czwartek, 5 grudnia 2019 | opracowanie cykliczne

Rynek akcji w 2020: strategia inwestycyjna

Rynek akcji

Inwestorzy oczekują, że obecne wzrosty wskaźników wyprzedzających zapowiadają ożywienie gospodarcze kończące trzeci mini-cykl spowolnienia gospodarczego. Rynki dyskontują scenariusz (Faza 1), zakładający co najmniej utrzymanie obecnego status quo w negocjacjach pomiędzy USA i Chinami. On determinuje prognozy wzrostu EPS'20 dla S&P500 czy DAX na poziomie około 10% i przy niskich stopach zwrotu z obligacji usprawiedliwia bieżące P/E dla S&P na poziomie 20,8x.

Jesteśmy bardziej sceptyczni niż konsensus. Scenariusz makro na rok 2020 (ożywienie lub nadal możliwa recesja) będzie silnie zdeterminowany efektami negocjacji. Biorąc pod uwagę szerszy kontekst sporu, osiągnięcie konsensusu zmieniającego perspektywę makro in plus vs. zdyskontowane oczekiwania, tj. wycofanie się z części nałożonych ceł, będzie bardzo trudne. Jest bardziej prawdopodobne, że w ciągu kolejnych miesięcy dojdzie do dalszej eskalacji konfliktu, co otwiera drogę do silnej przeceny indeksów. Uwzględniając relację zysk/ryzyko, w kolejnych miesiącach zalecamy niedoważanie akcji w portfelach.

W 2019 roku WIG był jednym z najsłabszych indeksów na świecie. Przy braku napływu środków do krajowych funduszy, polski rynek nadal pozostaje zdany na łaskę pasywnego kapitału lokowanego przez ETFy (ekspozycja na globalny sentyment). Lokalne czynniki ryzyka nadal będą oddziaływać negatywnie na wyceny akcji. Jeżeli sprawdzi się prognoza naszych makroekonomistów, którzy zakładają realny wzrost PKB w 2020 r. na poziomie 2,8%, nastąpi dalsze pogorszenie i tak słabych wyników przedsiębiorstw, a dla spółek giełdowych dalsze obniżanie konsensusu prognoz. W 2020 r. analizowane przez nas spółki, przy 3% wzroście łącznych przychodów jedynie marginalnie zwiększą skumulowany zysk netto (0%+). Sektor bankowy pozostaje nadal istotnym ryzykiem dla całego rynku.

Niski poziom partycypacji (35-40%) dla grupy największych przedsiębiorstw, które jako pierwsze dołączyły do PPK, jest dużym rozczarowaniem. Szacujemy, że z perspektywy krajowego rynku akcji przyszłoroczne przepływy netto w systemie emerytalnym (OFE/PPK) oscylują na poziomie +2 mld PLN (w październiku zakładaliśmy +3 mld PLN). Największym czynnikiem ryzyka w 2020 roku jest jednak przekształcenie OFE i związana z tym decyzja Polaków o wyborze IKE/ZUS. Nieracjonalne decyzje dotyczące rezygnacji z oszczędzania w ramach PPK pokazują, że zakładany transfer 20% aktywów do ZUS może być scenariuszem zbyt optymistycznym.

W powyższym scenariuszu preferujemy przede wszystkim spółki defensywne, bardziej odporne na zawirowania koniunktury jak telekomy (OPL, PLY) czy energetyka (zmiana retoryki Rządu w zakresie miksu energetycznego, perspektywa znacznej poprawy FCF). Nadal podobają nam się również wybrane spółki informatyczne dostarczające wzrosty wyników (CMR, ASE) oraz producenci gier (CDR, 11B). W kluczowym dla indeksu sektorze finansowym rekomendujemy banki bez ekspozycji na hipoteki CHF, oferujące atrakcyjne stopy dywidendy (PEO, BHW) oraz czeski Moneta Money Bank. Sceptycznie podchodzimy do spółek przemysłowych, które mogą najbardziej odczuć niższy wzrost PKB i presję kosztową (ceny energii, koszty płac). W ramach tego sektora widzimy jednak kilka atrakcyjnie wycenianych podmiotów jak AMC, CIE, FMF, KSW, STP czy TIM. Spółki paliwowe (PKN, LTS) najlepszy okres mają już za sobą, ale w tym sektorze potencjał wzrostu widzimy w podmiotach bardziej zorientowanych na upstream, gdzie mnożniki wyceny są atrakcyjne, a oczekiwania niewygórowane i jest szansa na pozytywne zaskoczenia (MOL, PGN). Pomimo oczekiwanego pogorszenia koniunktury w gospodarce i kilku negatywnych zaskoczeń w 2019 roku, rekomendujemy również CCC i LPP, które powinny dostarczyć wysokie dynamiki na poziomie EBITDA. Zaufania inwestorów nie powinno też zawieść Dino Polska.

Kluczowe rekomendacje

Pozytywne: 1AT, 11B, AGO, ASE, AST, BHW, CCC, CDR, CEZ, CIE, CMR, DNP, ENA, ENG, FMF, JSW, KSW, KRU, LPP, MOL, MONET, OPL, PGE, PGN, PLY, PEO, TIM, TPE, VRG

Negatywne: CPS, EUR, LTS, PKP

Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
11 bit studios	kupuj ►	454,00 PLN ▼
AC	równoważ ►	-
Alumetal	równoważ ►	-
Amica	równoważ ►	-
AmRest	trzymaj ►	47,00 PLN ▼
Apator	równoważ ▲	-
Asseco BS	równoważ ►	-
Asseco Poland	trzymaj ►	59,20 PLN ▲
Asseco SEE	przeważaj ►	-
Astarta	przeważaj ►	-
Atal	kupuj ▲	44,90 PLN ▲
Atende	równoważ ►	-
Boryszew	równoważ ►	-
CCC	kupuj ►	157,00 PLN ▼
CD Projekt	akumuluj ►	281,30 PLN ▲
CEZ	kupuj ▲	597,80 CZK ►
Ciech	kupuj ►	44,41 PLN ▲
Cognor	trzymaj ►	1,25 PLN ▼
Dom Dev	trzymaj ►	88,92 PLN ▲
Ergis	zawieszona -	-
Erste Group	akumuluj ▼	36,61 EUR ▼
Famur	kupuj ►	5,18 PLN ▼
Forte	równoważ ►	-
Grupa Azoty	trzymaj ►	32,75 PLN ▼
Grupa Kęty	trzymaj ►	335,44 PLN ▲
Handlowy	akumuluj ►	57,44 PLN ▼
ING BSK	trzymaj ►	187,77 PLN ▼
JSW	kupuj ►	28,04 PLN ▼
Kernel	trzymaj ▲	41,60 PLN ▲
KGHM	trzymaj ►	85,54 PLN ▼
Komercni Banka	kupuj ►	928,20 CZK ▼
Kruk	kupuj ►	210,31 PLN ▼
Kruszwica	przeważaj ►	-
Lotos	redukuj ▲	77,80 PLN ▲
LPP	kupuj ▲	10100 PLN ▲
Mangata	równoważ ►	-
Millennium	trzymaj ▲	5,47 PLN ▲
Monnari	zawieszona -	-
Netia	trzymaj ►	4,70 PLN ►
OTP Bank	trzymaj ▼	14681 HUF ►
Pekao	kupuj ►	115,20 PLN ▼
PKN Orlen	trzymaj ▲	94,17 PLN ►
PKO BP	akumuluj ▼	39,50 PLN ▼
PKP Cargo	redukuj ►	18,13 PLN ▼
Pozbud	równoważ ►	-
PZU	akumuluj ▼	41,91 PLN ▼
RBI	akumuluj ▲	23,05 EUR ►
Santander	trzymaj ▲	265,50 PLN ▼
Skarbiec Holding	kupuj ►	29,34 PLN ▲
Stelmet	trzymaj ►	8,78 PLN ▲
Tarczyński	zawieszona -	-
TIM	przeważaj ►	-
Wirtualna Polska	trzymaj ►	70,00 PLN ▲

mBank Dom Maklerski

Spis treści

1. Rynek akcji ... 3
2. Sektory ... 9
3. Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu ... 14
4. Zaskoczenia na wynikach spółek w poszczególnych kwartałach ... 15
5. Prognozy i rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku na tle konsensusu ... 18
6. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku ... 19
7. Statystyki rekomendacji ... 22
8. Finanse ... 23
8.1. Alior Bank ... 23
8.2. Handlowy ... 24
8.3. ING BSK ... 25
8.4. Millennium ... 26
8.5. Pekao ... 27
8.6. PKO BP ... 28
8.7. Santander Bank Polska ... 29
8.8. Komercni Banka ... 30
8.9. Moneta Money Bank ... 31
8.10. Erste Group ... 32
8.11. RBI ... 33
8.12. OTP Bank ... 34
8.13. PZU ... 35
8.14. Kruk ... 36
8.15. Skarbiec Holding ... 37
9. Chemia ... 38
9.1. Ciech ... 38
9.2. Grupa Azoty ... 39
10. Paliwa ... 40
10.1. Lotos ... 40
10.2. MOL ... 41
10.3. PGNiG ... 42
10.4. PKN Orlen ... 43
11. Energetyka ... 44
11.1. CEZ ... 44
11.2. Enea ... 45
11.3. Energa ... 46
11.4. PGE ... 47
11.5. Tauron ... 48
12. Telekomunikacja, media, IT ... 49
12.1. Netia ... 50
12.2. Orange Polska ... 51
12.3. Play ... 52
12.4. Agora ... 53
12.5. Cyfrowy Polsat ... 54
12.6. Wirtualna Polska ... 55
12.7. Asseco Poland ... 56
12.8. Comarch ... 57
12.9. 11 bit studios ... 58
12.10. CD Projekt ... 59
13. Przemysł, surowce ... 60
13.1. Cognor ... 64
13.2. Famur ... 65
13.3. Grupa Kęty ... 66
13.4. JSW ... 67
13.5. Kernel ... 68
13.6. KGHM ... 69
13.7. PKP Cargo ... 70
13.8. Stelmet ... 71
14. Deweloperzy ... 72
14.1. Atal ... 72
14.2. Dom Development ... 73
15. Handel ... 74
15.1. AmRest ... 74
15.2. CCC ... 75
15.3. Dino ... 76
15.4. Eurocash ... 77
15.5. Jeronimo Martins ... 78
15.6. LPP ... 79
15.7. VRG ... 80

Rynek akcji

Geopolityka zdeterminuje sytuację gospodarczą

Błędem jest rozpatrywanie wojny handlowej, jej skutków, a przede wszystkim szans na zawarcie trwałego porozumienia zmieniającego obecny stan rzeczy, bez analizy szerszego kontekstu geopolitycznego relacji USA-Chiny oraz procesów zachodzących w samych Chinach. Scenariusz makro na 2020 (recesja/ożywienie) będzie silnie zdeterminowany efektami rozmów pomiędzy USA i Chinami. To powód dlaczego w tegorocznej strategii dla rynku akcji tak dużo miejsca poświęcamy temu tematowi.

