	54
Saldo finansowe	-122	-286	-270	-392	-401
Produkcja energii TWh	18,4	16,2	13,9	18,2	19,1
w tym OZE	1,3	1,0	1,3	1,7	1,7
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	14,0	13,0
WRA w mld PLN	16,3	16,9	17,9	18,4	18,9
zwrot na WRA (EBIT)	7,4%	8,4%	7,7%	7,2%	6,6%

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	3 559	2 057	3 234	3 542	3 947
CFO/EBITDA	98%	61%	89%	91%	93%
Capex	3 562	3 576	4 085	3 074	2 690
Kapitał obrotowy	489	817	917	1 024	1 015
Kapitał własny	18 036	18 296	19 201	20 291	21 652
Dług netto	8 944	10 140	11 890	11 814	10 958
Dług netto/EBITDA (x)	2,5	3,0	3,3	3,0	2,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	3,5	3,5	2,7	3,2	3,2	2,9
Maksimum	29,7	27,3	23,4	11,2	11,1	10,6
Mediana	14,3	13,5	12,4	7,4	6,8	6,7
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Energia (PLN/MWh)	239,3	267,0	251,9	250,9	231,2	231,2	231,2	231,2	231,2	231,2	231,2
Węgiel (PLN/t)	258,0	250,0	263,6	263,6	263,6	263,6	263,6	263,6	263,6	263,6	263,6
CO2 (EUR/t)	24,7	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0
Przychody	20 344	22 719	22 516	22 839	22 282	22 613	22 907	23 209	23 520	23 839	23 839
EBITDA	3 614	3 905	4 257	4 469	4 313	4 492	4 600	4 570	4 698	4 834	4 834
marża EBITDA	17,8%	17,2%	18,9%	19,6%	19,4%	19,9%	20,1%	19,7%	20,0%	20,3%	20,3%
EBIT	1 455	1 738	2 081	2 234	2 088	2 209	2 246	2 131	2 164	2 202	1 616
Podatek	276	330	395	424	397	420	427	405	411	418	307
CAPEX	-4 085	-3 074	-2 690	-2 755	-2 856	-2 944	-3 034	-3 126	-3 218	-3 310	-3 218
Kapitał obrotowy	-100	-107	9	-15	25	-15	-13	-14	-14	-14	-14
FCF	-848	393	1 181	1 274	1 085	1 113	1 126	1 026	1 055	1 091	1 295
PV FCF	-836	366	1 031	1 042	828	791	743	627	596	569	
WACC	5,9%	6,0%	6,4%	6,8%	7,1%	7,4%	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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	16 209
Dług netto	10 767
Inne korekty	-1 423
Wycena DCF na akcję (PLN)	2,29

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	8,01
DYield-porównawcza	0%	0,00
DCF	100%	2,29
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		2,45

Telekomunikacja, media, IT

Netia

trzymaj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Netia zraportowała za 3Q'19 zgodnie z naszymi oczekiwaniami. 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), a na rynku stacjonarnego dostępu do Internetu pojawiła się wzmożona konkurencja (głównie przez UPC). 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

4,51 PLN

potencjał zmiany

4,70 PLN

+4,2%

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

Podstawowe dane			NET PW	vs. WIG
Ticker	NET PW	Zmiana 1M	+3,7%	-2,6%
ISIN	PLNETIA00014	Zmiana YTD	-9,8%	-13,0%
Liczba akcji (mln)	337,0	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 520,1	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 797,6	EV/EBITDA 12M fwd	4,7	-6,8%
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	42,8	23,4	30,3	25,1	21,4
P/BV	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA	4,7	4,8	5,2	5,2	5,1
DPS	0,20	0,00	0,00	0,00	0,40
DYield	4,4%	0,0%	0,0%	0,0%	8,9%
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
Klienci linie głosowe (tys.)	1 014	938	880	844	825
ARPU głos wł. infras. (PLN)	26,5	25,2	24,7	24,5	24,7
ARPU głos WLR + LLU (PLN)	39,0	38,5	38,1	38,1	38,1
Klienci broadband (tys.)	640	605	592	615	642
ARPU broadband (PLN)	56,2	55,0	55,8	57,0	58,1
Przychody	1 442	1 373	1 348	1 348	1 372
bezpośrednie usługi głos.	405	351	317	295	284
transmisja danych	616	581	573	586	614
rozł. międzyop. i hurt.	234	237	244	249	253
inne	188	205	213	217	222
Koszty sprzedaży	275	268	270	274	278
Koszty ogół. zarządu	148	128	129	130	133
EBIT	72	791	74	90	106
marża	5,0%	6,2%	5,5%	6,7%	7,7%
Zysk netto	35,5	204,9	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%	26,8%	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

Pomimo wzrostu notowań Orange Polska o ponad 20% w ciągu ostatniego miesiąca, podtrzymujemy nasze niekonsensusowe pozytywne podejście do spółki. Orange zaraportowało dobre wyniki za 3Q'19. Odczyty finansowe nie były w żaden sposób zaskakujące, natomiast zestaw KPIs prezentował się nieźle. Spółka, pomimo konkurencji ze strony UPC i Netii, przyłączyła netto 39 tys. klientów do sieci FTTH, co stanowi drugi najlepszy wynik w historii. Ponadto, spółka wykazała poprawę trendów w swoich cenach, a sam wynik EBITDAaL, po wyłączeniu wpływu akwizycji spółki BlueSoft i zysków ze sprzedaży nieruchomości był 6% wyższy r/r. W dodatku, Zarząd spółki wykazał optymizm co do nadchodzących kwartałów na konferencji wynikowej, wskazując że klienci Orange dobrze odebrali podwyżkę cen usług mobilnych z 2Q'19. Co więcej, Zarząd samowolnie odniósł się do kwestii dywidendy, co jest dla nas pozytywnym zaskoczeniem. Prezes wskazał także, że według jego najlepszej wiedzy pasmo C-band będzie podzielone w miarę równo pomiędzy operatorów. Co prawda poszczególne bloki nie są identyczne, jednak przy dość małych różnicach należy zakładać, że operatorzy nie będą agresywnie walczyć o bloki.

Cena bieżąca

6,54 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

7,50 PLN

+14,7%

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

Podstawowe dane		OPL PW	vs. WIG
Ticker	OPL PW	Zmiana 1M	+20,9% +14,6%
ISIN	PLTLKPL00017	Zmiana YTD	+36,5% +33,4%
Liczba akcji (mln)	1 312,0	Średni obrót 1M	6,5 mln PLN
MC (mln PLN)	8 580,5	Średni obrót 6M	12,0 mln PLN
EV (mln PLN)	16 063,6	EV/EBITDA 12M fwd	5,1 +11,3%
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	-	858,0	42,3	26,5	18,9
P/BV	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA	5,4	5,4	5,0	4,8	4,5
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,8%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
Przychody		0,0%	0,0%	0,0%	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
EBIT		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
CAPEX		0,0%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

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

Od wydania naszego wrześniowego raportu analitycznego notowania Play wzrosły o >11%. Podtrzymujemy pozytywne podejście do spółki. Głównym argumentem kurs w krótkim terminie są prognozy dobrych wyników za 3Q'19. Liczymy, że skorygowany wynik EBITDA wzrośnie o >13% r/r. Wskazujemy także atrakcyjne wskaźniki spółki: DivYield'20 wynosi 4,7% (vs. 0,0% OPL PW i 3,3% CPS PW), a FCFE Yield'19 = 10,5%. Dodatkowo Ministerstwo Cyfryzacji szacuje obecnie, że aukcja spektrum 3,6-3,8 GHz przyniesie ok. 1,0 mld PLN, co należy interpretować pozytywnie, a dodatkowo pasmo 700 MHz ma być hurtowo dystrybuowane przez jednego, narodowego operatora – co wyklucza ryzyko drogiej aukcji, jak w przypadku Włoch. Stąd, uznajemy akcje Play za niedowartościowane. Biorąc pod uwagę wskaźniki wyceny, tempo wzrostu wyników oraz wielkość dywidendy, waluacja giełdowa Play wygląda atrakcyjniej niż w przypadku Cyfrowego Polsatu.

Cena bieżąca

30,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

33,10 PLN

+10,3%

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

Podstawowe dane		PLY PW	vs. WIG
Ticker	PLY PW	Zmiana 1M	+7,8% +1,5%
ISIN	LU1642887738	Zmiana YTD	+55,0% +51,9%
Liczba akcji (mln)	253,7	Średni obrót 1M	14,0 mln PLN
MC (mln PLN)	7 611,0	Średni obrót 6M	19,5 mln PLN
EV (mln PLN)	14 316,6	EV/EBITDA 12M fwd	5,9 +0,8%
Free float	49,4%	EV/EBITDA 5Y avg	5,9 premia

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	19,6	10,2	9,2	8,5	8,5
P/BV	-	-	1,2	1,0	1,0
EV/EBITDA	7,5	6,6	6,0	6,0	5,6
DPS	0,00	2,57	1,45	1,42	1,42
DYield	0,0%	8,6%	4,8%	4,7%	4,7%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
Przychody		0,0%	0,0%	0,0%	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
EBIT		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
CAPEX		0,0%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

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

Sentyment do spółki ochłodziły słabe wyniki za 2Q'19. Uważamy jednak, że obecny pesymizm rynku jest przesadzony, a obecny poziom kursu tworzy okazję inwestycyjną. Po pierwsze, spodziewamy się istotnej poprawy trendów wynikowych w 3Q'19. Zakładamy, że EBITDA bez MSSF16 wzrośnie o 41,8% (po -23,2% r/r w 2Q'19). Po drugie głównym elementem pozytywnym w publikacji za 3Q'19 powinny być dobre wyniki grupy Helios. Spodziewamy się, że sieć kin Agory osiąga duże lepsze wyniki niż konkurencji dzięki elastycznej polityce cenowej i bogatej ofercie okołorepertuarowej. Zakładamy też znaczną poprawę wyników Agory w 2020 r. EBITDA powinna być wyższa r/r o 19,1% (+12,6% po oczyszczeniu o zdarzenia jednorazowe). Tym samym spółka jest notowana na EV/EBITDA'19=6,8x, tj. z ponad 30% dyskontem do grupy porównawczej. Wzrost wyników w połączeniu z atrakcyjnym DivYield'20 (na poziomie 4,9%) powinien zachęcać rynek do inwestycji w walory spółki w krótkim terminie.