Podłoże historyczne

W Chinach nadal władzę sprawuje Komunistyczna Partia Chin (KPCh), której przyświecają „szczytne" hasła leninizmu i której głównym celem jest utrzymanie władzy w kraju mającym 1,3 mld obywateli. Jeszcze w pierwszych latach obecnej dekady Chiny prezentowały się na arenie międzynarodowej jako państwo nastawione na „pokojowy wzrost" i mało angażujące się w sprawy międzynarodowe (doktryna Deng Xiaopinga: *ukryj swoją siłę, czekaj na właściwy moment*). W świecie zachodnim stwarzało to przekonanie o systematycznej demokratyzacji kraju, a tym samym przekonanie o utrzymaniu współpracy w przyszłości. Rosnący wpływ zachodniej kultury na społeczeństwo (szczególnie internetu) systematycznie zmniejszał w państwie pozycję KPCh („rozprężenie moralne"), co dodatkowo wzmacniała rosnąca korupcja w posiadającym szerokie kompetencje lokalnym aparacie państwowym (po 1976 r. następowała stopniowa decentralizacja władzy). Po 2010 r. zaniepokojone klany rodzinne tworzące KPCh uznały, że nadszedł czas na wprowadzenie gruntownych reform wewnętrznych i zmianę polityki zagranicznej. Wyjście Chin z „cienia" ma miejsce w okresie, kiedy kraje zachodu próbują „pozbierać się" po kryzysie finansowym, a USA są nadal silnie zaangażowane na Bliskim Wschodzie i w wojnę z terroryzmem. W 2012 roku KPCh wybiera na sekretarza generalnego Xi Jinpinga, który ogłasza program głębokich zmian w państwie (zwrot konserwatywny). Ich kwintesencją jest strategia „dwóch stuleci":

- do 2021 roku (setna rocznica powstania KPCh) Chiny kończą transformację społeczno-ekonomiczną tworzącą miejską klasę średnią i stają się regionalną potęgą,
- do 2049 roku (setna rocznica utworzenia ChRL) Chiny zostają globalnym supermocarstwem.

Reformy Xi Jinpinga

Główne kierunki działań w polityce wewnętrznej Xi Jinpinga realizowane po 2012 r. potwierdzają gruntowną reformę fundamentów w państwie. Ich głównym celem jest silna władza, coraz bardziej skupiona w rękach jednej osoby i kontrola społeczna mająca tę władzę utrzymać. Są to przede wszystkim:

- reorganizacja administracji państwowej, sprowadzająca się do centralizacji władzy (ograniczenie roli rządów lokalnych w prowincjach na rzecz Pekinu, wzmocnienie decyzyjności i pozycji KPCh);
- pod zasłoną działań antykorupcyjnych, czystki w partii i pozbycie się osób wrogo nastawionych do systemu (dotychczas działania objęły 2,7 mln osób);
- zaostrzenie kontroli społeczeństwa poprzez rozbudowany aparat policyjny i wykorzystanie nowoczesnych technologii w tym sztucznej inteligencji i bigdata (System Wiarygodności Społecznej monitorujący codzienną aktywność każdego obywatela i przyznający ocenę determinującą jego pozycję i prawa w społeczeństwie; obecnie obejmuje 200 mln osób, pierwsza faza projektu monitorująca całą populację ma zostać wprowadzona w 2020 r.), zaostrzenie cenzury internetu i ograniczenie wolności wypowiedzi;
- zwiększenie władzy w rękach samego Xi Jinpinga, poprzez obsadzenie zaufanymi ludźmi kluczowych stanowisk w państwie (w tym w armii), zwieńczeniem tych działań jest zniesienie ograniczenia maksymalnej liczby kadencji na stanowisku sekretarza generalnego;
- gospodarka sterowana z rozległymi mechanizmami rynkowymi, deregulacja sektorów, powołanie ministerstw koordynujących działania poszczególnych gałęzi gospodarki (m.in. pod kątem ochrony środowiska, rozwoju przemysłu zbrojeniowego), jak również większe powiązanie prywatnego biznesu z państwem (m.in. poprzez różnego rodzaju dotacje w strategicznych dla państwa obszarach – jeden z obszarów konfliktu z USA);
- przenoszenie miejsc pracy z przemysłu do usług, zmniejszenie zależności od eksportu, skrócenie i udomowienie łańcuchów dostaw;
- ogromny nacisk na rozwój (w tym pozyskanie z zewnątrz) nowych technologii (w 2018 r. w dziedzinie robotyki i sztucznej inteligencji Chiny opatentowały dwukrotnie więcej wynalazków niż USA i Japonia razem wzięte), strategia „Made in China 2025" zakładająca wzrost udziału chińskich firm w produkcji komponentów w sektorach nowoczesnych technologii (energetyka odnawialna, nowoczesny transport, robotyka) z obecnych 40% do 70% oraz określająca mechanizmy pozyskania nowych technologii w tym przejęcia spółek zagranicznych (obszar konfliktu z USA);
- wzmocnienie pozycji politycznej armii w strukturze władzy państwowej, reorganizacja armii (w tym powołanie jednostek operujących w cyberprzestrzeni i odpowiadających m.in. za kradzież technologii – Jednostka 61398), modernizacja uzbrojenia w oparciu o własny przemysł zbrojeniowy (program ma zakończyć się w 2035),
- program urbanizacji zakładający przeniesienie 250 mln ludzi ze wsi do miast, w roku 2025 na wsi ma mieszkać nie więcej niż 30% populacji (w 2013 r. było to 53,7%).

Zmiany wewnętrzne umożliwiły silny zwrot w polityce zagranicznej Chin, co zaniepokoiło kraje zachodnie. Pod rządami Xi Jinpinga Chiny przedstawiają własną wizję globalnego ładu gospodarczego wprowadzając m.in. Inicjatywa Pasa i Szlaku oraz powołując finansujący ten projekt Azjatycki Bank Inwestycji Infrastrukturalnych (potencjał inwestycyjny: 1 bln USD). Chiny rozwijają wymianę towarową eliminując USD i budują własny system transferów bankowych – odpowiednik Elixira. Ponadto, zwiększają swoje zaangażowanie na Morzu Południowochińskim, wchodząc już w otwarty konflikt z USA i ich sojusznikami w regionie. Wcześniej czy później realizacja strategii Chin, globalnego supermocarstwa, musi przenieść się na rynek finansowy i pozycję USD jako światowej waluty rezerwowej. Już dziś Pekin stopniowo zmniejsza swoje udziały w amerykańskich obligacjach skarbowych, jednocześnie zwiększając inne rezerwy m.in. w złocie. Według danych Departamentu Skarbu USA, w czerwcu Chiny posiadały papiery dłużne denominowane w USD o wartości 1,11 bln. Ponadto szacuje się, że chińskie firmy posiadają około 500 miliardów USD w zagranicznym długu korporacyjnym.

USA odda prym na świecie?

Polityka realizowana przez Xi Jinpinga oznacza wejście na „kurs kolizyjny" z USA, które „przespały" okres zachodzących w Chinach zmian. USA podjęły bardziej agresywne działania dopiero w 2017 roku. W grudniu tego roku Kongres przyjął Narodową Strategię Bezpieczeństwa, która wprost definiuje Chiny jako główne wyzwanie dla bezpieczeństwa i pozycji USA (wroga). Od tego czasu administracja Trumpa, ale również Kongres podejmują szereg działań mających wywrzeć nacisk na Chiny, czego najbardziej spektakularnym

przejawem jest wprowadzenie ceł. Poza tym USA uderzają w chińskie spółki technologiczne (m.in. HUAWEI) operujące na terenie USA. Na poziomie wojskowym zwiększają zaangażowanie na morzu południowochińskim – w Senacie pojawia się projekt „South China Sea and East China Sea Sanctions Act". Wreszcie Kongres i Prezydent przyjmują dokument otwarcie popierający protestujących w Hong Kongu, tuż przed oczekiwanym podpisaniem porozumienia handlowego (Faza 1).

Co dalej?

Naszym zdaniem, z perspektywy strategicznej (długoterminowej) działania podjęte przez USA są próbą zahamowania Chin w drodze do światowej dominacji (kwestia np. deficytu handlowego to tylko narzędzie). Jak można zatrzymać kraj z potencjałem 1,3 mld obywateli, w szybkim tempie dorównujący technologicznie obecnemu championowi, w którym władza nie jest skrępowana prawami obywatelskimi czy etyką (badania naukowe)? Jeśli jest to jeszcze możliwe, USA może próbować wykorzystać „czułe punkty" Chin. Strukturalnym problemem kraju jest wysokie zadłużenie władz lokalnych i przedsiębiorstw (w programie gospodarczym Xi to jeden z kluczowych czynników ryzyka, który ma zostać usunięty w kolejnych latach). Od dawna funkcjonuje opinia, że spadek dynamiki wzrostu PKB poniżej 6% niesie ryzyko wzrostu niepokojów społecznych. Xi Jinping (odpowiadający za reformy) zbudował silną władzę, jego pozycja nie jest absolutna (jak w przypadku Mao Zedonga) i zależy od poparcia starszyzny partyjnej, która wyniosła go do władzy. Wydaje się, że jedynym czynnikiem, który może realnie zatrzymać chińskie plany jest kryzys gospodarczy, który doprowadzi do rozruchów społecznych i odsunie od władzy Xi Jinpinga, a jednocześnie osłabi pozycję KPCh, która będzie skłonna do większych ustępstw. Osiągnięcie tego celu będzie coraz trudniejsze wraz z budowaniem chińskiego potencjału ekonomicznego, technologicznego, militarnego oraz systemu kontroli społecznej. Jak każda wojna, taki scenariusz niesie ze sobą koszty po stronie świata zachodniego, co szczególnie odczułaby Europa. W ogólnym rozrachunku – w odpowiedzi na wieloletnie działania Chin – USA narzuciły żądania, agresywnie je eskalują nakładając kolejne cła i nie chcą ustąpić w negocjacjach. Dla „urażonych" Chin przyjęcie takiego konsensusu może być nie do zaakceptowania.

Z perspektywy USA. Dopóki indeksy giełdowe są wysoko, gospodarka amerykańska ma się relatywnie dobrze, a sondaże dają szansę na reelekcję, Trump nie ma potrzeby dążyć do ustępstw ze strony USA. W krótkim okresie to raczej Chiny mają większy problem gospodarczy (możliwy cel polityki Trumpa sam w sobie wydaje się osiągnięty), dlatego trwanie w stanie niekończących się negocjacji lub akceptacja obecnych warunków przez Chiny są dla USA korzystne.