Cena bieżąca

10,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

17,00 PLN

+66,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	17,00 PLN	2019-10-30

Podstawowe dane		AGO PW	vs. WIG
Ticker	AGO PW	Zmiana 1M	+9,9% +3,6%
ISIN	PLAGORA00067	Zmiana YTD	+7,4% +4,2%
Liczba akcji (mln)	46,6	Średni obrót 1M	0,2 mln PLN
MC (mln PLN)	475,1	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN
EV (mln PLN)	1 135,0	EV/EBITDA 12M fwd	4,8 -11,8%
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	1 224	1 268	1 329
EBITDA	30	84	168	181	194
marża EBITDA	2,6%	7,4%	13,7%	14,3%	14,6%
EBIT	-73	0	12	29	41
Zysk netto	-84	5	10	18	28
P/E	-	103,9	48,6	26,0	17,2
P/BV	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	16,6	5,6	6,8	6,4	6,1
DPS	0,00	0,50	0,50	0,50	0,50
DYield	0,0%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
Przychody		0,0%	0,0%	0,0%	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
EBIT		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
CAPEX		0,0%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
rozpowsz. GW (tys.)	124	106	98	94	93
sprzed. bilety do kin (mln)	12,2	12,4	13,8	14,7	15,3
ATP (PLN)	18,4	19,1	18,7	18,8	19,1
RPH (PLN)	6,8	7,3	8,1	8,2	8,3
Przychody	1 165	1 141	1 224	1 268	1 329
prasa	236	214	203	203	206
film i książka	416	419	501	513	538
reklama zewnętrzna	163	172	180	191	201
internet	169	178	203	223	241
radio	114	116	112	115	119
druk	102	72	55	54	54
wyłączenia	-34	-29	-30	-30	-31
EBITDA	30	84	97	116	130
marża	2,6%	7,4%	8,0%	9,2%	9,8%
Zysk netto	-83,5	4,6	9,8	18,3	27,7

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	77	128	90	97	111
CFO/EBITDA	258%	152%	92%	83%	85%
Capex	-70	-144	-115	-95	-99
Aktywa ogółem	1 406	1 952	1 976	2 006	2 052
Kapitał własny	996	975	961	957	961
Dług netto	4	114	162	184	195
Dług netto/EBITDA (x)	0,1	1,3	1,7	1,6	1,5

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	16,5	15,3	13,9	9,9	9,5	8,9
waga	0%	0%	0%	33%	33%	33%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Przychody	1 224	1 268	1 329	1 389	1 448	1 495	1 538	1 573	1 606	1 640	1 673
EBITDA	97	116	130	143	149	151	154	156	157	158	161
marża EBITDA	8,0%	9,2%	9,8%	10,3%	10,3%	10,1%	10,0%	9,9%	9,8%	9,6%	9,8%
Amortyzacja	86	87	89	90	92	94	96	99	103	109	111
EBIT	12	29	41	53	56	57	58	57	54	49	50
Podatek	2	5	8	10	11	11	11	11	10	9	10
NOPLAT	10	23	33	43	46	47	47	46	43	40	41
CAPEX	-115	-95	-99	-97	-94	-94	-92	-85	-87	-89	-90
Kapitał obrotowy	-4	-7	-5	-3	-3	-3	-3	-2	-2	-3	-3
FCF	-23	8	19	34	41	44	49	58	57	57	58
PV FCF	-23	7	16	27	30	30	30	33	31	28	
WACC	7,8%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,8%	7,8%	8,0%	8,1%	8,2%	8,2%
Dług netto / EV	15,1%	16,7%	17,6%	17,3%	16,5%	15,4%	13,9%	11,6%	9,1%	6,5%	6,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	676
Dług netto	137
Inne korekty	151
Wycena DCF na akcję (PLN)	13,91

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	18,05
DCF	50%	13,91
Cena wynikowa		15,98
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		17,00

Cyfrowy Polsat redukuje (bez zmian)

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

Podtrzymujemy negatywne podejście do spółki. Cyfrowy Polsat zaraportował wyniki za 2Q'19 zgodne z naszymi oczekiwaniami 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. Podobnej sytuacji spodziewamy się w 3Q'19. Szacujemy, że przez relatywnie słaby kwartał w reklamie TV (częściowo efekt bazy) oraz wzrost kosztów dystrybucji i marketingu oraz kontentu, wynik EBITDA bez MSSF16 i bez Netii wyniesie 800 mln PLN, tj. ok. -3,1% r/r. W Play spodziewamy się, że EBITDA skorygowana będzie wyższa r/r o >13% r/r. Także Orange Polska, które już zaraportowało wyniki, wykazało 6% wzrosty na linii EBITDAaL, z pominięciem wpływu konsolidacji spółki BlueSoft i zysków ze sprzedaży nieruchomości. Patrząc na wskaźniki finansowe Cyfrowego Polsatu (zwłaszcza na DYield'19 równy 3,3%), walory spółki są relatywnie drogie.

Cena bieżąca	28,54 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	24,15 PLN	-15,4%

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

Podstawowe dane			CPS PW	vs. WIG
Ticker	CPS PW	Zmiana 1M	+4,4%	-1,9%
ISIN	PLCFRPT00013	Zmiana YTD	+29,1%	+25,9%
Liczba akcji (mln)	639,5	Średni obrót 1M		9,1 mln PLN
MC (mln PLN)	18 252,6	Średni obrót 6M		13,5 mln PLN
EV (mln PLN)	29 883,6	EV/EBITDA 12M fwd	6,9	+1,1%
Free float	33,5%	EV/EBITDA 5Y avg	6,9	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	9 829	10 686	11 394	11 548	11 759
EBITDA	3 617	3 698	4 179	4 255	4 356
marża EBITDA	36,8%	34,6%	36,7%	36,9%	37,0%
EBIT	1 834	1 727	1 966	2 127	2 317
Zysk netto	981	834	1 224	1 431	1 595
P/E	18,6	21,9	14,9	12,8	11,4
P/BV	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1
EV/EBITDA	8,0	7,8	7,2	6,9	6,5
DPS	0,32	0,00	0,93	0,93	0,93
DYield	1,1%	0,0%	3,3%	3,3%	3,3%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

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

Dzięki dobrej koniunkturze na rynku reklamy internetowej oraz istotnemu wzrostowi segmentu e-commerce, przychody bez barteru w 3Q'18 w Wirtualnej Polsce powinny wykazać dynamikę r/r na poziomie +18% (vs. proforma). Wynik skorygowana EBITDA online szacujemy na 53,7 mln PLN, co oznacza +14% r/r (vs. proforma). Wyniki za 3Q'19 powinny więc wspierać notowania spółki. Niemniej jednak wycena na EV/EBITDA, tj. 10,8x na 2019 nie pozostawia naszym zdaniem dużego potencjału wzrostowego dla walorów Wirtualnej. Podtrzymujemy neutralne podejście do spółki. W ostatnich dniach Wirtualna Polska przejęła 100% Autocentrum.pl za łączną kwotę 9,4 mln PLN. Spodziewamy się, że spółka będzie dalej realizować strategię akwizycyjną w najbliższych kwartałach.

Cena bieżąca

65,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

61,50 PLN

-5,7%

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

Podstawowe dane			WPL PW	vs. WIG
Ticker	WPL PW	Zmiana 1M	-3,0%	-9,3%
ISIN	PLWRTPL00027	Zmiana YTD	+25,9%	+22,7%
Liczba akcji (mln)	29,8	Średni obrót 1M		0,5 mln PLN
MC (mln PLN)	1 941,4	Średni obrót 6M		0,8 mln PLN
EV (mln PLN)	2 120,5	EV/EBITDA 12M fwd	10,9	+6,2%
Free float	53,0%	EV/EBITDA 5Y avg	10,3	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	42,9	25,5	20,5	17,4	15,9
P/BV	4,6	4,2	3,7	3,3	3,0
EV/EBITDA	16,4	13,9	10,8	9,6	8,7
DPS	1,10	0,96	1,00	1,66	1,95
DYield	1,7%	1,5%	1,5%	2,5%	3,0%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

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

Model DCF

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

Bilans i CF

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

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	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%

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 były nieco słabsze od szerokiego rynku w ciągu ostatniego miesiąca. Nasza obecna wycena nie implikuje dalszego potencjału spadkowego, podtrzymujemy neutralne podejście do spółki i sądzimy w dalszym ciągu, że Comarch jest ciekawszym wyborem wśród przedstawicieli polskiego IT. Wyniki spółki za 2Q'19 były zgodne z oczekiwaniami rynku, jednak widoczne są istotne spadki wyników w jednostce dominującej oraz w pozostałych spółkach 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). Stąd w 3Q'19 oczekujemy spadku zysku EBIT jednostki dominującej o 34% r/r. Kluczowym argumentem wspierającym Asseco Poland jest wysoki poziom dywidendy. Jednak dzień dywidendy za 2018 r. jest już za nami. ACP jest wyceniane obecnie na P/E'19 na poziomie 14,2x.

Cena bieżąca

53,15 PLN

potencjał zmiany
Cena docelowa

50,80 PLN

-4,4%

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

Podstawowe dane			ACP PW	vs. WIG
Ticker	ACP PW	Zmiana 1M	+4,9%	-1,4%
ISIN	PLSOFTB000016	Zmiana YTD	+23,5%	+20,3%
Liczba akcji (mln)	83,0	Średni obrót 1M	4,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 411,5	Średni obrót 6M	3,6 mln PLN	
		P/E 12M fwd	13,2	+4,0%
Free float	68,0%	P/E 5Y avg	12,7	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	7 829	9 329	9 929	10 288	10 581
EBITDA	922	1 256	1 506	1 546	1 576
marża EBITDA	11,8%	13,5%	15,2%	15,0%	14,9%
EBIT	585	797	847	881	909
Zysk netto	467	333	310	318	322
P/E	9,5	13,2	14,2	13,9	13,7
P/BV	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
P/S	0,56	0,47	0,44	0,43	0,42
DPS	3,01	3,01	3,07	2,29	2,27
DYield	5,7%	5,7%	5,8%	4,3%	4,3%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk 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. Oczekujemy, że w 3Q'19 spółka wykaże bardzo duży wzrost zysków. Będzie on jednak spowodowany rozwiązaniem rezerwy na karę od ZUS w związku z kontaktem na utrzymanie systemu KSI. Szacujemy, że EBITDA bez wpływu MSSF16 oraz wspomnianego rozwiązania rezerwy wyniesie ok. 39,4 mln PLN, co oznacza 3% dynamikę wzrostu. Przypominamy, że Comarch walczył o nadrobienie luki w wynikach po kontrakcie dla Ministerstwa Sprawiedliwości.

Cena bieżąca

178,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

231,00 PLN

+29,4%

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

Podstawowe dane			CMR PW	vs. WIG
Ticker	CMR PW	Zmiana 1M	+2,3%	-4,0%
ISIN	PLCOMAR00012	Zmiana YTD	+18,6%	+15,4%
Liczba akcji (mln)	8,1	Średni obrót 1M		0,2 mln PLN
MC (mln PLN)	1 451,8	Średni obrót 6M		0,5 mln PLN
EV (mln PLN)	1 469,4	EV/EBITDA 12M fwd	6,1	-18,8%
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	33,7	28,1	15,4	14,0	13,2
P/BV	1,6	1,7	1,5	1,4	1,3
EV/EBITDA	14,9	8,6	6,5	5,8	5,5
DPS	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
DYield	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

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

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 zaksięgowiała 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 4Q'19 miała miejsce premiera gry Frostpunk na konsole, jednak spółka widzi znacznie niższy potencjał sprzedażowy konsolowej niż wersji PC. W 3Q'19 oczekujemy, że spółka wypracuje 4,4 mln PLN zysku netto. Biorąc pod uwagę realizację prognozy po 9M'19 obniżamy naszą prognozę wyniku na 2019 rok oraz przyjmujemy bardziej konserwatywne szacunki na 2020. Po rewizji prognoz, obniżamy naszą cenę docelową do 483 PLN.