Z perspektywy Chin. USA wprowadzając cła i żądając reform związanych z poszanowaniem wartości intelektualnej i dostępem do rynku (w tym systemu bankowego, który jest jednym z narzędzi centralnego sterowania alokacją zasobów) stawiają Chiny „pod ścianą". Dodatkowo, Senat jednogłośnie uchwalił projekt ustawy popierającej protestujących w Hong Kongu. Dotychczasowe działania USA (w tym obraźliwa komunikacja Trumpa w mediach) wywołały w Chinach jeszcze bardziej nacjonalistyczną retorykę władz („wielkie odrodzenie narodu chińskiego") i tworzenie w społeczeństwie przeświadczenia o konieczności odparcia kolejnej fali kolonializmu zachodniej kultury, a nawet rewanżu za poniesione krzywdy. Biorąc to pod uwagę, zaakceptowanie amerykańskich warunków – szczególnie bez ustępstw takich jak cofnięcie części taryf celnych – będzie politycznie trudne dla Xi Jinpinga. Chinom łatwiej zgodzić się na ustępstwa ws. wartości intelektualnej, które potem będzie bardzo trudno monitorować, niż na zaakceptowanie ceł, bezpośrednio godzących w gospodarkę. Przy nieustępliwości USA, Chinom bardziej opłaca się przeciągać negocjacje (próbując łagodzić skutki spowolnienia) niż je zerwać (scenariusz przyspieszający recesję i potencjalne niepokoje społeczne).

Czy z perspektywy Chin gra na odsunięcie Trumpa od władzy (przegrane wybory przez wejście USA w recesję jako skutek np. zerwania rozmów) coś zmieni? Antychińska retoryka zarówno wśród republikanów, jak i demokratów jest powszechna. Główny przeciwnik Trumpa w wyborach Joe Biden w rozpoczętej kampanii wyborczej również prezentuje stanowcze stanowisko zakładające konieczność przeciwstawienia się Chinom. Pod tym hasłem może przebiegać cała kampania wyborcza w USA. Kosztem po stronie chińskiej takiego scenariusza jest kryzys gospodarczy, na który nie są przygotowani.

Inwestorzy i analitycy zakładają, że w krótkim okresie dojdzie do porozumienia (faza 1). Faza 1 nie rozwiązuje problemu, ale pozwoli na odreagowanie spowolnienia gospodarczego z ostatnich kwartałów. Od tego, czy cła nałożone w 2019 roku zostaną wycofane (przynajmniej częściowo) czy utrzymane będzie zależała przyszłoroczna dynamika wzrostu PKB. Znalezienie trudnego konsensusu daje czas obu stronom. A to Trumpowi i Xi pozwoli w kraju ogłosić sukces negocjacyjny, który wykorzystają politycznie – Trump na wiecach wyborczych, Xi w rozgrywce z decydentami partyjnymi.

Teoretycznie czas na negocjacje kończy się 15 grudnia, kiedy USA wprowadzą cła na kolejne produkty (160 mld USD) – teoretycznie, bo podobnie jak miało to miejsce w październiku termin może zostać ponownie przesunięty. To po stronie Trumpa leży decyzja, czy 15 grudnia odpali „bombę" i pchnie globalną gospodarkę w recesję. Ta z perspektywy długoterminowych interesów USA może być bolesnym, ale korzystnym rozwiązaniem problemu. Jak sam Trump przyznał w jednym z wywiadów – „są rzeczy ważniejsze niż krótkoterminowa perspektywa recesji"…

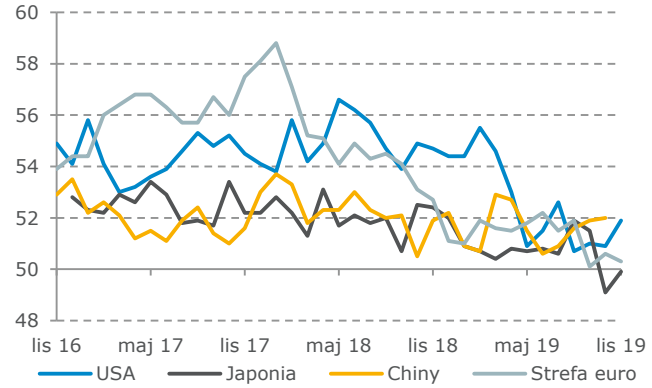
Koniec spowolnienia czy początek recesji?

We wrześniu/październiku wskaźniki wyprzedzające w głównych światowych gospodarkach spadły do poziomu od którego dalsze obniżanie ich wartości byłoby uznane za wejście w recesję (dotychczas tylko przemysł). Ostatnie tygodnie, w których odżyły nadzieje na porozumienie USA-Chiny, przyniosły zahamowanie spadkowego trendu PMI. W efekcie bazowym scenariuszem przyjmowanym obecnie przez inwestorów jest stopniowe wychodzenie światowej gospodarki ze spowolnienia (koniec trzeciego mini-cyklu), na co mają wskazywać nieco lepsze dane makro i listopadowe wskaźniki wyprzedzające, a przede wszystkim nadzieje na zawarcie porozumienia USA-Chiny (Faza 1).

Epicentrum spowolnienia znajduje się w Chinach, których gospodarka negatywnie oddziaływuje na takich potentatów eksportowych jak Niemcy, Australia czy azjatyckie kraje rozwijające się. W 3Q chińska gospodarka wzrosła o 6% r/r, co jest najsłabszym wskaźnikiem od czasu, gdy Chiny zaczęły raportować dane kwartalne w 1993 roku. Opublikowane w listopadzie odczyty o październikowej produkcji przemysłowej (+4,7% r/r) i sprzedaży detalicznej (+7,2% r/r), są najniższymi dynamikami wzrostu od czasu kryzysu finansowego. Przypominamy, że na przełomie 2018/19 roku Chiny m.in. obniżyły podatki, co miało stymulować gospodarkę w okresie trwającej wojny handlowej. Dalsze możliwości stymulowania gospodarki wydają się nie takie proste. Gwałtowny wzrost inflacji CPI do 3,8% ogranicza możliwość luzowania monetarnego, natomiast kolejne inwestycje infrastrukturalne dają krótkotrwały efekt wzrostu, a z drugiej strony powodują dalsze zadłużenie prowincji – co dziś jest jednym z głównych problemów ekonomicznych

Pekinu. Chiny szacują, że spowolnienie gospodarcze zlikwidowało około 5 milionów miejsc pracy w pierwszych siedmiu miesiącach tego roku, głównie ze względu na słaby popyt konsumpcyjny. Z tej liczby 1,3-1,9 mln utraconych miejsc pracy przypisuje się bezpośrednio branżom eksportowym i wpływowi podwyżek taryf w USA. W 2020 roku analitycy oczekują wzrostu chińskiego PKB na poziomie 5,8%, po 6,2% w 2019 r.

PMI w głównych gospodarkach światowych



Źródło: Bloomberg

Gospodarka amerykańska – może za wyjątkiem przemysłu (ISM 48,1 pkt, produkcja przemysłowa w październiku -1,1% r/r) – radzi sobie relatywnie dobrze. Wprawdzie koniunktura w usługach (2/3 PKB) wychładza się w ślad za przemysłem (PMI dla usług 51,6 pkt), ale nadal znajduje się w fazie wzrostu (sprzedaż detaliczna na poziomie 3-4% r/r). Dane z rynku pracy nie wskazują jak na razie na długoterminowe hamowanie gospodarki. Conference Board obniżył się do 125,5 pkt (136 w lipcu br.), nadal wskazuje jednak na duży optymizm amerykańskich konsumentów. Po okresie słabszych danych, ponownie ożyło budownictwo (wzrost liczby nowych budów o 8,5% r/r, wzrost sprzedaży nowych domów z niespełna 600 tys. przed rokiem do ponad 730 tys.). W przyszłym roku konsensus prognoz oscyluje na poziomie 1,7% wzrostu realnego PKB.

Zdecydowanie gorzej prezentuje się kondycja głównych gospodarek europejskich. Nawet odreagowanie po wcześniejszych spadkach wskaźników wyprzedzających jest słabsze niż w USA czy Chinach. PMI w przemyśle dla Strefy wzrósł w listopadzie do 46,6 pkt (z 45,9 we wrześniu), ale PMI usługowy obniżył się do 51,5 pkt z 52,2 w poprzednim miesiącu. Biorąc pod uwagę odsunięcie przynajmniej na jakiś czas innego czynnik ryzyka podnoszonego w ankietach PMI, tj. BREXIT'u, można było oczekiwać silniejszego odreagowania wskaźników. Bez wyraźnego ożywienia w Azji i innych rynkach eksportowych, trudno oczekiwać żeby koniunktura w Europie poprawiła się. Oczekiwane przez część inwestorów pakiety fiskalne na razie pozostają w sferze życzeniowej. W bazowym scenariuszu, zakładającym powolne wychodzenie gospodarki ze spowolnienia, realny wzrost w Strefie ma wynieść 0,9% (0,5% w 2019 r.).

W Polsce systematyczne obniżane są przyszłoroczne prognozy wzrostu PKB, co wynika nie tylko z otoczenia zewnętrznego, ale przede wszystkim z czynników lokalnych. Nasi makroekonomiści szacują, że w 2020 roku gospodarka wzrośnie o 2,8%. Za niższą prognozę (w stosunku do założeń z listopada – 3,2% r/r) odpowiada, m.in. spowolnienie konsumpcji prywatnej (3,9% w 3Q r/r), co biorąc pod uwagę nadal dobrą sytuację, na rynku pracy (zatrudnienie) i % wzrost budżetu płac, a także efekt rozszerzonego programu „Rodzina 500+" jest sporym zaskoczeniem. Analitycy uważają, że niższa konsumpcja to najprawdopodobniej efekt rosnącej stopy oszczędności. Głównym czynnikiem odpowiedzialnym za słabszą dynamikę PKB jest wolniejszy wzrost inwestycji (w 3Q +4,7% vs. oczekiwane 6,5%). Rosnące inwestycje przedsiębiorstw nie są w stanie złagodzić hamowania inwestycji publicznych szczególnie samorządowych (w 3Q -10% r/r).

Banki centralne na całym świecie luzują politykę monetarną, rynki oczekują luzowania fiskalnego

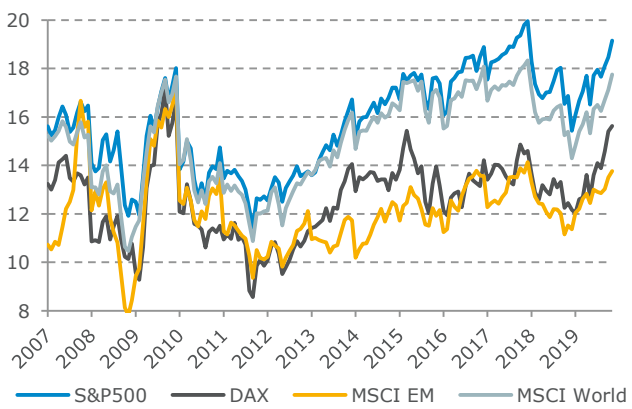
To reakcja na globalne spowolnienie gospodarcze i spadającą inflację. Ta nie rośnie mimo nałożenia dodatkowych ceł na chińskie produkty nawet w USA. Na rykach wschodzących luzowanie monetarne przejawia się przede wszystkim obniżkami stóp procentowych (ponad 60 obniżek w ciągu ostatnich pięciu miesięcy). 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). Polityka w tym zakresie ma oczywiście zasadniczy wpływ na napływ kapitału na globalny rynek akcji, jak również utrzymanie silnego USD.

Oprócz banków centralnych rosną oczekiwania na uruchomienie pakietów fiskalnych, szczególnie w Chinach, Japonii i krajach Strefy euro. Naszym zdaniem, z wyjątkiem Japonii, gdzie zapowiedziano już program inwestycyjny, dopiero dalsze pogorszenie sytuacji gospodarczej skłoni rządy do podjęcia takich decyzji. Takie stanowisko jasno deklarują m.in. Niemcy.

Wyceny dyskontują porozumienie i ożywienie gospodarcze

Na początku 2019 roku analitycy oczekiwali, że EPS dla DAXa wzrośnie o 10%, obecnie konsensus wskazuje 2%. Podobnie zmieniły się oczekiwania dla głównych światowych indeksów, w tym S&P500 spadek z +9,8% do +1,5%. Czy w 2020 r. sytuacja powtórzy się? Pomimo, że od kilkunastu miesięcy momentum wynikowe znajduje się w wyraźnym trendzie spadkowym (od połowy 2018 r., wyjątkiem była korekta w górę oczekiwań po publikacji raportów za 1Q'19) analitycy zakładają, że w przyszłym roku w przypadku DAXa EPS wzrośnie o 12%, dla S&P500 o 9,3%, a dla NASDAQ o 13%. Przy takich założeniach bieżące P/E dla niemieckiego indeksu (13 200 pkt) to 15,8x, a oczekiwane na koniec 2020 r. 14,1x. Relatywnie (np. do indeksów amerykańskich) niski poziom wskaźnika to efekt nisko wycenianej branży samochodowej (P/E dla europejskich producentów to 6,5x), która wraz z branżą powiązaną z produkcją samochodów generuje ponad 1/3 zysków spółek z indeksu. Warto zatem zwrócić uwagę na MDAX, w przypadku którego wskaźnik P/E wynosi odpowiednio 22,9x oraz 20,1x.

P/E dla głównych indeksów światowych

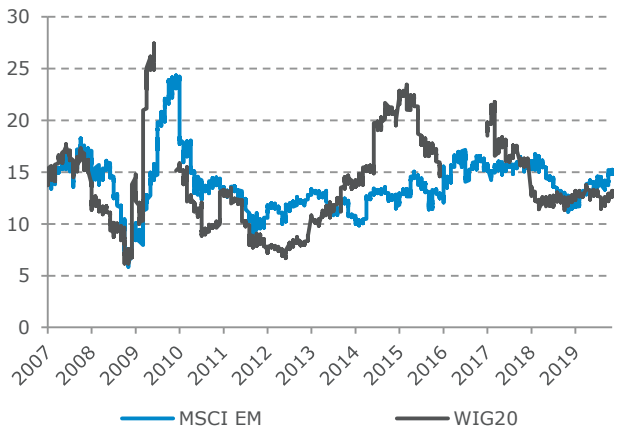


Źródło: Bloomberg

Dla S&P500 oczekiwany wskaźnik na koniec 2020 to 19,1x (bieżący 20,8x), a dla NASDAQ 26,1x (bieżący 31,6x). W ujęciu historycznym to wysokie poziomy (wykres poniżej). Przy rentowności obligacji 10Y w USA na poziomie 1,85% i DY dla S&P500 wynoszącym 1,86%, trudno mówić o bańce wycenowej, ale określenie „drogie akcje" wydaje się być na miejscu. Uważamy, że w ciągu roku prognozy EPS będą dalej obniżane powodując, że inwestorzy nie będą skłonni do akceptacji coraz wyższych P/E.

Wpływ konfliktu USA-Chiny na gospodarkę, silny USD i brak bezpośredniego wsparcia wycen aktywów ze strony lokalnych banków centralnych spowodował, że indeksy rynków wschodzących zachowywały się słabiej niż indeksy bazowe. W efekcie na bazie bieżącego wskaźnika P/E MSCI EM (15,0x) notowany jest z blisko 25% dyskontem do MSCI World (19,9x). Średnie dyskonto w ostatnich 5 latach wynosi 26% (przedział 18-33%), co oznacza, że słabe zachowanie EM to efekt niższej, bieżącej dynamiki zysków, a nie dodatkowego dyskonta z tytułu ryzyka przyszłego spowolnienia.

P/E dla rynków wschodzących na tle indeksów globalnych



Źródło: Bloomberg

Dlaczego GPW tak słaba? Co zmieni 2020 r.?

W ujęciu od początku roku, przy 24,5% wzroście S&P500, 23% DAXa, 9,7% MSCI EM, zachowanie WIG (-6,8%) mocno rozczarowuje, tym bardziej, że rok zamknie się dynamiką wzrostu realnego PKB na poziomie 4%. Główne czynniki odpowiadające na taki stan rzeczy pozostają niezmienione:

- rozczarowująca dynamika wzrostu zysków spółek;
- ryzyko regulacyjne i *corporate governance* (banki, wybrane spółki kontrolowane przez SP);
- odpływ kapitału z krajowych funduszy inwestycyjnych i narastające rozczarowanie zasięgiem programu PPK;
- słabsze niż w przypadku rynków rozwiniętych zachowanie indeksów EM (mniejszy napływ kapitału do ETF).

Słabsze zachowanie polskiej giełdy nawet w stosunku do indeksu MSCI EM powoduje, że P/E dla WIG20 jest dziś jednym z najniższych wskaźników dla indeksów na świecie (12,7x). Przy P/E dla MSCI EM na poziomie 15,0x oznacza to 15,3% dyskonto (wykres po prawej). Trzeba przy tym zwrócić uwagę, że duży udział w WIG20 mają sektory nisko wyceniane w subindeksach EM. Dla przykładu bieżące P/E dla banków EM (sektora reprezentującego ponad 40% WIG20) wynosi zaledwie 9,5x. Przypisując strukturze sektorowej WIG20 P/E dla branż z EM, modelowo wskaźnik dla polskiego indeksu powinien wynosić 13,6x. Oznacza to, że obecnie notowany jest z 8% dyskontem.

Wyniki spółek – czy wreszcie będą wspierać wyceny na GPW?

Nasze prognozy i zakładany scenariusz wzrostu gospodarczego wskazują, że odpowiedź na tak zadane pytanie brzmi – nie.

W grudniu 2018 roku prognozowaliśmy, że w 2019 roku łączne zyski analizowanych przez nas spółek wzrosną o 3%. Przygotowując obecną Strategię, nasze oczekiwania na 2019 roku obniżyły się w stosunku do prognoz sprzed 12 miesięcy o 8%, a na rok 2020 aż o 17%. Wszystko to w otoczeniu 4% wzrostu PKB. Dla poszczególnych sektorów różnicę w oczekiwanych dynamikach prezentuje poniższa tabela.

Według prognoz naszych analityków łączny zysk netto w 2020 roku analizowanych spółek wzrośnie o 0%, przy 3% wzroście przychodów ze sprzedaży (patrz tabela na następnej stronie). Najwyższe dynamiki poprawy wyników odnotuje handel detaliczny i branża odzieżowa, które niestety w 2018 r. zaliczyły również największe rozczarowanie wynikowe. Pozytywne dynamiki wzrostu powinny również zaliczyć spółki z sektora TMT oraz banki i spółki finansowe. Rok 2020 zapowiada się ponownie trudnym rokiem dla przemysłu.

Różnica prognoz wyników dla poszczególnych sektorów (prognozy z grudnia 2019 vs. z grudnia 2018)

	Liczba spółek	Przychody 2019	Przychody 2020	EBITDA skor.* 2019	EBITDA skor.* 2020	Zysk netto skor. 2019	Zysk netto skor. 2020
Przemysł	14	+1%	-1%	+8%	-0%	-3%	-10%
TMT	12	+6%	+7%	+5%	+5%	+15%	+12%
Sektor finansowy	10	+0%	-2%	+0%	-4%	-8%	-16%
Deweloperzy	2	-3%	-6%	+2%	+3%	+0%	+1%
Odzież	3	-3%	+0%	-17%	-8%	-50%	-43%
Handel hurtowy i spożywczy	3	-6%	-4%	+1%	+1%	-1%	-1%
Chemia	2	-4%	-10%	+26%	-13%	+48%	-53%
Górnictwo i metale	2	+2%	-2%	+8%	-16%	-9%	-35%
Energetyka	4	-3%	+1%	-8%	-10%	-15%	-30%
Oil & Gas	3	-5%	-10%	+0%	-6%	-8%	-11%
Razem	**55**	**-2%**	**-4%**	**+0%**	**-5%**	**-8%**	**-17%**
Razem ex Fin/Oil	42	-1%	-0%	+0%	-6%	-8%	-22%
Razem ex Fin/Oil/Min	40	-2%	+0%	-1%	-4%	-8%	-19%
Razem ex Fin/Oil/Min/Ene	36	-0%	-0%	+5%	+1%	-1%	-10%

Źródło: Dom Maklerski mBanku; *dla sektora finansowego na podstawie wyniku odsetkowego, bez PZU, Kruk, Skarbiec Holding

Zakładana dynamika zysków oraz marże dla poszczególnych sektorów

	Przy-chody skor.	EBITDA skor.	ZN skor.	Marża EBITDA skor.		Marża netto skor.		Udział sektora w 2020 r.		
	2020	2020	2020	2019	2020	2019	2020	Przy-chody	EBITDA skor.	ZN skor.
Przemysł	+1%	-6%	-3%	11%	10%	5%	4%	5%	3%	3%
TMT	+3%	+4%	+15%	25%	25%	6%	7%	9%	13%	9%
Sektor finansowy	+4%	+9%	+5%	54%	56%	21%	21%	15%	32%	43%
Deweloperzy	+11%	+13%	+13%	21%	21%	16%	16%	1%	1%	1%
Odzież	+18%	+27%	+33%	12%	12%	4%	5%	4%	3%	2%
Handel hurtowy i spożywczy	+9%	+18%	+30%	4%	4%	2%	2%	7%	2%	2%
Chemia	-3%	-23%	-63%	15%	12%	5%	2%	3%	2%	1%
Górnictwo i metale	-4%	-27%	-43%	24%	18%	9%	5%	6%	6%	4%
Energetyka	+11%	+6%	-8%	18%	17%	6%	5%	18%	18%	13%
Oil & Gas	-3%	+1%	+6%	10%	11%	4%	5%	33%	21%	22%
Razem*	**+3%**	**+2%**	**+0%**	**17%**	**17%**	**7%**	**7%**	**100%**	**100%**	**100%**
Razem ex Fin/Oil*	**+6%**	**-1%**	**-8%**	17%	16%	6%	5%	52%	48%	35%
Razem ex Fin/Oil/Min*	**+8%**	**+4%**	**+0%**	16%	15%	5%	5%	47%	41%	31%
Razem ex Fin/Oil/Min/Ene*	**+5%**	**+3%**	**+6%**	14%	14%	5%	5%	28%	23%	18%

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Wyniki spółek z GPW wpisują się w szerszy kontekst wyników polskich przedsiębiorstw. Z danych GUS wynika, że pomimo 5% wzrostu przychodów (r/r w okresie 9M'19) rentowność na sprzedaży firm w przetwórstwie przemysłowym obniżyła się z 5,9% przed rokiem do 5,6%. W efekcie wynik finansowy netto w tej grupie firm spadł r/r o 2,4%. Wszystko to przy 4% wzroście realnego PKB. Dla porównania w roku 2007, tj. ostatnim roku cyklu wzrostowego gospodarki przed kryzysem finansowym, rentowność sprzedaży brutto wynosiła 7,1%, a w analogicznym okresie 2016 r. było to 6,4%.