Cena bieżąca

332,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

483,00 PLN

+45,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	483,00 PLN	2019-11-06	
poprzednia	kupuj	518,00 PLN	2019-05-20	
Podstawowe dane			11B PW	vs. WIG
Ticker	11B PW	Zmiana 1M	-13,5%	-19,9%
ISIN	PL11BTS00015	Zmiana YTD	+36,1%	+32,9%
Liczba akcji (mln)	2,3	Średni obrót 1M	2,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	759,4	Średni obrót 6M	2,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	718,4	EV/EBITDA 12M fwd	20,8	+72,9%
Free float	81,6%	EV/EBITDA 5Y avg	12,0	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	19,2	82,1	82,4	81,4	205,7
EBITDA	9,2	51,4	41,0	35,7	131,6
marża EBITDA	48,2%	62,6%	49,7%	43,8%	64,0%
EBIT	7,5	46,9	35,4	28,2	120,8
Zysk netto	3,6	37,5	28,0	23,6	99,3
P/E	-	20,2	27,1	32,2	7,6
P/BV	16,4	8,4	6,2	5,2	3,1
EV/EBITDA	79,1	14,3	17,5	19,6	4,7
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			-10,6%	-1,6%	+2,5%
Zysk netto			-17,9%	-1,7%	+2,8%
Frostpunk (S)			-18,3%	-15,8%	-17,8%
Projekt 8 (S)			0,0%	0,0%	+18,8%
Wydawnicza (S)			+5,1%	+4,8%	+2,8%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
TWOM (S)	17,6	18,3	16,6	16,6	15,8
Frostpunk (S)	0,0	53,8	41,6	37,4	35,9
Projekt 8 (S)	0,0	0,0	0,0	0,0	107,3
Zewn. projekty (S)	1,9	14,8	23,6	49,7	84,9
Usługi obce	-5,9	-16,5	-29,1	-33,1	-61,4
OCF/EBITDA	87,3%	75,9%	106,7%	90,0%	67,5%
Przepływy oper.	8,1	39,0	43,7	32,1	88,9
Amortyzacja	1,7	4,5	5,6	7,5	10,8
Kapitał obrotowy	2,6	-8,0	1,6	0,2	-22,0
Przepływy inv.	-10,0	-55,6	-26,3	-11,5	-12,6
CAPEX	-7,4	-26,6	-10,3	-11,5	-12,6
Nakłady na produkcję	1,0	12,6	-0,7	0,0	0,0
FCF	-1,5	10,1	17,4	11,4	85,2
FCF/EBITDA	-16%	20%	43%	32%	65%
FCF Yield	0%	1%	2%	1%	11%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
TWOM (tys. szt.)	425	425	404	383	364	0	0	0	0	0	0
Frostpunk (tys. szt.)	820	820	779	740	555	416	312	203	203	203	0
Kolejne projekty (tys. szt.)			1 568	984	2 709	2 017	1 970	3 591	2 667	2 298	0
Przychody	83	81	206	177	267	198	175	264	219	186	-
EBITDA	41	36	132	108	194	123	99	187	142	109	-
marża EBITDA	49,6%	43,8%	64,0%	61,2%	72,7%	62,1%	56,5%	70,8%	64,8%	58,6%	-
EBIT	35	28	121	93	176	108	86	173	128	106	-
Podatek	8	5	23	18	33	21	16	33	24	20	-
CAPEX	-10	-11	-13	-14	-15	-17	-19	-21	-23	-25	-
Kapitał obrotowy	-6	-7	-11	-16	-18	-15	-13	-13	-13	-3	-
FCF	17	11	85	61	127	71	51	120	81	61	68
PV FCF	17	10	72	48	92	47	31	68	42	29	-
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	42,1	46,1	47,9
Należności	2,7	14,6	14,6	14,4	36,5
Produkcja w toku	13,1	17,1	22,2	26,2	27,9
Środki pieniężne	28,2	24,3	40,9	61,6	137,8
Lokaty	0,0	27,0	48,2	48,2	48,2
Dług netto	-28,2	-24,3	-40,9	-61,5	-137,8
Dług netto/EBITDA (x)	-3,0	-0,5	-1,0	-1,7	-1,0

Analiza porównawcza

	P/E 12M fwd 4Y avg	EV/EBIT 12M fwd 4Y avg
Minimum	15,3	5,7
Maksimum	25,8	13,7
Mediana	19,8	10,2
waga	50%	50%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	4,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 187
Dług netto	-24
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	529,40

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	378,40
DCF	50%	529,40
cena wynikowa		453,90
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		483,00

CD Projekt akumuluj (podtrzymana)

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. Gra Cyberpunk utrzymuje się na pierwszym miejscu na liście Steam Wishlist oraz zajmowała średnio 56 miejsce na liście Steam Global Top Sellers (Steam TOP) w październiku. Ponadprzeciętne zainteresowanie graczy wskazuje na bardzo wysoki potencjał sprzedażowy kolejnej dużej produkcji CD Projekt. Informacją mogącą wspierać sentyment do CDR mogła być opublikowana sprzedaż sell-through Call of Duty Modern Warfare na poziomie 600 mln USD w ciągu 3 dni od premiery. W październiku miały premiery miały (1) Wiedźmin 3 na platformę Nintendo Switch oraz gra Gwint na system iOS. Biorąc pod uwagę wysoką realizację naszej prognozy przez spółkę, podnosimy nasze szacunki na 2019 rok. Nieznacznie zmieniamy naszą cenę docelową oraz podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Cena bieżąca

255,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

276,40 PLN

+8,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	276,40 PLN	2019-11-06	
poprzednia	akumuluj	272,50 PLN	2019-09-05	
Podstawowe dane			CDR PW	vs. WIG
Ticker	CDR PW	Zmiana 1M	+6,9%	+0,6%
ISIN	PLOPTTC00011	Zmiana YTD	+76,5%	+73,4%
Liczba akcji (mln)	96,1	Średni obrót 1M	43,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	24 529,8	Średni obrót 6M	62,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	24 015,4	EV/EBITDA 12M fwd	10,6	-54,5%
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	387	3 256	2 559
EBITDA	246	117	93	2 476	2 055
marża EBITDA	53,1%	32,3%	23,9%	76,0%	80,3%
EBIT	241	112	86	2 469	2 048
Zysk netto	200	109	79	2 464	2 191
P/E	-	-	-	10,6	11,9
P/BV	27,5	24,5	24,5	7,8	4,9
EV/EBITDA	96,2	203,7	259,6	9,4	10,4
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			+17,7%	+0,2%	+0,1%
Zysk netto			+20,2%	+0,2%	+0,2%
W3 (S)			-	-	-
Gwint (S)			0,0%	0,0%	0,0%
C2077 (S)			-	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Prod. Gier (S)	330	228	238	3 097	2 406
Prod. Gier (EBIT)	223	114	86	2 467	2 047
Prod. Gier (marża)	67,4%	49,8%	36,0%	79,6%	85,1%
GOG.com (S)	169,6	144,3	154,5	158,3	152,8
GOG.com (EBIT)	18,4	-1,1	0,0	2,2	0,5
GOG.com (marża)	10,8%	-0,8%	0,0%	1,4%	0,3%
Przepływy oper.	232	133	102	2 545	2 041
Amortyzacja	5	5	7	7	7
Kapitał obrotowy	34	46	-50	-120	29
Przepływy inw.	-291	-106	-616	-160	-173
CAPEX	-13	-15	-10	-10	-11
Nakłady na produkcję	77	98	129	150	162
FCF	144	40	-96	2 391	1 881
FCF/EBITDA	-104%	97%	92%	86%	90%
CFO/EBITDA	110%	103%	99%	100%	96%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
W3 (tys. szt.)	1 896	1 714	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	387	3 256	2 559	1 623	4 031	2 593	4 232	2 550	1 609	1 188	-
EBITDA	93	2 476	2 055	1 166	3 273	1 898	3 302	1 742	937	499	-
marża EBITDA	23,9%	76,0%	80,3%	71,8%	81,2%	73,2%	78,0%	68,3%	58,2%	42,0%	-
EBIT	86	2 469	2 048	1 159	3 266	1 891	3 295	1 735	929	491	-
Podatek	13	124	102	58	164	95	165	87	47	25	-
CAPEX	-140	-160	-173	-186	-199	-209	-208	-215	-222	-229	-
Kapitał obrotowy	-50	-120	29	39	-101	60	-69	70	39	18	-
FCF	-96	2 391	1 881	1 002	2 960	1 755	3 041	1 631	708	263	263
PV FCF	-95	2 176	1 578	774	2 109	1 153	1 840	910	364	125	-
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	155	137	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	53	2 442	4 314
Dług netto	-647	-659	-508	-2 897	-4 769
Dług netto/EBITDA (x)	-2,6	-5,6	-5,5	-1,2	-2,3

Analiza porównawcza

	P/E 12M fwd 4Y avg	EV/EBIT 12M fwd 4Y avg
Minimum	15,3	5,7
Maksimum	20,1	11,9
Mediana	19,5	9,4
waga	50%	50%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	4,0%
Zdykontowana wartość FCF	17 750
Dług netto	-659
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	287,30

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	232,30
DCF	50%	287,30
cena wynikowa		259,80
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		276,40

Przemysł, surowce

Cognor

trzymaj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Wyniki 3Q'19 okazały się słabsze od naszych prognoz i oczekiwań Zarządu, głównie za sprawą dłuższych przestojów modernizacyjnych, co przełożyło się na słabsze wolumeny sprzedaży. W efekcie byliśmy zmuszeni do obniżenia naszych tegorocznych prognoz na poziomie EBITDA ze 123 mln PLN do 110 mln PLN, a wyniku netto z 45 do 36 mln PLN. Naszym zdaniem w kolejnym kwartale Cognor może zaraportować zbliżone r/r wyniki na poziomie EBITDA, co z jednej strony wspierać będzie zmiana sposobu księgowania wydatków remontowych, z drugiej zaś oczekujemy ujemnego wpływu wyceny zapasów (FIFO) w związku z dalszymi spadkami cen złomu i produktów końcowych na rynku krajowym. Naszym zdaniem po odcięciu prawa do dywidendy (0,28 PLN/akcja) oraz przy perspektywie stabilnych wyników w 4Q'19, w krótkim terminie może zabraknąć powodów do wzrostu kursu akcji Grupy Cognor. Nie zmieniamy naszej rekomendacji trzymaj oraz ceny docelowej na poziomie 1,55 PLN/akcja.

Cena bieżąca

1,36 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

1,55 PLN

+14,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	1,55 PLN	2019-11-04

Podstawowe dane			COG PW	vs. WIG
Ticker	COG PW	Zmiana 1M	-7,8%	-14,1%
ISIN	PLCNTSL00014	Zmiana YTD	+3,0%	-0,1%
Liczba akcji (mln)	175,0	Średni obrót 1M	0,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	238,0	Średni obrót 6M	0,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	472,2	EV/EBITDA 12M fwd	3,8	+8,7%
Free float	-	EV/EBITDA 5Y avg	3,5	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	1 789	2 082	1 920	1 798	2 019
EBITDA skor.	146	200	110	99	96
marża EBITDA	8,1%	9,6%	5,8%	5,5%	4,7%
EBIT skor.	104	156	64	49	46
Zysk netto skor.	32	94	35	26	26
P/E skor.	7,5	2,5	6,7	9,0	9,0
P/BV	1,1	0,9	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA skor.	4,0	2,3	4,3	4,6	4,6
DPS	0,00	0,07	0,21	0,13	0,11
DYield	0,0%	5,0%	15,1%	9,7%	7,8%
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	381	350	425
Wol. HSJ (tys. ton)	231	237	213	232	251
Wol. Złomrex (tys. ton)	131	173	176	180	183
Spread Ferrostal (PLN/t)	953	1 191	1 120	1 162	1 173
Spread HSJ (PLN/t)	1 272	1 723	1 656	1 606	1 586
Przepływy oper.	145	232	99	110	81
Amortyzacja	41	44	47	50	49
Kapitał obrotowy	11	44	21	18	-8
Przepływy inv.	-15	-38	-50	-50	-35
CAPEX	16	38	50	50	35
Przepływy fin.	-53	-196	-9	-89	-67
Dywidenda/buyback	0	-12	-36	-23	-18
FCF	123	179	74	61	47
FCF/EBITDA	87%	90%	67%	62%	49%
CFO/EBITDA	103%	116%	89%	111%	84%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Wolumen sprzedaży	594	582	677	724	753	777	793	809	809	809	809
Ceny produktów	2 284,4	2 179,0	2 181,8	2 193,0	2 205,3	2 217,9	2 231,4	2 244,0	2 256,5	2 269,0	2 281,5
Ceny złomu	1 099	969	990	990	990	990	990	990	990	990	990
Przychody	1 920	1 798	2 019	2 137	2 215	2 286	2 337	2 388	2 405	2 421	2 437
EBITDA	110	99	96	83	79	76	75	73	73	76	78
marża EBITDA	5,8%	5,5%	4,7%	3,9%	3,6%	3,3%	3,2%	3,0%	3,1%	3,1%	3,2%
EBIT	64	49	46	36	33	30	29	26	26	28	30
Podatek	8	6	6	4	4	4	4	3	3	4	4
CAPEX	-50	-50	-35	-36	-37	-39	-40	-43	-46	-47	-47
Kapitał obrotowy	21	18	-8	-5	-6	-5	-4	-4	-1	-1	-1
FCF	74	61	47	38	32	28	27	23	23	25	27
PV FCF	73	56	40	30	24	19	17	13	12	13	
WACC	7,5%	7,5%	7,6%	7,6%	7,7%	7,7%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	951	1 001	1 021	951	965
Aktywa trwałe	398	379	401	393	370
Kapitał własny	225	278	281	284	292
Udział mniejszości	225	278	281	284	292
Dług netto	325	209	217	196	182
Dług netto/EBITDA (x)	2,3	1,0	2,0	2,0	1,9
Dług netto/kap. wł. (x)	1,4	0,8	0,8	0,7	0,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	4,7	7,3	5,8	3,4	2,7	3,1
Maksimum	56,2	383,9	35,8	9,3	8,7	7,9
Mediana	9,9	11,3	9,4	6,3	6,4	5,6
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,2
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana wartość FCF	298
Dług netto	245
Inne korekty	18
Wycena DCF na akcję (PLN)	1,54

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	1,35
DCF	50%	1,54
Cena wynikowa		1,45
Koszt kapitału 9M		7,0%
Cena docelowa za 9M		1,55

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

3,68 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

5,33 PLN

+44,8%

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

Podstawowe dane			FMF PW	vs. WIG
Ticker	FMF PW	Zmiana 1M	+6,2%	-0,1%
ISIN	PLFAMUR00012	Zmiana YTD	-24,4%	-27,6%
Liczba akcji (mln)	574,8	Średni obrót 1M	0,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 115,1	Średni obrót 6M	0,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	2 109,0	EV/EBITDA 12M fwd	4,1	-27,2%
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	42,4	10,2	4,7	8,5	10,8
P/BV	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3
EV/EBITDA	7,3	4,8	3,8	4,4	5,1
DPS	0,00	0,44	0,53	0,39	0,33
DYield	0,0%	12,0%	14,4%	10,7%	8,8%
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. Według wypowiedzi po wynikach za ostatni kwartał Spółka w 3Q'19 zanotuje około 8 mln PLN rekompensaty z tytułu wyższych cen energii w 1H'19. W oparciu o dobre wyniki 3Q'19 oraz wypowiedzi Zarządu po kwartale, spodziewamy się, że przychody w 4Q'19 sięgną 732 mln PLN (-3,5% r / r), a EBITDA do 101 mln PLN (+11% r / r). W związku z tym podnosimy nasze oczekiwania na całorocznej prognozie EBITDA do 506 mln PLN (+2,9% w stosunku do obecnej prognozy). Według nowych szacunków całoroczna prognoza Zarządu zostanie zrealizowane w 103,7% na poziomie EBITDA i 105,6% na zysku netto. 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. Oczekujemy spadku wyników w 2020 roku. Podtrzymujemy naszą rekomendację (trzymaj) dla Grupy Kęty, a cenę docelową podnosimy do 333,45 PLN/akcja (wcześniej 298,64 PLN/akcja).

Cena bieżąca

313,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

333,45 PLN

+6,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	333,45 PLN	2019-11-06	
poprzednia	trzymaj	298,64 PLN	2019-10-07	
Podstawowe dane			KTY PW	vs. WIG
Ticker	KTY PW	Zmiana 1M	+10,8%	+4,5%
ISIN	PLKETY000011	Zmiana YTD	-2,6%	-5,8%
Liczba akcji (mln)	9,5	Średni obrót 1M	0,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 992,5	Średni obrót 6M	0,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 904,7	EV/EBITDA 12M fwd	7,8	-15,8%
Free float	42,0%	EV/EBITDA 5Y avg	9,2	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	2 643	2 994	3 164	3 072	3 077
EBITDA	421	463	506	472	460
marża EBITDA	15,9%	15,5%	16,0%	15,4%	15,0%
EBIT	301	338	371	331	325
Zysk netto	236	268	282	245	240
P/E	12,6	11,2	10,6	12,2	12,5
P/BV	2,2	2,1	2,1	2,0	2,0
EV/EBITDA	8,5	8,1	7,7	8,3	8,5
DPS	30,00	23,94	24,00	23,65	19,27
DYield	9,6%	7,6%	7,7%	7,5%	6,1%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			+2,9%	+4,7%	+4,7%
Zysk netto			+5,6%	+7,6%	+7,5%
Aluminium (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Premia produkcyjna (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA SOG			+5,4%	+0,3%	+0,3%
EBITDA SWW			-4,0%	+4,8%	+4,8%
EBITDA SSA			+4,8%	+7,5%	+7,6%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
EBITDA SOG	113	119	140	131	129
EBITDA SWW	150	163	149	144	143
EBITDA SSA	172	190	233	205	196
EBITDA pozostałe	-13	-8	-8	-8	-8
EBITDA/użyte aluminium	5	5	5	5	5
Przepływy oper.	276	293	318	390	361
Amortyzacja	120	126	135	141	135
Kapitał obrotowy	-91	-114	-50	-22	-38
Przepływy inv.	-187	-229	-200	-150	-120
CAPEX	187	229	200	150	120
Przepływy fin.	-85	-43	-155	-234	-232
Dywidenda/buyback	-285	-229	-229	-226	-184
FCF	86	72	194	243	246
FCF/EBITDA	20%	15%	38%	51%	53%
CFO/EBITDA	66%	63%	63%	82%	78%

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	95	98	100	102	104	106	108	110	112	113
Przychody	3 164	3 072	3 077	3 127	3 162	3 206	3 259	3 304	3 342	3 380	3 418
EBITDA	506	472	460	463	466	469	474	477	480	484	489
marża EBITDA	16,0%	15,4%	15,0%	14,8%	14,7%	14,6%	14,5%	14,4%	14,4%	14,3%	14,3%
EBIT	371	331	325	331	338	340	342	345	344	347	352
Podatek	62	58	56	58	59	60	60	61	61	62	63
CAPEX	-200	-150	-120	-122	-125	-127	-130	-132	-135	-138	-138
Kapitał obrotowy	-50	-22	-38	-17	-12	-15	-18	-15	-13	-13	-13
FCF	194	243	246	265	270	267	266	268	270	272	277
PV FCF	192	223	209	210	198	181	167	156	146	135	
WACC	7,7%	7,6%	7,7%	7,7%	7,7%	7,8%	7,8%	7,8%	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%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Aktywa	2 499	2 780	2 958	2 986	3 020
Aktywa trwałe	1 439	1 575	1 712	1 724	1 714
Kapitał własny	1 363	1 396	1 449	1 469	1 525
Udział mniejszości	1	1	1	1	1
Dług netto	591	774	911	926	897
Dług netto/EBITDA (x)	1,4	1,7	1,8	2,0	1,9
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	5,2	4,3	3,7	3,1	2,7	2,1
Maksimum	54,1	106,2	18,5	14,4	11,4	9,8
Mediana	16,5	15,5	12,0	8,1	6,2	5,5
waga	10%	20%	20%	10%	20%	20%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana wartość FCF	1 818
Dług netto	1 003
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	328,20

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	299,13
DCF	50%	328,20
Cena wynikowa		313,66
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		333,45

JSW kupuj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Obawy o spadek światowej koniunktury oraz niższe ceny węgla kokсового zepchnęły kapitalizację Grupy JSW do poziomów gotówki netto, jaka znajduje się na rachunkach Spółki. W październiku inwestorzy zignorowali dobre naszym zdaniem dane produkcyjne za 3Q'19 oraz odbicie cen węgla kokсового na światowych rynkach. W uwadze rynku pozostawało możliwe opuszczenie przez Spółkę indeksu MSCI oraz oczekiwane ujemne przepływy gotówki w 2020 roku. Naszym zdaniem możliwe porozumienie handlowe między USA, a Chinami może pozytywnie wpłynąć na sentyment do spółek wydobywczych. Dodatkowo JSW jest największym beneficjentem mocnego dolara do PLN. Nie zmieniamy naszej rekomendacji kupuj dla akcji JSW, a cenę docelową pozostawiamy na poziomie 39,29 PLN/akcja.

Cena bieżąca

21,42 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

39,29 PLN

+83,4%

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

Podstawowe dane		JSW PW	vs. WIG
Ticker	JSW PW	Zmiana 1M	+3,7% -2,6%
ISIN	PLJSW0000015	Zmiana YTD	-67,3% -70,5%
Liczba akcji (mln)	117,4	Średni obrót 1M	34,2 mln PLN
MC (mln PLN)	2 515,0	Średni obrót 6M	15,6 mln PLN
EV (mln PLN)	517,4	EV/EBITDA 12M fwd	1,3 -56,4%
Free float	44,8%	EV/EBITDA 5Y avg	3,0 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	1,4	3,1	-	18,6
P/BV	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA skor.	0,3	-	0,3	1,5	1,2
DPS	0,00	0,00	1,71	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	8,0%	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 kokсовy (USD/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Węgiel do celów energetycznych (PLN/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Koks (USD/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Prod. węgla (tys. t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Prod. w. koks. (tys. t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Prod. 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%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
W. kokсовy (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%

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%

Podsumowanie DCF

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

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 2018/19 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. Nie zmieniamy naszej rekomendacji dla Grupy Kernel (redukuj), a cenę docelową pozostawiamy na poziomie 40,76 PLN/akcja.