W roku 2020 rentowność może jeszcze się pogorszyć. Po stronie ryzyk upatrujemy kilka czynników:

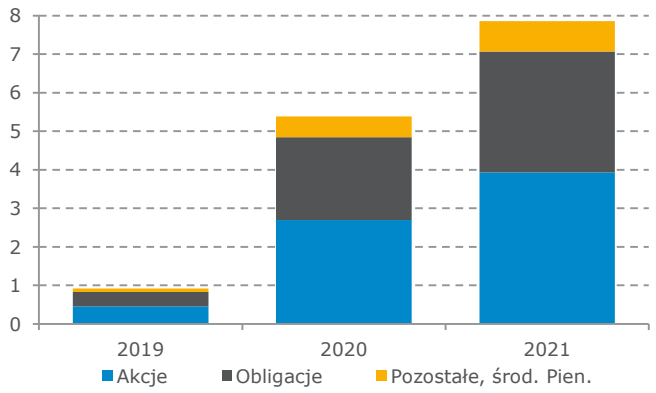
- nasi makroekonomiści zakładają obniżenie dynamiki PKB do 2,8%;
- ryzyko skokowego wzrostu kosztów energii;
- wprowadzenie płacy minimalnej i PPK podwyższające dynamikę wzrostu kosztów osobowych;
- ekspozycja na otoczenie zewnętrzne (in plus ożywienie lub dalsze pogorszenie koniunktury).

Zmiany w OFE, PPK i co dalej z TFI – ujemny czy dodatni bilans napływu środków do krajowych funduszy?

Jeszcze w pierwszym półroczu oczekiwaliśmy, że partycypacja w PPK wyniesie 61% z czego 70% w pierwszej grupie spółek wchodzących do programu (zatrudnienie 250+). Kolejne miesiące 2019 r. przyniosły systematyczne obniżanie prognoz. Po połowie listopada, kiedy znane już były pierwsze szacunki z funduszy zarządzających PPK, partycypacja dla grupy największych przedsiębiorstw może nie przekroczyć 40%, co oznacza ogromne rozczarowanie w stosunku do pierwotnych oczekiwań i wskaźników dla innych krajów. Rząd zapowiedział, że zbada czy w wielu przedsiębiorstwach (w tym państwowych) partycypacja na poziomie zaledwie 10% nie wynika z aktywnego nakłaniania pracowników do rezygnacji z programu, czego zabrania ustawa. Ewentualne zmiany in plus zajmą jednak dużo czasu, a duże firmy dały już dziś zły sygnał mniejszym, które dopiero przystąpią do programu.

We wcześniejszych obliczeniach zakładaliśmy, że coraz mniejsze firmy będą miały coraz mniejszą partycypację. Niestety negatywny scenariusz zdaje się realizować. Bazowo zakładamy, że przy wskaźniku na poziomie 36% dla całego programu PPK (40% dla dużych firm), roczne napływy oszczędności emerytalnych do funduszy w pełnym roku funkcjonowania programu to kwota ok. 7,85 mld PLN (wszystkie grupy przedsiębiorstw). Przy założeniu 50% komponentu akcji, dawałoby to ok. 2,9 mld PLN środków dedykowanych na GPW i 0,98 mld PLN na akcje zagraniczne. W 2020 roku łączny napływ środków szacujemy na 5,4 mld PLN z czego 2 mld PLN na zakup akcji notowanych na GPW. W długim okresie można mieć nadzieję, że partycypacja będzie rosła wraz z rosnącą świadomością konieczności budowania indywidualnych oszczędności emertytalnych.

Prognozowany napływ środków do PPK (mld PLN)



Źródło: Dom Maklerski mBanku

PPK może być swego rodzaju sondażem, pokazującym jakie zaufanie do rynku kapitałowego mają Polacy. Tu rodzi się nasza największa obawa. W najbliższych tygodniach Sejm przyjmie ustawę kończącą zmiany w OFE. Dotychczas zakładaliśmy, że tylko niewielka część osób (20%) 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 nawet połowa 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. Nie znamy polityki inwestycyjnej PFR w tym zakresie, ale taki scenariusz oznaczałby ryzyko podaży akcji wybranych spółek w długim okresie, a także byłby to fatalny sygnał dla inwestorów zagranicznych.

W najnowszym projekcie regulacji dotyczących OFE przyjęto, że ustawa wejdzie w życie w czerwcu 2020 roku zamiast pierwotnie zakładanego stycznia. W listopadowym komentarzu specjalnym oszacowaliśmy, że marcowy termin (podtrzymany w najnowszym projekcie) wycofania „suwaka" oznacza brak konieczności sprzedaży polskich akcji przez fundusze w 2020 roku (w celu zapewnienia środków na spłatę opłaty od transferu aktywów).

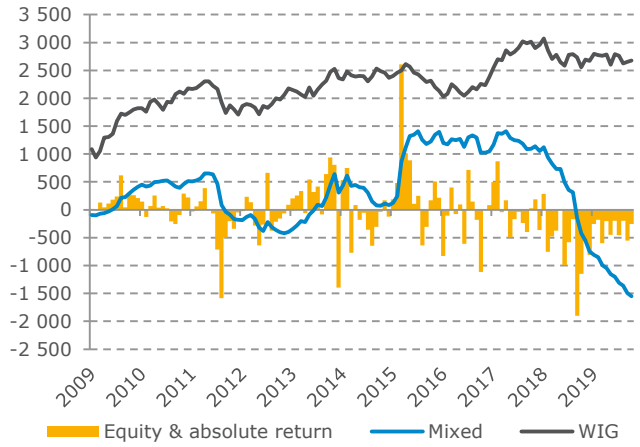
Bilans przepływów w krajowym systemie emerytalnym (prywatnym; mld PLN)

Przepływy netto w OFE	2019	2020	2021	2022
Świadczenia emerytalne / ZUS netto	-1,8	-2,2	-0,4	-0,9
Dywidendy	0,0	2,8	2,6	2,6
Opłata		-12,7	-5,5	
Łącznie	**-1,8**	**-12,1**	**-3,3**	**1,7**
Źródła finansowania	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**
Gotówka	-0,7	-4,2	-0,5	
Obligacje, inne	-0,4	-1,8	-1,6	
Akcje zagraniczne	-0,7	-4,8	-1,1	
Akcje polskie	0,0	0,0	0,0	
Przepływy netto w PPK	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**
PPK łącznie	0,7	5,4	7,9	8,2
PPK akcje	0,3	2,0	2,9	3,1

Źródło: Dom Maklerski mBanku

W efekcie przyszłoroczny bilans przepływów w części „akcyjnej" systemu emerytalnego byłby zbliżony do 2 mld PLN, a w 2021 r. można byłoby oczekiwać napływu 2,9 mld PLN nowego kapitału. Nasze obliczenia zakładają, że fundusze są zasilane w gotówkę z dywidend, ale nie uwzględniamy przychodów z wezwań. Każda kwota pozyskanych z tego tytułu środków poprawia bilans przepływów.

Napływy netto w TFI (fundusze akcyjne i absolute return)



Źródło: Dom Maklerski mBanku

Pochodną sytuacji na GPW i otoczenia okołorynkowego jest bilans przepływów w TFI. Nasze optymistyczne założenia na 2019 rok (netto: około 0 PLN) nie sprawdziły się. Po 10 miesiącach odpływy netto z funduszy akcyjnych i absolut return wyniosły 3,35 mld PLN w stosunku do 7,8 mld PLN w całym 2018 roku. Oznacza to, że od początku 2016 roku wymienione fundusze odnotowały odpływ netto kapitału na poziomie 12,3 mld PLN. W tym czasie wartość depozytów gospodarstw domowych zgromadzonych w bankach wzrosła o 220 mld PLN.