Cena bieżąca	42,50 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	40,76 PLN	-4,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	redukuj	40,76 PLN	2019-10-07

Podstawowe dane			KER PW	vs. WIG
Ticker	KER PW	Zmiana 1M	-0,9%	-7,3%
ISIN	LU0327357389	Zmiana YTD	-12,7%	-15,9%
Liczba akcji (mln)	82,7	Średni obrót 1M	1,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 513,1	Średni obrót 6M	2,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	6 155,6	EV/EBITDA 12M fwd	5,1	+18,5%
Free float	60,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,3	premia

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	5,2	17,5	4,8	7,8	6,7
P/BV	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	4,5	6,9	4,6	5,7	5,1
DPS	0,24	0,25	0,25	0,25	0,35
DYield	2,2%	2,2%	2,2%	2,3%	3,2%

Zmiana prognoz	19/20P	20/21P	21/22P
EBITDA	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto	0,0%	0,0%	0,0%
Marża olej (USD/t)	0,0%	0,0%	0,0%
Pszenica (USD/t)	0,0%	0,0%	0,0%
Kukurydza (USD/t)	0,0%	0,0%	0,0%
Sprzedaż oleju luz. (tys. ton)	0,0%	0,0%	0,0%
Produkcja zbóż (tys. ton)	0,0%	0,0%	0,0%
Handel zbożami (tys. ton)	0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln USD)	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 inw.	-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 akumuluj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Osiągnięcie porozumienia między USA a Chinami naszym zdaniem zaskakuje pozytywnie, co przekładać się będzie na zamykanie krótkich pozycji na surowcach i adekwatny wzrost notowań metali przemysłowych. Dotychczas te były pod wyraźną presją rosnących napięć handlowych między największymi gospodarkami, co doprowadziło do wyraźnego zwiększenia pozycji krótkich przez inwestorów spekulacyjnych. W ostatnich dwóch tygodniach inwestorzy aktywni masowo zamykali pozycje krótkie na miedzi (obecnie -24 tys. sztuk. vs -48 tys. sztuk miesiąc wcześniej). Deklaracja braku nowych ceł naszym zdaniem może przywrócić wiarę inwestorów we wzrost globalnego popytu na miedź, co przy słabych danych produkcyjnych w 2019 roku (w 1H'19 światowa produkcja -1,4% r/r) może zwiększyć szanse na deficyt surowca i wzrost cen. Warto zwrócić uwagę na niepokoje społeczne w Chile (największy producent miedzi), które w ostatnim miesiącu doprowadziły do przestojów kluczowych kopalni i głównych portów. Warto również zauważyć, że KGHM od października jest wyraźnym beneficjentem osłabienia PLN do USD. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj dla Grupy KGHM, a naszą cenę docelową podnosimy do 96,14 PLN/akcja (wcześniej 90,12 PLN/akcja; aktualizacja wyceny porównawczej, wyższe ceny srebra i złota, niższe molibdeny).

Cena bieżąca

91,64 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

96,14 PLN

+4,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	96,14 PLN	2019-11-06	
poprzednia	akumuluj	90,12 PLN	2019-10-14	
Podstawowe dane		KGH PW	vs. WIG	
Ticker	KGH PW	Zmiana 1M	+22,3%	+16,0%
ISIN	PLKGHM000017	Zmiana YTD	+3,1%	-0,1%
Liczba akcji (mln)	200,0	Średni obrót 1M	47,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	18 328,0	Średni obrót 6M	50,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	22 661,7	EV/EBITDA 12M fwd	4,8	-0,2%
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	22 707	22 575	23 186
EBITDA skor.	5 753	4 972	5 335	4 822	5 087
marża EBITDA	28,4%	24,2%	23,5%	21,4%	21,9%
EBIT skor.	4 144	3 176	3 482	2 890	3 103
Zysk netto skor.	1 792	1 888	2 424	1 958	2 118
P/E skor.	10,2	9,7	7,6	9,4	8,7
P/BV	1,0	1,0	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA skor.	4,3	5,1	4,2	4,5	4,1
DPS	1,00	0,00	0,00	1,50	2,94
DYield	1,1%	0,0%	0,0%	1,6%	3,2%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
EBITDA (skor.)		0,0%	+1,9%	+1,8%	
Zysk netto (skor.)		0,0%	+3,7%	+3,4%	
Miedź (USD/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Srebro (USD/oz)		0,0%	+3,0%	+3,0%	
Molibden (USD/t)		0,0%	-9,1%	-9,1%	
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	5 651	3 992	4 211
Amortyzacja	1 609	1 796	1 853	1 932	1 984
Kapitał obrotowy	-1 270	1 412	1 271	-1	6
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	-691
Dywidenda/buyback	-200	0	0	-300	-587
FCF	788	1 924	2 855	1 217	1 633
FCF/EBITDA	27%	41%	54%	25%	32%
CFO/EBITDA	53%	77%	106%	83%	83%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	34 122	37 237	40 240	41 863	43 556
Aktywa trwałe	26 515	29 375	30 319	31 164	31 758
Kapitał własny	17 694	19 133	21 557	23 215	24 745
Udział mniejszości	91	92	92	92	92
Dług netto	6 570	6 992	4 242	3 429	2 488
Dług netto/EBITDA (x)	2,2	1,5	0,8	0,7	0,5
Dług netto/kap. wł. (x)	0,4	0,4	0,2	0,1	0,1

Analiza porównawcza

Analiza porównawcza						
	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	6,7	6,8	6,1	2,9	2,2	1,6
Maksimum	720,0	23,0	17,7	12,9	9,8	9,0
Mediana	13,5	11,2	11,3	6,1	5,7	5,3
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	6 450	6 700	6 700	6 700	6 700	6 700	6 700	6 700	6 700	6 700
Srebro (USD/oz)	16,5	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0
Molibden (USD/t)	25 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000
Przychody	22 707	22 575	23 186	23 307	23 254	23 195	22 984	21 573	21 604	21 637	21 716
EBITDA	5 335	4 822	5 087	5 043	4 971	4 835	4 578	4 490	4 459	4 125	4 098
marża EBITDA	15,3%	12,8%	13,4%	13,3%	13,1%	12,8%	11,7%	12,1%	11,9%	10,3%	10,9%
EBIT	3 482	2 890	3 103	3 106	3 057	2 970	2 700	2 606	2 573	2 228	2 373
Podatek	954	828	882	881	871	853	801	782	775	709	737
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	1 271	-1	6	1	-1	-1	-2	-14	0	0	1
FCF	2 855	1 217	1 633	2 496	2 375	2 228	1 993	1 883	1 844	1 547	1 637
PV FCF	2 820	1 116	1 385	1 944	1 693	1 461	1 205	1 049	947	733	
WACC	7,6%	7,7%	7,9%	8,2%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	14 355
Dług netto	6 992
Inne korekty	290
Wycena DCF na akcję (PLN)	83,86

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	97,00
DCF	50%	83,86
Cena wynikowa		90,43
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		96,14

Stelmet trzymaj (bez zmian)

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 poprawiać wyniki finansowe. Z drugiej strony po wyraźnych nakładach inwestycyjnych zrealizowanych w czterech ostatnich latach, 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. Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację trzymaj dla Grupy Stelmet, a cenę docelową 8,10 PLN/akcja (bez zmian).

Cena bieżąca

8,35 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

8,10 PLN

-3,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	8,10 PLN	2019-10-07

Podstawowe dane			STL PW	vs. WIG
Ticker	STL PW	Zmiana 1M	+5,7%	-0,6%
ISIN	PLSTLMT00010	Zmiana YTD	+15,3%	+12,2%
Liczba akcji (mln)	29,4	Średni obrót 1M	0,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	245,2	Średni obrót 6M	0,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	392,6	EV/EBITDA 12M fwd	5,2	-21,0%
Free float	15,0%	EV/EBITDA 5Y avg	6,6	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	12,6	25,6	11,3	12,8	12,5
P/BV	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	7,4	6,1	5,3	5,3	4,8
DPS	0,00	0,00	0,00	0,22	0,33
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	2,7%	3,9%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
DAO (PLN/m3)			0,0%	0,0%	0,0%
DAO vol (tys. m3)			0,0%	0,0%	0,0%
Drewno (PLN/m3)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Sprzedaż DAO (PL)	19	22	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 inv.	-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	
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). Wkrótce zaktualizujemy nasze prognozy. 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. +7% r/r w 6 głównych miastach na koniec 3Q'19). To natomiast przekłada się na bardzo dobre dynamiki sprzedaży (+29% r/r w 9M'19). W efekcie po raz kolejny Zarząd podwyższył cel sprzedaży mieszkań na 2019 r., 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 obecne prognozy zakładają natomiast sprzedaż 2,8 tys. lokali w '19 i konserwatywnie relatywnie niskie tempo sprzedaży w kolejnych latach. Widzimy jednak przestrzeń do podniesienia prognoz wolumenów sprzedaży, a tym samym poziomów przekazania na 2021-22, ale nawet już w obecnym 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

34,80 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

41,89 PLN

+20,4%

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

Podstawowe dane			1AT PW	vs. WIG
Ticker	1AT PW	Zmiana 1M	+0,9%	-5,4%
ISIN	PLATAL000046	Zmiana YTD	+35,7%	+32,5%
Liczba akcji (mln)	38,7	Średni obrót 1M		0,1 mln PLN
MC (mln PLN)	1 347,3	Średni obrót 6M		0,4 mln PLN
EV (mln PLN)	1 665,9	EV/EBITDA 12M fwd	7,6	-3,2%
Free float	11,6%	EV/EBITDA 5Y avg	7,8	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	7,9	6,7	7,5	7,8	7,0
P/BV	1,7	1,6	1,6	1,6	1,5
EV/EBITDA	7,0	6,4	7,0	7,4	6,7
DPS	1,68	3,54	4,70	4,26	4,06
DYield	4,8%	10,2%	13,5%	12,2%	11,7%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
MBNS			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Przekazane lokale			0,0%	0,0%	0,0%

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	198	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 3Q'19 Dom Development kolejny raz zaskoczył pozytywnie dobrymi wynikami finansowymi, przebijając konsensus o 34% i nasze prognozy o 22% na EBIT i ZN. Przyczyną zaskoczenia była wyższa rentowność. Marża deweloperska wyniosła w 3Q 28,3%, podczas gdy nasze oczekiwania wynosiły 25,2% ze względu na rozliczenie nisko marżowego projektu Regaty (stąd wyjaśnienie pozytywnego zaskoczenia pochodzi z mocnych marż na pozostałych projektach). Przekaz z konferencji również odbieramy pozytywnie – w kontekście wyników całorocznych guidance Zarządu (ZN ~250 mln PLN) przekracza nasze oczekiwania ZN'19 o 6% i konsensus o 10%. Outlook na rok 2020 dalej pozostaje pozytywny: oczekujemy rekordowych w historii Spółki wyników, a w świetle efektywności kosztowej i dobrych marż widzimy przestrzeń do podwyższenia ZN'20 wstępnie o około 5%, głównie po stronie nieco wyższej rentowności. Przypominamy, że utrzymaniu dobrej rentowności w '20 będzie sprzyjać rozliczenie projektów typu premium z wyższą ceną i wyższą marżą (m.in. Marina Mokotów, Ogrodowa), a ponadto wzrost liczby inwestycji realizowanych w systemie własnego wykonawstwa (obecnie już 68% inwestycji w budowie). Outlook ten wspierają również dobre wolumeny sprzedaży – na koniec 3Q DOM miał ~2,200 lokali już sprzedanych z terminem zakończenia budowy na 2020 r. (ponad 60% naszych założeń). Na naszych prognozach DOM jest wyceniany obecnie na P/E'19=9,4x oraz DYield'20=11%. Naszym zdaniem obecna wycena rynkowa spółki uwzględnia jej atuty, tj. wzrost wyników w 2019-20, jej sprawność operacyjną i potencjał wypłaty dywidendy.

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	
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%

Cena bieżąca

88,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

81,10 PLN

-7,8%

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

Podstawowe dane	DOM PW	vs. WIG
Ticker	DOM PW	Zmiana 1M +7,3% +1,0%
ISIN	PLDMDVL00012	Zmiana YTD +63,1% +59,9%
Liczba akcji (mln)	25,1	Średni obrót 1M 0,4 mln PLN
MC (mln PLN)	2 206,0	Średni obrót 6M 0,3 mln PLN
EV (mln PLN)	2 505,9	EV/EBITDA 12M fwd 7,9 -10,1%
Free float	25,2%	EV/EBITDA 5Y avg 8,8 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	11,5	9,7	9,4	8,8	9,7
P/BV	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1
EV/EBITDA	9,3	7,8	8,2	7,9	8,9
DPS	5,05	7,60	9,05	9,40	10,02
DYield	5,7%	8,6%	10,3%	10,7%	11,4%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
Przychody		0,0%	0,0%	0,0%	
MBNS		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	
EBIT		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Przekazane lokale		0,0%	0,0%	0,0%	

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	198	233	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

trzymaj (obniżona)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Na początku października spółka zorganizowała Dzień Inwestora, co dodatkowo wspierało zachowanie kursu AmRest. Dodatkowo kurs akcji dyskontował w październiku oczekiwania dotyczące dobrych wyników spółki w 3Q'19. W połowie miesiąca AmRest podał szacunkową sprzedaż w 3Q'19, która wzrosła o 29% r/r (poniżej naszych oczekiwań na poziomie 31%). Biorąc pod uwagę niższą od zakładanej dynamikę sprzedaży spółki, przyjęlibyśmy bardziej konserwatywne założenie dotyczące wzrostu EBITDA r/r w 3Q'19 vs. zakładane 32% r/r. Zwracamy uwagę, że dynamika wyników od 4Q'19 nie będzie wspierana przez efekt bazy. Biorąc pod uwagę liczbę otwarć, spółka powiększyła sieć restauracji o 5% r/r organicznie na koniec 3Q'19 (po wyłączeniu przejętych restauracji Sushi Shop). Spowolnienie tempa poprawy wyników r/r wynikające z tego tytułu powinno pojawić się w 4Q'19. Biorąc pod uwagę wzrost kursu w ostatnim miesiącu obniżamy naszą rekomendację z akumuluj do trzymaj bez zmiany ceny docelowej.

Cena bieżąca

47,20 PLN

potencjał zmiany**Cena docelowa**

48,00 PLN

+1,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	48,00 PLN	2019-11-06	
poprzednia	akumuluj	48,00 PLN	2019-10-07	
Podstawowe dane			EAT PW	vs. WIG
Ticker	EAT PW	Zmiana 1M	+7,2%	+0,8%
ISIN	ES0105375002	Zmiana YTD	+18,0%	+14,8%
Liczba akcji (mln)	219,6	Średni obrót 1M	8,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	10 363,0	Średni obrót 6M	3,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	12 889,5	EV/EBITDA 12M fwd	12,8	+16,3%
Free float	31,1%	EV/EBITDA 5Y avg	11,0	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	52,5	54,1	44,4	32,4	23,1
P/BV	7,6	5,7	5,1	4,4	3,7
EV/EBITDA	18,9	17,9	14,6	11,7	9,2
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Sprzedaż/rest.			0,0%	0,0%	0,0%
marża EBITDA			0 p.p.	0 p.p.	0 p.p.
Liczba rest.			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA (PL)	199	207	192	221	250
EBITDA (WE)	201	247	375	477	591
EBITDA (ES)	209	230	265	307	332
EBITDA (RU)	71	93	104	127	149
EBITDA (CZ)	116	151	184	210	240
Przepływy oper.	635	705	784	1 011	1 191
Amortyzacja	330	396	495	584	646
Kapitał obrotowy	74	51	63	115	104
Przepływy inw.	-980	-1 812	-937	-927	-807
CAPEX	-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%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

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

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	7,7	7,4	7,0	6,3	5,9	5,5
Maksimum	56,9	45,2	37,3	27,9	23,3	20,1
Mediana	25,1	22,6	20,1	13,2	12,0	10,9
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Sprzedaż/rest.	885	921	918	917	918	918	918	917	917	917	917
marża EBITDA	10,7%	10,3%	10,9%	11,9%	12,5%	12,7%	12,7%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%
Liczba rest.	2 121	2 525	2 919	3 252	3 536	3 777	3 981	4 176	4 360	4 536	4 536
Przychody	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	
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%

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

CCC

kupuj (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Opublikowane na początku października wyniki za 3Q 2019 były nieznacznie niższe na poziomie EBIT od finalnych wyników opublikowanych przez spółkę pod koniec października. Na konferencji wynikowej Zarząd potwierdził, że warunki pogodowe nie sprzyjały sprzedaży w październiku (podobnie jak w 2018 roku). Zmiana w kolekcji oraz optymalizacja zapasów, pozwalały spółce prowadzić sprzedaż na zadowalającym poziomie bez konieczności wprowadzania dodatkowych promocji. Ponadto, na konferencji wynikowej za 2Q'19 zarząd CCC zapowiedział utrzymanie dyscypliny kosztów SG&A oraz optymalizacji wydatków na marketing. Oba powyższe czynniki wspierać poprawę wyników spółki r/r w 4Q'19. Naszym zdaniem negatywna reakcja po konferencji za 3Q'19 była spowodowana mylnym zrozumieniem stanowiska zarządu w sprawie działań dotyczących spółki szwajcarskiej (KVAG). Zarząd wskazał, że w przypadku braku wypracowania dodatniego wyniku EBITDA w Szwajcarii w 2020 roku (scenariusz bazowy), wzięta pod uwagę będzie możliwość sprzedaży biznesu (co nie miałoby wpływu na finanse CCC). Naszym zdaniem spółka powinna kontynuować poprawę wyników w 4Q'19 oraz w 2020 roku. Biorąc pod uwagę zdarzenia jednorazowe oraz zaraportowane przez spółkę wyniki nieznacznie rewidujemy nasze szacunki na 2019 rok. Uwzględniając powyższe, nieznacznie obniżamy naszą cenę docelową i podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Cena bieżąca

112,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

160,00 PLN

+42,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	160,00 PLN	2019-11-06	
poprzednia	kupuj	161,00 PLN	2019-09-05	
Podstawowe dane			CCC PW	vs. WIG
Ticker	CCC PW	Zmiana 1M	-12,1%	-18,5%
ISIN	PLCCC0000016	Zmiana YTD	-41,8%	-45,0%
Liczba akcji (mln)	41,1	Średni obrót 1M	19,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 614,4	Średni obrót 6M	20,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	5 625,4	EV/EBITDA 12M fwd	6,5	-55,7%
Free float	59,4%	EV/EBITDA 5Y avg	14,7	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	3 938	4 726	6 067	7 191	8 125
EBITDA skor.	481	531	397	638	780
marża EBITDA	12,2%	11,2%	6,5%	8,9%	9,6%
EBIT skor.	463	279	226	459	597
Zysk netto skor.	347	133	62	216	318
P/E skor.	13,3	34,7	75,0	21,4	14,5
P/BV	3,9	4,0	4,0	3,6	3,0
EV/EBITDA skor.	10,6	10,1	14,2	9,0	7,2
DPS	2,47	2,30	0,48	2,00	2,00
DYield	2,2%	2,1%	0,4%	1,8%	1,8%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			-5,6%	+2,3%	-3,4%
Zysk netto			-49,9%	-19,2%	+5,2%
MBNS			-1,9 p.p.	-1,4 p.p.	-1,7 p.p.
Sprzedaż det/mkw.			+4,3%	+5,3%	-1,3%
SG&A/mkw.			+5,6%	+6,3%	+1,2%

Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Sprzedaż (stacjoname)	3 332	3 748	4 613	5 301	5 762
EBITDA (stacjoname)	393	428	329	479	559
Sprzedaż (eobuwie.pl)	606	977	1 454	1 890	2 362
EBITDA (eobuwie.pl)	88,7	103,0	68,5	158,4	221,6
MBNS	50,9%	50,1%	49,6%	49,5%	48,7%
Przepływy oper.	78	996	1 041	1 025	1 215
Amortyzacja	93	602	727	819	874
Kapitał obrotowy	-383	244	149	-154	-116
Przepływy inw.	-222	-621	-696	-245	-227
CAPEX	245	439	465	245	227
Przepływy fin.	515	-515	-274	-667	-1 113
Dywidenda/buyback	-101	-95	-20	-82	-82
FCF	-189	279	-33	151	324
FCF/EBITDA	-39%	53%	-8%	24%	41%
CFO/EBITDA	16%	188%	262%	161%	156%

*szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Sprzedaż det/mkw.	546	563	561	549	545	534	524	515	510	508	508
SG&A/mkw.	259	252	248	244	242	242	241	240	240	239	239
Powierzchnia	746	823	890	926	966	999	1 029	1 052	1 076	1 102	1 102
Przychody	6 067	7 191	8 125	8 582	9 050	9 441	9 831	10 231	10 699	11 240	11 521
EBITDA	397	638	780	847	899	897	905	921	955	1 008	1 033
marża EBITDA	6,5%	8,9%	9,6%	9,9%	9,9%	9,5%	9,2%	9,0%	8,9%	9,0%	9,0%
EBIT	226	459	597	666	721	723	735	755	793	849	870
Podatek	115	87	113	127	137	137	140	144	151	161	165
CAPEX	-465	-245	-227	-156	-168	-155	-150	-134	-142	-151	-151
Kapitał obrotowy	149	-154	-116	-97	-69	-81	-67	-68	-73	-84	-84
FCF	-33	151	324	467	525	524	548	575	589	612	628
PV FCF	-33	138	274	365	377	346	332	320	300	286	269
WACC	7,8%	8,0%	8,1%	8,4%	8,6%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Polska (wynik segmentu)	378	283	334	386	404
CEE (wynik segmentu)	111	110	109	143	166
WE (Wynik segmentu)	-38	-72	-108	-45	-16
eobuwie.pl (% sprzedaży)	15,4%	20,7%	24,0%	26,3%	29,1%
Środki pieniężne	512	376	445	557	433
Dług netto	406	641	905	992	917
Dług netto/EBITDA (x)	0,8	0,7	0,9	0,8	0,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	9,8	9,0	8,6	8,6	8,1	7,6
Maksimum	436,7	79,1	41,9	41,9	25,2	22,7
Mediana	29,2	25,9	17,8	17,8	15,7	14,9
waga	10%	20%	20%	10%	20%	20%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdyskontowana wartość FCF	7 221
Dług netto	641
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	160,00

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	141,10
DCF	50%	160,00
Cena wynikowa		150,55
Koszt kapitału 9M		6,5%
Cena docelowa za 9M		160,00

Dino trzymaj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

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). Na początku października spółka poinformowała, że tempo ekspansji powierzchni sprzedażowej wyniosło 25,4% r/r na koniec 3Q'19. Nasza prognoza zakłada 26% r/r wzrostu powierzchni sprzedażowej w 2019 roku. Oczekiwania dobrych wyników w 3Q'19 (zakładamy wzrost sprzedaży/EBITDA o odpowiednio 35%/41% r/r) powinny wspierać notowania spółki w listopadzie. 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.