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

Sektory

Finanse

- **Zalecamy przeważenie sektora finansowego w krajach CEE za wyjątkiem Polski (neutralne podejście).** Nasze obecne wyceny wskazują na 7% potencjał wzrostu dla całego sektora z czego 10% dla banków regionalnych i czeskich oraz 4% dla polskich banków. Na pierwszy rzut oka sektor bankowy w Polsce wygląda bardzo atrakcyjnie, notowany z 25% dyskontem do 5-letniej średniej na wskaźniku P/E oraz z 21% na wskaźniku P/BV. Niemniej jednak wysokie dyskonto polskiego sektora wynika ze zbyt optymistycznych prognoz rynku, które w obliczu odpisów na kredyty frankowe, zwrot prowizji kredytowych czy wzrost salda rezerw spowodowany znaczącym spowolnieniem gospodarczym powinny ulec korekcie o -11% na 2020 rok oraz o -15% na 2021. Nasze fair P/E na 2020 rok na poziomie 11,8x wobec średniej historycznej na poziomie 13,5x wskazuje także na konieczność de-ratingu polskiego sektora bankowego przez sell-side, właśnie ze względu na długotrwały ubytek rentowności. Niemniej jednak uważamy, że spadek wycen sektora uwzględnia już de-rating oraz przyszły ruch na konsensusie przez co zalecamy neutralne podejście do ww. sektora. Pośród polskich banków szczególnie pozytywnie postrzegamy Bank Pekao oraz Bank Handlowy, które dzięki konserwatywnym bilansom, polityce kredytowej, ograniczonej ilości kredytów frankowych powinny zachowywać się w turbulentnym 2020 roku zdecydowanie lepiej od spółek porównywalnych. Z drugiej strony podchodzimy z dużą dozą optymizmu do banków regionalnych, a w szczególności do czeskich. Uważamy, że otoczenie makro i mikro w Czechach będzie dalej sprzyjać wysokiej rentowności Komercni jaki Monety, co z kolei pozwoli na wypłatę bardzo wysokich dywidend. Ograniczony potencjał wzrostu widzimy w Erste, RBI oraz OTP, głównie ze względu na bardzo dobre zachowanie kursów w ostatnich tygodniach.
- **Na pierwszy rzut oka wyniki w Polsce będą dalej rosnąć.** Prognozujemy wzrost zysku netto w 2020 roku na poziomie +6% w regionie CEE (wszystkie analizowane przez nas banki) z czego +5% w Polsce. W Polsce oznacza to znaczące przyspieszenie po wzroście prognozowanego przez nas wyniku na poziomie +0,5% w 2019 roku. Niemniej jednak korygując wyniki z 2019 roku o zdarzenia jednorazowe, wynik w 2020 w Polskim sektorze spada o 3% i jest to pierwszy spadek od 2015 roku. Oczekujemy, że spadek będzie pochodną rosnącego salda rezerw (+29% r/r) napędzanego rezerwami na sprawy frankowe oraz spowolnieniem gospodarczym (z 4,5% w 2019 do 2,8% w 2020). Prognozujemy, że koszt ryzyka w 2020 roku w Polsce wyniesie 93 p.b. czyli osiągnie poziom niespotykany od 2013 roku, kiedy wzrost PKB wynosił zaledwie 1,4%. Przyznajemy, że nasza prognoza jest konserwatywna i może być źródłem pozytywnych zaskoczeń, ale z drugiej strony uważamy, że każde spowolnienie jak i wzrost powinien być szybciej odzwierciedlany w kosztach ryzyka pod reżimem MSSR9. Z drugiej strony oczekujemy, że wyniki bronione będą przez nadal rosnące wolumeny kredytowe (+8% wobec +11% w 2019 r.) i rosnący wynik prowizyjny. W bankach CEE (ex-Polska) oczekujemy wzrostu zysku netto na poziomie +7% w 2020 co jest wynikiem bardzo dobrym biorąc pod uwagę stopniową normalizację kosztu ryzyka (z 0 p.b. w 2019 r. do 8 p.b. w 2020 r.). Po bankach w regionie oczekujemy niezmienionej dynamiki wyniku odsetkowego oraz prowizyjnego, ale i większej dbałości o koszty (-3% r/r). Marża odsetkowa w szerokim regionie powinna pozostać płaska w 2020 roku.
- **Ryzyka w 2020 roku głównie związane z Polską.** 1) Kwestia portfela frankowego pozostaje głównym źródłem niepewności dla banków w Polsce. Po wyroku Trybunały Sprawiedliwości UE banki zmierzą się z rosnącą liczbą pozwów, a ostatnie wyroki stawiają pod znakiem zapytania także ekspozycje denominowane w CHF. Dynamika liczby pozwów, kolejne wyroki oraz wyczekiwane zaadresowanie problemu frankowego przez audytorów będą głównymi czynnikami wpływającymi na sentyment do akcji polskich banków. 2) Dodatkowo, Polska zmierzy się w 2020 roku ze znaczącym spowolnieniem gospodarczym i przy nadal wysokiej presji na płace, koszt ryzyka w segmencie korporacji może ulec znaczącemu pogorszeniu. 3) Zgodnie z oczekiwaniami wybory do parlamentu polskiego oraz europejskiego sprzyjały obietnicom wyborczym, co będzie miało konsekwencje dla budżetu centralnego w 2020 roku. Według doniesień medialnych rząd cały czas szuka dodatkowych źródeł przychodów budżetowych i w połączeniu z większym niż oczekiwano spowolnieniem gospodarczym dopuszczamy myśl, że w poszukiwaniu pieniędzy podatek od sektora bankowego może ulec zwiększeniu. 4) Tradycyjnie widzimy także ryzyko ze stabilnością Zarządów spółek Skarbu Państwa, które stanowią znaczącą część rynku. Po kolejnych wygranych wyborach zmiany dotknęły już Bank Pekao, a mogą w dalszej kolejności dotknąć i PZU, które z kolei ma wpływ na obsadę stanowisk w Alior Banku. 5) Finalnie, uważamy, że w 2020 roku może dojść do znaczących fuzji na polskim rynku bankowym, na których przeprowadzenie wpływ mogą mieć przesłanki polityczne, a nie ekonomiczne. 6) W regionie zagrożenie może nieść większa normalizacja kosztu ryzyka niż oczekujemy, wyższe podatki bankowe czy znaczące spowolnienie gospodarcze.
- **Stabilizacja stóp w regionie i dalsze obniżki w strefie Euro.** W strefie euro wymagające otoczenie makroekonomiczne sprawia, że EBC coraz mocnej nawołuje do stymulacji fiskalnej. Jeżeli chodzi o politykę monetarną to podczas swojego pierwszego przemówienia Christine Lagarde zapowiedziała, że ECB będzie kontynuował wspieranie gospodarki i stawianie czoła przyszłym zagrożeniom, jednocześnie monitorując efekty zewnętrzne. Pierwsze posiedzenie pod nową przewodniczącą odbędzie się 12 grudnia, oczekujemy, że może ono wyznaczyć ogólny kierunek prezydentury Christine Lagarde. Obecnie rynek z około 40% prawdopodobieństwem oczekuje obniżek stóp procentowych przez EBC w drugiej połowie 2020 r., jednocześnie coraz więcej urzędników ECB zwraca uwagę na ryzyko jakie niesie pogłębiające i przedłużające się środowisko negatywnych stóp procentowych. W obecnym środowisku nasi partnerzy z Commerzbanku uważają, że sektor finansowy, pomimo relatywnie niskich wycen, jest obecnie mało atrakcyjny i należy do niego podchodzić selektywnie (Allianz i DWS), głównie ze względu na sytuację makro. Istotnym wydarzeniem w 2020 może być zapowiedziany, strategiczny przegląd celów polityki pieniężnej oraz stosowanych narzędzi. W przypadku węgierskiego, rumuńskiego oraz czeskiego banku centralnego, rynek obecnie nie spodziewa się zmian w poziomach stóp procentowych.
- **W Polsce preferujemy Pekao, a w CEE Monetę.** W Polskim sektorze bankowym preferujemy Pekao pośród dużych banków oraz Bank Handlowy z mniejszych. Uważamy, że banki z konserwatywnym bilansem, wysoką dywidendą, poprawiającą się rentownością oraz ze znikomą ekspozycją na kredyty CHF powinny zachowywać się znacząco lepiej od pozostałej części sektora. Zmiany Zarządu w Pekao przypominają o politycznym

uzależnieniu banku ale z drugiej strony wybór Prezesa pośród długoletnich pracowników powinien złagodzić reakcję rynku. Oczywiście widzimy ryzyko, że zmiany Zarządu w PZU, a w następstwie RN Pekao mogą pociągnąć dalsze roszady w Zarządzie tego ostatniego ale taki scenariusz na razie widzimy jako mniej prawdopodobny. Zwracamy uwagę, że oba banki w 2020 roku powinny poprawić rentowność po negatywnych zdarzeniach jednorazowych z 2019 roku oraz jednocześnie zaproponować DY na poziomie przekraczającym 6%. Główne ryzyko inwestycji w Pekao widzimy w rynku M&A. W szerokim regionie preferujemy Monetę nad Komercni Banka oraz Erste Group. Moneta Money Bank wyróżnia się na tle sektora rentownością (ROE w 2020 na poziomie 15,8% oraz ROA na poziomie 1,7%) oraz wskaźnikiem DY na poziomie >7%. Dodatkowo bank ogłosił przeprowadzenie przejęcia dwóch podmiotów na rynku czeskim co wzmocni pozycję rynkową, EPS, DPS oraz może skutkować jednorazowym zyskiem z rozpoznania bad-will'u. Uważamy, że wzrost gospodarczy w Czechach na poziomie 2,2% w 2020 r. wobec 2,5% w 2019 r. nie powinien negatywnie odbić się na wynikach sektora.

- **W spółkach finansowych największy potencjał wzrostu widzimy w Kruku oraz Skarbcu.** Naszym top-pick w spółkach finansowych (ex-banki) pozostaje Kruk. Oczekujemy, że sentyment do Kruka powinien ulec dalszej poprawie po raporcie dotyczącym nakładów oraz spłat w 4Q'19. Dodatkowo wyniki za 4Q'19 mogą zaskoczyć pozytywnymi rewaluacjami i pierwszy raz nie wykazać znaczących ujemnych rewaluacji we Włoszech. Dobre perspektywy zakupowe na kolejne lata, a w szczególności na 2020 rok są podkreślane nie tylko przez Zarząd Kruka, ale także przez wszystkie główne liczące się spółki windykacyjne w Europie (Intrum, B2Holding, Hoist). Nie bez znaczenia jest także znaczące zmniejszenie pozycji krótkiej w sektorze z 4,8% do 4,5% w zaledwie miesiąc. Jednocześnie widzimy bardzo wysoki potencjał wzrostu w Skarbiec Holding. Niemniej jednak cieniem na spółce niezmiennie kładzie się nieznana struktura akcjonariatu oraz ewentualne akwizycje, które mogą przełożyć się na niższą dywidendę. Potencjał wzrostu dla PZU widzimy poniżej 15%, co implikuje rekomendację akumuluj. Sentyment do PZU może być osłabiony przez ewentualne polityczne roszady w Zarządzie, który jest pozytywnie postrzegany przez rynek. Dodatkowo, podobnie jak w Pekao, widzimy zagrożenie płynące z rynku M&A.
- **Kluczowe rekomendacje:** Pekao (kupuj), Handlowy (akumuluj), Moneta Money Bank (kupuj), Kruk (kupuj)

Chemia

- W 2020 roku oczekujemy, że koniunktura na podstawowe produkty chemiczne utrzymywać się będzie na słabszym r/r poziomie. Wyższa konkurencja produktów z Azji wpływa negatywnie na ich bilans w Europie i prowadzi do nadwyżek produkcyjnych.
- W 2020 roku spółkom pomagać będą niższe ceny węgla koksowego (szczególnie dla Ciech), natomiast wyzwaniem będą odbijające ceny gazu ziemnego (negatywnie dla Grupy Azoty) oraz wyższe ceny certyfikatów CO_2.
- W drugiej połowie roku rynek finansowy z uwagą będzie obserwował zasady odnośnie alokacji certyfikatów CO_2 po 2020 roku. Zmniejszenie puli darmowych certyfikatów może prowadzić do istotnego wzrostu kosztów dla Grupy Azoty i Ciech.
- Naszym top-pickiem z Chemii na 2020 rok pozostaje Ciech (odbicie wyników, rosnące ceny sody), z kolei nad sentymentem do Grupy Azoty ciążyć będzie rosnący CAPEX (głownie projekt PDH) oraz spadające wyniki w segmencie nawozów.
- Alternatywą dla inwestycji na polskim rynku w przypadku Chemii może być Covestro (1COV GY). Lider kosztowy w produkcji MDI i TDI może być ciekawym wyborem w wariancie poprawy koniunktury w Chinach.
- **Kluczowe rekomendacje:** Ciech (kupuj)

Paliwa

- Przy założeniu utrzymania aktualnych kwot produkcyjnych OPEC, rynek ropy powinien być w przyszłym roku zbilansowany i dlatego utrzymujemy nasze założenie dla Brent na poziomie 65 USD/Bbl. Ceny gazu przy standardowej pogodzie w sezonie grzewczym powinny kontynuować odbicie, z uwagi na widoczny wzrost zapotrzebowania w sektorze energetycznym i spadek zapasów z obecnych rekordowych poziomów.
- Perspektywa kolejnych uruchomień nowych gigantycznych rafinerii (Chiny, Arabia Saudyjska, Malezja, Brunei) zwiększających globalne moce o prawie 2% będzie wywierać coraz większą presję na marże w roku 2020. Efekt IMO może mieć neutralny lub nawet lekko negatywny wpływ dla rafinerii o średnim wskaźniku konwersji, a wesprze tylko te instalacje o głębokim przerobie. Dyskonta na ropach zasiarczonych (Ural) nie powinny rosnąć z uwagi na ograniczoną podaż tych mieszanek.
- Rynek petrochemiczny odczuwa już dużą presję ze strony zwiększającej się podaży, której strona popytowa nie jest w stanie zrównoważyć. Korzystny spread Europa/Chiny napędza import polietylenu i z miesiąca na miesiąc psuje rentowność. Wskaźnik etylen/Brent sugeruje jeszcze znaczny potencjał spadku do osiągnięcia cyklicznego minimum.
- W związku z powyższym, konsensus prognoz dla obszaru downstream będzie musiał być zweryfikowany w dół, co pociągnie za sobą presję na spółki z sektora rafineryjnego i petrochemicznego. W przypadku spółek wydobywczych dostosowanie pod tym względem mamy już za sobą.
- Ciekawą ekspozycję na nasz bazowy scenariusz odbicia cen gazu i wyższych cen ropy mogą stanowić spółki wydobywcze z rynku amerykańskiego, szczególnie, że ten indeks oderwał się w ostatnim roku od notowań węglowodorów (YTD -20%), a oczekiwania EPS zostały już mocno obniżone (~-30%). Preferowalibyśmy podmioty o konserwatywnym bilansie (<1,5x ND/EBITDA) z relatywnie mniejszym potencjałem spadku w przypadku niższych cen węglowodorów (base case vs bear case). W tym kontekście zwracamy uwagę na aktualne top-picki naszego partnera Evercore ISI: CNQ (Canadian Natural Resources), COG (Cabot Oil&Gas), CXO (Concho Resources) i FANG (Diamondback Energy).
- W ramach naszego spektrum zalecamy przeważanie spółek eksponowanych na obszar wydobywczy (PGN, MOL), które będą pozytywnie wyróżniać się dynamiką wyników na tle podmiotów zorientowanych przede wszystkim na downstream (PKN).
- **Kluczowe rekomendacje:** Lotos (redukuj), MOL (akumuluj), PGNiG (kupuj)

Energetyka

- Ceny energii na rynku niemieckim, po mocnej końcówce 2018 roku, w tym roku z miesiąca na miesiąc obniżały loty (ceny paliw i cofnięcie rajdu na CO2) i zamykały się w okolicach 46 EUR/MWh. Przy naszych prognozach odbicia cen surowców w średnim terminie oczekujemy stopniowej odbudowy notowań energii do 51 EUR/MWh. Jesteśmy natomiast sceptyczni jeśli chodzi o powrót do wzrostów uprawnień CO2 z uwagi na widoczny spadek emisji w gospodarce oraz brak konkretnych i szybkich pomysłów regulacyjnych w tym obszarze, pomimo różnego rodzaju dekarbonizacyjnych wypowiedzi polityków europejskich.

- W Polsce ceny energii zakontraktowane na przyszły rok w podstawie powinny oscylować wokół 267 PLN/MWh wobec 240 PLN/MWh w tym roku, co oznacza spadek modelowej marży na węglu brunatnym o 15 PLN/MWh i 4 PLN/MWh na węglu kamiennym w „starych" elektrowniach, ale ~5 PLN/MWh wzrostu w najnowszych blokach o wysokiej sprawności. Na wyniki generacji będzie też wpływać brak darmowych uprawnień (głównie PGE i Enea).
- Dla sentymentu ważne będą kwotowania na TGE w kolejnych miesiącach (uruchamianie bloku w Jaworznie, rosnący import vs coraz większe odstawienia w systemie pod remonty „BAT") ze względu na klarowanie się oczekiwań spadku cen po uruchomieniu rynku mocy w 2021 r. (nasz bazowy scenariusz to -17 PLN/MWh). Z punktu widzenia wyników (szczególnie elektrociepłowni) znaczenie będzie miała też pogoda w sezonie grzewczym (niska baza w 1Q'19).
- Wiele wskazuje na to, że kwestia cen dla gospodarstw domowych ponownie będzie gorącym tematem na przełomie roku. W bazowym scenariuszu zakładamy neutralne dla sektora zreplikowanie tegorocznych rozwiązań ustawowych na rok 2020. Zagrożeniem byłoby scedowanie przez rząd zadania zamrożenia cen na URE i sektor.
- Wciąż czekamy na finalną wersję polityki energetycznej PEP40 i Krajowego planu na rzecz energii i klimatu, które będą podstawą dla aktualizowanych obecnie strategii spółek z sektora. Aktualny draft został ogłoszony jeszcze przez Ministra Tchórzewskiego tuż przed jego odejściem z ministerstwa, tak więc nie można wykluczyć kolejnych korekt miksu energetycznego na korzyść OZE (pozytywny przekaz do rynku).
- Utrzymujemy pozytywne nastawienie do sektora głównie na bazie oczekiwanej poprawy wyników i dodatnich przepływów pieniężnych po okresie wysokich nakładów inwestycyjnych 2015-2019. Liczymy też na wznowienie polityki dywidendowej.
- **Kluczowe rekomendacje:** CEZ (kupuj), Enea (kupuj), Energa (kupuj), PGE (kupuj), Tauron (kupuj)

Telekomunikacja, media, IT

- W 2020 r. kluczowym tematem na rynku telekomunikacyjnym będzie aukcja częstotliwości 5G (tzw. C-bandu, tj. 3,6-3,8 GHz). Resort cyfryzacji liczy na zebranie ok. 1 mld PLN. Jesteśmy dużo bardziej konserwatywni, zakładamy nakłady 844 mln PLN per operator na pasmo (tj. 3,4 mld PLN w sumie z aukcji).
- UKE przewiduje także dystrybucję 1 bloku częstotliwości z zakresu 800 MHz w 2020 r. Spodziewamy się, że pasmo trafi w ręce Play, a cena za nie będzie dużo niższa niż w przypadku aukcji w 2015 r.
- W październiku'19 podpisano memorandum w sprawie polskiej sieci 5G. Dokument nakreśla współpracę operatorów w zakresie 700 MHz oraz powołanie jednego hurtowego operatora ogólnopolskiej bezprzewodowej sieci, pracującego w pasmie 700 MHz.
- Stabilizacja cen na rynku mobilnej telekomunikacji w Polsce postępuje. Zarządy Play i Orange Polska wyraziły zadowolenia z przyjęcia wyższych cen przez konsumentów w pierwszych miesiącach od wprowadzenia nowych taryf.
- Według prognoz agencji Zenith, polski rynek reklamowy wzrośnie w całym 2019 r. o 3,9% do poziomu 7,908 mld PLN netto. Globalne wydatki na reklamę wzrosną o 4,6%, a ich suma zamknie się w kwocie 639 mld USD. Nakłady na reklamę internetową będą rosnąć do 2021 r. w szybszym tempie niż na telewizję. Ich udział wzrośnie w ciągu dwóch lat do 52% wydatków reklamowych.
- Zarząd Agory podał już swoje oczekiwania dot. rynku reklamy ogółem w Polsce: wydatki na reklamę w 2020 roku niższe lub porównywalne.
- W ciągu ostatniego roku WIG Info wzrósł o 26%, istotnie wyprzedził szeroki indeks. Na rynku widoczna jest stagnacja w zamówieniach publicznych, co w połączeniu ze wzrostem kosztów pracy pozostaje głównym problemem spółek IT. Utrzymujemy nasze neutralne nastawienie do sektora IT.
- Alternatywą do polskich spółek z sektora TMT może być Tele Columbus (TC1 GY), biorąc pod uwagę pozytywny wpływ hurtowej umowy z Telefonica Deutschland, poprawę wyników oczekiwaną od 4Q'19 (pozytywny EPS od 2020 r.) oraz relatywnie duże szanse na sprzedaż wyseparowanej infrastruktury na atrakcyjnym wskaźniku (oczekuje się ok. 15,0x podczas gdy cała spółka jest wyceniana obecnie na ok. 7,2x).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Orange Polska (akumuluj), Play (kupuj), Cyfrowy Polsat (redukuj), Agora (kupuj), Asseco SEE (przeważaj), Comarch (kupuj)

Przemysł

- Rok 2019 kończy się z bardzo niskimi odczytami wskaźników PMI dla przemysłu w Europie. Spółki przemysłowe w 2020 roku mogą wciąż się borykać ze słabszą koniunkturą i popytem na oferowane wyroby na swoich rynkach eksportowych. Duża część spółek powoli sygnalizuje wyhamowanie spadków, co z drugiej strony może zwiastować wyhamowanie tempa spadków w kolejnych okresach.
- Wśród głównych wyzwań dla spółek przemysłowych na 2020 r. są rosnące koszty pracy, energii elektrycznej oraz logistyki. W przypadku kosztów pracy oczekujemy, że w zależności od spółki te rosnąć będą między 3-7% r/r. Największy udział kosztów pracy w kosztach ogółem ma miejsce w JSW (47%), PKP Cargo (37%), KGHM (28%), Apator (27%), AC (25%), Mangata (25%) oraz Forte (22%) i Stelmet (22%). W zakresie energii elektrycznej zakładamy, że ceny energii w taryfie B wzrosną w 2020 roku o 7% r/r. Dodatkowo Spółki w 2020 roku nie będą już mogły skorzystać z rekompensat energii elektrycznej w ramach tzw. Ustawy Prądowej. Największy udział kosztów energii elektrycznej w kosztach ogółem ma miejsce w PKP Cargo (8%), Cognor (7%), JSW (7%) i Mangata (6%). Spółki również zwracają uwagę na dalszy wzrost kosztów logistyki, które w przypadku eksporterów mogą stanowić nawet do 10% kosztów ogółem.
- Naszym zdaniem Spółki w 2020 roku będą ograniczać wydatki inwestycyjne jedynie do tych skierowanych w automatyzację produkcji. Poza kosztami budowy, istotnym problemem są rosnące koszty pracy i brak wykwalifikowanej siły roboczej na rynku.
- Spółki przemysłowe obecnie notowane są na wskaźnikach P/E'19 10,8x oraz EV/EBITDA'19 5,9x. Mimo wyższych dyskont do spółek przemysłowych na świecie i w Europie przy spadających wynikach finansowych w 2020 roku naszym zdaniem inwestorzy wciąż będą z dużym dystansem podchodzić do inwestycji w tym sektorze.
- Naszym zdaniem największą dynamikę wzrostu przychodów w 2020 roku zanotują Pozbud (+36% r/r, głównie na kontraktach budowlanych), Alumetal (+17% r/r; wyższe ceny aluminium), i Astarta (+8% r/r; odbicie cen cukru na rynku). Największy spadek sprzedaży będzie miał miejsce w Famur (-15%; spowolnienie na rynku) i JSW (-7% r/r; niższe ceny węgla koksowego).
- Wyniki na poziomie EBITDA najdynamiczniej wzrosną w 2020 roku w Astarta (+105% r/r; wzrost cen cukru i mleka), Ciech (+7% r/r; wyższe ceny sody), TIM (+5% r/r) i Kruszwica (+5% r/r). Największy oczekiwany spadek wyników będzie w JSW (-64% r/r; spadek cen węgla), Grupie Azoty (-36% r/r; słabsze wyniki w segmencie nawozów), Cognor (-29% r/r; wyższe koszty pracy i energii), Grupie Kęty (-13% r/r; wyższe koszty