Cena bieżąca

154,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

149,20 PLN

-3,1%

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

Podstawowe dane		DNP PW	vs. WIG
Ticker	DNP PW	Zmiana 1M	+2,3% -4,1%
ISIN	PLDINPL00011	Zmiana YTD	+60,7% +57,5%
Liczba akcji (mln)	98,0	Średni obrót 1M	18,2 mln PLN
MC (mln PLN)	15 098,2	Średni obrót 6M	21,9 mln PLN
EV (mln PLN)	15 795,9	EV/EBITDA 12M fwd	17,4 +8,1%
Free float	48,9%	EV/EBITDA 5Y avg	16,1 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	70,7	49,1	37,1	26,9	20,7
P/BV	16,7	12,5	9,3	6,9	5,1
EV/EBITDA	40,0	28,9	21,4	16,1	12,6
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	
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%
Zdyskontowana 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 sprzedaj (obniżona)

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). Zakładamy, że sprzedaż/EBITDA spółki wzrosną o odpowiednio 4%/16% r/r w 3Q'19. W kolejnych kwartałach oczekujemy utrzymania pozytywnego trendu w segmencie hurtowym. Zakończenie działań reorganizacyjnych w segmencie detalicznym w 2019 roku powinno pozwolić spółce na skupienie się na ekspansji sieci w 2020 roku (zakładamy nieznaczną poprawę wyniku EBITDA r/r w 2020). 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. Ryzyko wyższych kosztów działalności może wpłynąć na brak potencjalnego zainteresowania do otwierania placówek franczyzowych, co wpłynęłoby negatywnie na plany ekspansji spółki w kolejnych latach. Po wzroście kursu obniżamy naszą rekomendację do sprzedaj.

Cena bieżąca

23,80 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

18,10 PLN

-23,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	sprzedaj	18,10 PLN	2019-11-06	
poprzednia	redukuj	18,10 PLN	2019-09-05	
Podstawowe dane			EUR PW	vs. WIG
Ticker	EUR PW	Zmiana 1M	21,0%	14,7%
ISIN	PLEURCH00011	Zmiana YTD	43,4%	40,2%
Liczba akcji (mln)	139,2	Średni obrót 1M	8,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 312,1	Średni obrót 6M	5,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 638,7	EV/EBITDA 12M fwd	8,9	-11,6%
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.	39,0	49,5	46,0	32,5	23,0
P/BV	3,2	3,2	3,1	3,0	2,7
EV/EBITDA skor.	8,5	10,4	9,7	9,3	8,2
DPS	0,80	0,76	1,00	0,26	0,37
DYield	3,4%	3,2%	4,2%	1,1%	1,5%
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%

Model DCF (bez MSSF 16)

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

Wskaźniki (bez MSSF 16)

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

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Jeronimo Martins trzymaj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Wyniki Jeronimo Martins w 3Q'19 były zgodne z oczekiwaniami rynkowymi. Wzrost sprzedaży porównywalnej pozwolił na skompensowanie negatywnego wpływu rosnących kosztów wynagrodzeń i marketingu na rentowność sieci Biedronka (sieć odnotowała płaską marżę EBITDA r/r). Wzrost Ifl pozwolił na zwiększenie rentowności w biznesie portugalskim. Spółka poinformowała na konferencji po wynikach o ograniczeniu tempa ekspansji sieci Ara do 110 sklepów w 2019 roku oraz na skupieniu się na poprawie rentowności sieci. W 2020 roku sieć Ara powinna się powiększyć o przynajmniej 150 placówek. Biorąc pod uwagę efekt bazy oraz dobre otoczenie makroekonomiczne, oczekujemy utrzymania wysokiej, jednocyfrowej dynamiki poprawy sprzedaży porównywalnej w kolejnych kwartałach. Po 3Q'19, zarząd spółki obniżył oczekiwania dotyczące nakładów inwestycyjnych do około 650 mln EUR. W październiku UOKiK poinformował o rozpoczęciu dwóch postępowań przeciwko sieci Biedronka dotyczących (1) niedozwolonych zapisów w umowie z dostawcami warzyw i owoców (potencjalna kara do 3% rocznego obrotu) oraz (2) różnic w cenach produktów na półkach i na paragonie (potencjalna kara do 10% rocznych obrotów). Prowadzone postępowania mogą przełożyć się na bardziej ostrożne podejście spółki w relacjach z dostawcami oraz na większą kontrolę cen na półkach.

Cena bieżąca

15,10 EUR

potencjał zmiany

Cena docelowa

14,30 EUR

-5,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	14,30 EUR	2019-10-07

Podstawowe dane		JMT PL	vs. WIG
Ticker	JMT PL	Zmiana 1M	+1,2% -5,1%
ISIN	PTJMT0AE0001	Zmiana YTD	+50,7% +47,6%
Liczba akcji (mln)	629,3	Średni obrót 1M	13,3 mln EUR
MC (mln EUR)	9 499,2	Średni obrót 6M	12,6 mln EUR
EV (mln EUR)	9 893,7	EV/EBITDA 12M fwd	8,8 -7,4%
Free float	43,8%	EV/EBITDA 5Y avg	9,5 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.	24,6	23,7	21,4	19,2	18,3
P/BV	5,3	5,3	4,9	4,5	4,1
EV/EBITDA skor.	10,4	10,2	9,4	8,5	8,0
DPS	0,69	0,64	0,27	0,29	0,30
DYield	4,6%	4,2%	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%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

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

*bez MSSF 16

Analiza porównawcza

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

Model DCF (bez MSSF 16)

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

LPP

trzymaj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

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. Dnia 19 listopada spółka opublikuje pełny raport za 3Q'19, a komentarz zarządu dotyczący sprzedaży spółki w pierwszych miesiącach 4Q'19 może wpłynąć na notowania akcji spółki. W 2020 roku potencjalnym ryzykiem dla dynamiki wyników będą wysoki poziom kursu USDPLN (potencjalny negatywny wpływ na rentowność sprzedaży) oraz zakładany wzrost płacy minimalnej.

Cena bieżąca

8 405,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

8 500,00 PLN

+1,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	8 500,00 PLN	2019-10-07

Podstawowe dane			LPP PW	vs. WIG
Ticker	LPP PW	Zmiana 1M	+5,7%	-0,6%
ISIN	PLPP0000011	Zmiana YTD	+7,9%	+4,7%
Liczba akcji (mln)	1,9	Średni obrót 1M	11,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	15 569,6	Średni obrót 6M	17,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	14 831,7	EV/EBITDA 12M fwd	9,5	-29,1%
Free float	69,5%	EV/EBITDA 5Y avg	13,4	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.	35,3	30,8	23,0	20,8	19,0
P/BV	6,4	5,4	4,5	3,8	3,3
EV/EBITDA skor.	17,5	13,4	11,8	10,5	9,2
DPS	35,71	39,96	59,97	78,34	61,29
DYield	0,4%	0,5%	0,7%	0,9%	0,7%
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%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Sprzedaż det/mkw.	660	671	682	689	693	691	689	689	685	681	681
SG&A/mkw.	291	296	304	307	311	309	307	306	305	304	304
Powierzchnia	1 223	1 354	1 488	1 592	1 695	1 804	1 918	2 037	2 161	2 289	2 289
Przychody	9 172	10 375	11 623	12 731	13 667	14 505	15 396	16 342	17 247	18 194	18 649
EBITDA	1 259	1 408	1 569	1 685	1 688	1 752	1 857	1 950	2 198	2 139	2 177
marża EBITDA	13,7%	13,6%	13,5%	13,2%	12,4%	12,1%	12,1%	11,9%	12,7%	11,8%	11,7%
EBIT	851	916	999	1 099	1 121	1 197	1 306	1 400	1 643	1 522	1 560
Podatek	182	174	190	209	213	227	248	266	312	289	296
CAPEX	-870	-983	-823	-512	-518	-540	-562	-584	-605	-617	-617
Kapitał obrotowy	103	97	93	84	70	63	67	71	68	70	72
FCF	112	154	464	880	887	922	980	1 030	1 213	1 163	1 192
PV FCF	107	135	376	657	610	585	573	555	602	532	
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%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2020P
Powierzchnia (Polska)	514	529	542	559	570
Powierzchnia (Rosja)	194	206	229	258	287
Powierzchnia (Czechy)	44	48	54	62	68
Powierzchnia (Niemcy)	45	46	46	47	47
Środki pieniężne	515	1 045	805	834	1 218
Dług netto*	-316	-753	-738	-792	-1 192
Dług netto/EBITDA (x)*	-0,4	-0,7	-0,6	-0,6	-0,8

Analiza porównawcza

	19P	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%

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

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 1,4 p.p. r/r do 53,5% w 2Q'19, na co wpływ miała wprowadzona modyfikacja polityki cenowej. W wynikach sprzedażowych za wrzesień, spółka odnotowała spadek sprzedaży porównywalnej w segmencie modowym (zarówno marka Bytom, jak i pozostałe marki VRG). W październiku nastąpiła kontynuacja negatywnego trendu w sprzedaży porównywalnej segmentu modowego, a skala spadku w marce Bytom się nasiliła. Może to wskazywać na zły odbiór nowej kolekcji przez klientów. Częściowym wytłumaczeniem niskiej dynamiki sprzedaży może być mniejsza aktywność promocyjna oraz zastosowanie nowej polityki cenowej, co przełożyło się na wzrost marży brutto na sprzedaży o 2 p.p. r/r w październiku 2019. W 3Q'19 spadek sprzedaży porównywalnej w segmencie modowym powinien przełożyć się na obniżenie tempa poprawy EBITDA r/r w porównaniu do poprzednich kwartałów (zakładamy 20% wzrostu EBITDA skorygowanej o MSSF 16). Ze względu na istotną sezonowość wyniku w segmencie jubilerskim, realizacja naszej całorocznej prognozy będzie uzależniona od sprzedaży spółki w grudniu. Oczekujemy, że dalsza poprawa wyników organicznego biznesu oraz pozytywne efekty synergii powinny pozwolić spółce na utrzymanie dwucyfrowego tempa wzrostu EBITDA r/r w 2020 roku.

Cena bieżąca

4,11 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

5,20 PLN

+26,7%

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

Podstawowe dane			VRG PW	vs. WIG
Ticker	VRG PW	Zmiana 1M	-1,1%	-7,4%
ISIN	PLVSTLA00011	Zmiana YTD	+1,6%	-1,6%
Liczba akcji (mln)	234,5	Średni obrót 1M	0,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	962,4	Średni obrót 6M	0,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 013,8	EV/EBITDA 12M fwd	7,1	-19,1%
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	16,5	18,0	13,0	11,3	10,2
P/BV	1,3	1,2	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA	10,4	11,5	8,2	6,9	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 inw.	-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 ekwiwalenty
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

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

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

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

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpw>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), które 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 6 listopada 2019 o godzinie 8:47.
Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 6 listopada 2019 o godzinie 8:47.

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, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Famur, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Globalworth Poland, Groclin, Helio SA, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kopec, 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, Rawiplug, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnity, Tarczyński, Trakcja, Unibep, Vistal Gdynia, Wittchen, Work Service, 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 abonamentową z Orange Polska S.A.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

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

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

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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

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

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

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

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Grupy porównawcze wykorzystywane w wycenie poszczególnych spółek

11 bit studios	Activision, Blizzard, CAPCOM, Take Two Interactive, Ubisoft Entertainment, Electronic Arts, Paradox Interactive
Agora	Axel Springer, Cinemark Holdings, Cineworld, Daily Mail&General, IMAX Corp, JC Decaux, Lagardere, Sanoma, Schibsted, Stroeer Media,
AmRest	Alsea, Autogrill, Chipotle Mexican, Collins Foods, Jack In The Box, McDonalds, Mitchells & Butlers, Panera Bread, Starbucks, Texas Roadhouse, Wendy's, Yum! Brands
Asseco Poland	Atos, CAP Gemini, Comarch, Computacenter, Fiserv, Indra Sistemas, Oracle, Sage Group, SAP, Software AG
Atal	Archicom, Dom Development, i2 Development, JWC, LC Corp, Lokum Deweloper, Polnord, Ronson
CCC	Adidas, Asos, Boohoo.com, Caleries, Crocs, Foot Locker, Geox, Nike, Steven Madden, Tod's, Voxx Net-a-Porter, Zalando
CD Projekt	Activision, Blizzard, CAPCOM, Take Two Interactive, Ubisoft Entertainment, Electronic Arts
CEZ, Enea, Energia, PGE, Tauron	CEZ, EDF, EDP, Endesa, Enea, Enel, Energia, 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, Nisshin Oillio Group, Ovostar, Wilmar
Kęty	Alcoa, Amag, Amcor, Bemis, Century Aluminium, China Hongoiao, Constelium, Impexmetal, Kaiser Aluminium, Mercor, Midas Holdings, Nippon Light Metal, Norsk Hydro, UACJ, United CO Rusal
KGHM	Anglo American, Antofagasta, BHP Billiton, Boliden, First Quantum Minerals, Freeport-McMoRan, Grupo Mexico, Hudbay, Lundin, MMC Norilsk Nickel, OZ Minerals, Rio Tinto, Sandfire Resources, Southern Copper, Vedanta Resources
Lotos, MOL	Aker BP, Bashneft, BP, ENI, Galp, Gazpromneft, Hellenic, Lotos, Lukoil, MOL, Motor Oil, Neste, OMV, OMV Petrom, PKN, Repsol, Rosneft, Saras, Shell, Statoil, Total, Tullow Oil, Tupras, Unipetrol
LPP	CCC, Gerry Weber, H&M, Hugo Boss, IC Companys, Inditex, Kappahl, Marks & Spencer, Next, Tom Tailor
Netia	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Mobile Telesystems, O2 Czech, Orange, Orange Polska, Rostelecom, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
Orange Polska	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Mobile Telesystems, Netia, O2 Czech, Orange, Rostelecom, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
PGNiG	A2A, BP, Centrica, Enagas, Endesa, Enea, Energia, 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, Pflaiderer, 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	kupuj
data wydania	2019-11-06	2019-05-20
cena docelowa (PLN)	483,00	518,00
kurs z dnia rekomendacji	332,00	398,00

AC

rekomendacja	równoważ	niedoważaj	równoważ	przeważaj
data wydania	2019-10-30	2019-08-30	2019-03-22	2018-11-30
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	41,00	43,60	48,50	41,50

Agora

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2019-10-30	2018-11-27
cena docelowa (PLN)	17,00	16,00
kurs z dnia rekomendacji	9,50	9,50

Ailleron

rekomendacja	równoważ	równoważ	niedoważaj
data wydania	2019-10-31	2019-06-28	2019-01-31
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	7,16	8,40	11,75

Alior Bank

rekomendacja	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-11-06	2019-07-03	2019-06-03	2019-02-01	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	31,00	72,30	77,00	87,00	92,50
kurs z dnia rekomendacji	29,34	51,10	52,80	57,50	56,65

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	trzymaj	akumuluj	kupuj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2019-11-06	2019-10-07	2019-04-02	2019-03-05	2018-12-05	2018-11-05
cena docelowa (PLN)	48,00	48,00	48,00	46,00	46,00	41,20
kurs z dnia rekomendacji	47,20	44,05	41,20	41,40	39,60	40,00

Apator

rekomendacja	niedoważaj	równoważ	równoważ	przeważaj	przeważaj	równoważ	niedoważaj
data wydania	2019-10-18	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	22,00	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	przeważaj
data wydania	2019-10-10	2019-04-11
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	19,40	14,20

Astarta

rekomendacja	przeważaj	przeważaj
data wydania	2019-10-30	2019-09-05
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	16,85	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	równoważ
data wydania	2019-10-31	2019-01-31
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,14	4,40

BBI Development

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

Boryszew

rekommendacja	równoważ	niedoważaj	niedoważaj	równoważ
data wydania	2019-10-30	2019-09-20	2019-07-26	2019-04-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,29	4,54	4,49	4,65

Budimex

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

Capital Park

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

CCC

rekommendacja	kupuj	kupuj	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-11-06	2019-09-05	2019-06-06	2019-04-02	2019-02-04	2018-12-05	2018-11-05
cena docelowa (PLN)	160,00	161,00	161,00	275,00	291,00	288,00	272,00
kurs z dnia rekomendacji	112,20	131,90	153,80	217,00	178,80	204,60	173,60

CD Projekt

rekommendacja	akumuluj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj
data wydania	2019-11-06	2019-09-05	2019-05-09	2019-04-02	2019-02-04	2018-11-23
cena docelowa (PLN)	276,40	272,50	237,50	221,00	217,70	170,40
kurs z dnia rekomendacji	255,20	251,30	215,00	204,00	190,00	139,00

CEZ

rekommendacja	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

rekommendacja	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

rekommendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	przeważaj	równoważ	niedoważaj	równoważ
data wydania	2019-11-04	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)	1,55	2,00	1,84	1,84	1,79	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,52	1,65	1,75	1,77	1,64	1,60	1,59	1,94	1,80

Comarch

rekommendacja	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

rekommendacja	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

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

Dino

rekommendacja	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

rekommendacja	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

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

Elektrobudowa

rekommendacja	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	kupuj
data wydania	2019-11-06	2019-06-25	2019-04-02	2019-02-04	2018-11-29
cena docelowa (PLN)	11,53	12,41	12,51	13,12	15,58
kurs z dnia rekomendacji	8,59	8,53	8,76	10,73	10,50

Energia

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-11-06	2019-06-25	2019-04-02	2019-02-04	2018-11-29
cena docelowa (PLN)	11,67	12,67	12,21	13,26	13,54
kurs z dnia rekomendacji	6,37	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	równoważ	przeważaj	przeważaj	niedoważaj
data wydania	2019-10-30	2019-08-30	2019-05-29	2019-04-29	2019-02-27	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,20	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	sprzedaż	redukuj	trzymaj	redukuj	redukuj	sprzedaż	redukuj	trzymaj
data wydania	2019-11-06	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	18,10	18,90	18,90	17,90	18,20
kurs z dnia rekomendacji	23,80	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
data wydania	2019-09-20	2019-04-29
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	40,60	40,60

Getin Noble Bank

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	0,33

Grupa Azoty

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj	trzymaj	trzymaj	kupuj
data wydania	2019-11-06	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)	37,12	34,09	39,77	45,93	45,93	44,42	45,39	43,20	33,00	31,47
kurs z dnia rekomendacji	36,58	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
data wydania	2019-07-03	2019-06-03	2019-05-21	2019-05-09	2019-03-05	2019-02-01	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	59,45	61,00	61,00	65,50	65,50	65,50	76,00
kurs z dnia rekomendacji	53,60	53,70	52,40	52,80	65,90	69,10	71,10

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

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	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	redukuj
data wydania	2019-11-06	2019-10-07	2019-09-05	2019-07-03	2019-06-03	2019-04-02	2019-01-18	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	333,45	298,64	327,11	345,32	326,37	341,33	324,30	309,30
kurs z dnia rekomendacji	313,50	283,00	310,00	337,00	347,50	324,00	336,50	343,00

KGHM

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2019-11-06	2019-10-14	2019-08-22	2019-08-05	2019-07-03	2019-06-03	2019-04-02	2019-02-04	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	96,14	90,12	77,51	80,38	98,35	91,71	105,57	92,41	84,56
kurs z dnia rekomendacji	91,64	79,92	74,90	87,78	101,70	95,00	109,40	94,16	92,60

Komerční 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
data wydania	2019-10-07	2019-09-20	2019-04-02
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	44,40	43,00	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	sprzedaj	redukuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2019-11-06	2019-10-07	2019-08-02	2019-02-01	2018-11-14	2018-11-05
cena docelowa (PLN)	5,18	5,18	10,00	10,00	10,10	8,40
kurs z dnia rekomendacji	6,40	5,48	7,51	8,82	9,49	8,85



MOL

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2019-11-06	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	3 258,00	3 223,00	3 223,00	3 423,00	3 423,00	3 280,00	3 280,00	3 296,00
kurs z dnia rekomendacji	3 042,00	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	akumuluj	kupuj	trzymaj	kupuj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2019-11-06	2019-08-28	2019-08-02	2019-07-03	2019-04-02	2018-12-05
cena docelowa (HUF)	14 681,00	14 681,00	13 046,00	13 046,00	13 046,00	13 046,00
kurs z dnia rekomendacji	13 860,00	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

Pekao

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

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	kupuj
data wydania	2019-10-24	2019-06-25	2019-06-03	2019-05-09	2019-04-02	2019-03-26	2019-02-04	2018-11-29
cena docelowa (PLN)	12,20	13,26	13,39	13,38	13,66	13,77	14,47	14,82
kurs z dnia rekomendacji	8,42	9,00	9,23	8,61	10,10	9,88	11,86	11,47

PGNIG

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	kupuj
data wydania	2019-11-06	2019-09-05	2019-08-02	2019-05-28	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04	2018-11-05
cena docelowa (PLN)	5,64	6,33	6,33	6,47	6,92	7,08	7,72	7,72
kurs z dnia rekomendacji	5,07	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
data wydania	2019-08-02	2019-06-26	2019-05-09	2019-02-01	2018-12-05	2018-11-05
cena docelowa (PLN)	47,17	47,17	40,92	40,92	45,00	47,00
kurs z dnia rekomendacji	39,34	42,20	37,78	39,51	41,96	40,39

Play

rekomendacja	kupuj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	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
cena docelowa (PLN)	33,10	34,20	34,20	29,00	29,00	25,25	26,70	21,30	21,30
kurs z dnia rekomendacji	27,16	33,34	31,22	33,34	25,08	24,42	24,08	22,80	16,54

Polnord

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

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	trzymaj	akumuluj
data wydania	2019-11-06	2019-08-28
cena docelowa (EUR)	23,05	23,05
kurs z dnia rekomendacji	22,83	20,44

Ronson

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

Santander Bank Polska

rekomendacja	redukuj	trzymaj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2019-11-06	2019-10-07	2019-08-02	2019-07-12	2019-06-03	2019-02-01	2018-12-05	2018-11-05
cena docelowa (PLN)	276,55	276,55	337,00	337,00	377,27	388,00	400,00	400,00
kurs z dnia rekomendacji	317,40	286,00	319,60	357,20	365,20	373,80	364,80	353,80

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	kupuj
data wydania	2019-11-06	2019-06-25	2019-04-02	2019-02-04	2018-11-29
cena docelowa (PLN)	2,45	2,52	2,89	3,12	3,06
kurs z dnia rekomendacji	1,73	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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

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

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

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

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

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

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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