pracy, energii i aluminium), oraz Famur (-13% r/r; spowolnienie na rynku inwestycji górniczych).
- Najwyższego poziomu zadłużenia w relacji do EBITDA na koniec 2020 roku oczekujemy w Boryszew (3,9x z MSSF16), Grupie Azoty (3,7x), Kernel (3,7x), Forte (3,4x), oraz Pozbud (3,2x).
- Naszym zdaniem na 2020 rok warto postawić na „przecenione" spółki o zdrowych fundamentach i mocnym bilansie jak Famur, JSW, Kruszwica czy Stalprodukt.
- Najwyższe oczekiwane poziomy dywidend w 2020 roku naszym zdaniem będą mieć miejsce w Famur (13%), TIM (8%), Grupa Kęty (7%), Apator (7%), AC (7%) i Kruszwica (7%).
- Ciekawą alternatywą z zagranicznych parkietów może być MTU (MTX GY), który w przeddzień otwarcia nowego centrum w Polsce może wyraźnie zwiększyć wyniki w 2020 roku. Dodatkowo ciekawie wygląda naszym zdaniem Varta (VAR1 GY – producent nowoczesnych baterii), który notuje bardzo dynamiczne wzrosty wyników dzięki wprowadzeniu nowych zaawansowanych technologicznie produktów. Z sektora samochodowego warto naszym zdaniem pochylić się nad VW (VOW3 GY) z uwagi na najwyższe zaawansowanie wśród niemieckich koncernów w budowę auta elektrycznego i wysokie generowane wolne przepływy gotówki z działalności operacyjnej.
- W niniejszej publikacji zawieszamy wydawanie rekomendacji dla Ergis (zmniejszenie free-float'u po przeprowadzonym wezwaniu) oraz Tarczyński (utrudniony kontakt ze spółką).
- **Kluczowe rekomendacje:** Astarta (przeważaj), Famur (kupuj), Kruszwica (przeważaj), PKP Cargo (redukuj), TIM (przeważaj)

Wydobycie

- ICSG oczekuje, że produkcja górnicza miedzi w 2020 roku wzrośnie o 900 tys. ton (+3% r/r) po około 1-2% r/r spadku produkcji w 2019 roku. Agencja uważa, że spadek wzrostu gospodarczego przełoży się negatywnie na użycie miedzi. Szacowany deficyt miedzi w 2020 roku wyniesie 250 tys. ton vs. 190 tys. ton w 2019 roku. W kolejnych latach 2022-2023 Agencja oczekuje 2-3% r/r wzrostów produkcji miedzi. W 2023 roku deficyt surowca wynieść może 270 tys. ton.
- Naszym zdaniem podobnie jak w X'19 i XI'19 ceny miedzi na rynku zdeterminują wydarzenia związane z porozumieniem handlowym między Chinami, a USA. Wzrost nadziei na porozumienie przekładać się będzie na zamykanie krótkich pozycji na surowcach przez inwestorów spekulacyjnych. Z kolei oddalenie porozumienia zwiększać będzie niepewność odnośnie wzrostu gospodarczego w globalnej gospodarce i spadek cen surowców.
- Spółki surowcowe w 2020 roku podobnie jak rok wcześniej zmierzyć się będą musiały z wyższymi kosztami energii elektrycznej. Te odczuje prawdopodobnie KGHM (+107 m PLN w 2020 roku), z kolei JSW wyższe ceny rekompensować będzie większą produkcją z własnych źródeł (instalacje spalania metanu). Wyższe koszty pracy najbardziej uderzą w KGHM – gdzie układ zbiorowy zapewnia podwyżki na bazie dynamiki wzrostu płacy w sektorze przedsiębiorstw (+103 mln PLN). W przypadku JSW liczymy, że po dynamicznym wzroście płac w 2019 roku (podwyżki, premia bonusowa, fundusz PPE) płace będą rosnąć w niższym tempie (+160 mln PLN), a pracownicy otrzymają 50 mln PLN jednorazowego bonusu (vs. 130 mln PLN w 2019 r.) w związku z gorszymi wynikami.
- Czynnikiem wspierającym dla krajowych spółek wydobywczych jest słaba wartość PLN do USD. JSW jest największym na GPW beneficjentem wzrostu kursu USD/PLN.
- Naszym zdaniem koniunktura na rynku stalowym znajduje się blisko dna. Zapasy stali w Chinach spadają dynamicznie w końcówce 2019 roku, a ceny odbiły się od dna. Dodatkowo chińscy producenci węgla koksowego nie zamierzają obniżać cen w 1Q'20 (obecnie ceny około 180 USD/t w Chinach). Warto również zwrócić uwagę, że na rynku pojawiają się pierwsze informacje o wstrzymaniu produkcji (np. przez kopalnie w Ameryce Północnej). Naszym zdaniem istnieje duża szansa, że przy jakiejkolwiek pozytywnej informacji dla sektora stalowego ceny mogą odbijać na czym skorzystać może JSW. Naszym zdaniem pod presją w 2020 roku nadal znajdować się będą ceny rudy żelaza z uwagi na wzrost wydobycia.
- Na odbiciu koniunktury na rynku stalowym naszym zdaniem skorzystać może ArcelorMittal (MT NA; niska wycena, wysoki OCF) oraz thyssenkrupp (TKA GY; możliwa sprzedaż części windowej), zaś unikalibyśmy voestalpine (VOE AV; relatywnie wysoka wycena).
- **Kluczowe rekomendacje:** JSW (kupuj)

Deweloperzy

- Odbudowa podaży w 2019 r. przełożyła się na utrzymanie stabilnych i mocnych wolumenów sprzedaży mieszkań a rynek potwierdził, że perspektywy dla deweloperów pozostają dalej relatywnie korzystne. Sprzedaż mieszkań w 6 największych polskich miastach, mimo kolejnego mocnego wzrostu cen, spadła w 9M'19 zaledwie o 1%. Utrzymujący się popyt okazał się być lepszy niż pierwotnie zakładaliśmy (spadek rzędu 5-7% w całym 2019 r.) Oferta mieszkaniowa została natomiast odbudowana (+8,5% r/r), przeciętnie do około 50 tys. Lokali, a efektywność sprzedaży (mierzona jako sprzedaż/oferty) dalej utrzymuje się na relatywnie wysokim poziomie 31% nieco powyżej poziomu równowagi i średniej długoterminowej.
- Co również istotne, mocny popyt utrzymał się w warunkach kontynuacji dynamicznego wzrostu cen (średnio +9% r/r po wzroście o około 7% r/r w roku 2018). Kolejny rok mocnego wzrostu cen mieszkań pozwala sądzić, że wyższe koszty budowlane w dużej części zostaną przeniesione na odbiorcę. Oczekujemy, że trend wzrostowy cen mieszkań będzie kontynuowany w 2020 r. (czemu sprzyja mocny popyt i ograniczenia podażowe), lecz przy nieco niższej dynamice wzrostu niż w latach 2018-19. Z kolei spowolnieniu tendencji inflacyjnych powinna sprzyjać stabilizacja kosztów wykonawstwa, zmniejszenie napięć popytowo-podażowych (tj. nieco niższa efektywność sprzedaży tj. 31% vs. 35% w 2018 r.) oraz zrównanie dynamiki wzrostu cen ofertowych i transakcyjnych w 3Q'19 (dotychczas ceny ofertowe rosły przeciętnie 3pp szybciej).
- Choć tak dynamiczny wzrost cen mieszkań mógł odciąć grupę osób o najwyższej wrażliwości cenowej, to naszym zdaniem perspektywy sprzedażowe dla deweloperów dalej pozostaną w 2020 r. korzystne, dzięki (1) mocnemu konsumentowi (mimo wzrostu cen mieszkań wciąż bardzo dobra relacja między ich ceną, a wynagrodzeniami), (2) wsparciu konsumenta niskobudżetowego podwyżką płacy minimalnej oraz (3) utrzymaniu korzystnych warunków kredytowych (niskie stopy procentowe).
- Obserwowane w 2018-19 trudności podażowe mogą być dalej widoczne na wybranych rynkach, szczególnie w Warszawie i Krakowie, gdzie liczba rozpoczętych budów przez deweloperów i wydanych pozwoleń spadła YTD o około 10-15% r/r. Jednocześnie wyzwaniem pozostaje dostęp do nowych gruntów po rozsądnych cenach, choć w przypadku monitorowanych przez nas 9 notowanych deweloperów sytuacja wygląda całkiem sensownie, a zagregowany bank ziemi na koniec 2Q'19 był wyższy o 16% r/r i +44% względem 2Q'17, choć wzrost w

przypadku części z nich jest także naturalną konsekwencją istotnego ograniczenia ich skali rozpoczętych inwestycji (jak np. LKD).

- Pomimo wzrostu kursu akcji Atalu o prawie 50% YTD, pozostaje on naszym top-pickiem w sektorze. Biorąc pod uwagę 23% wyższą r/r liczbę mieszkań w budowie (+53% względem 3Q'17), oczekujemy rosnących wyników w kolejnych latach, ze szczególnym naciskiem na lata 2021-22, przy średnio P/E=6,1x vs. P/E'19-20=9,0x oraz DY'20-22=11% (więcej na stronie poświęconej spółce).
- **Kluczowe rekomendacje:** Atal (kupuj)

Handel

- Zgodnie z prognozami makroekonomistów mBanku, konsumpcja prywatna w 2020 roku odnotuje niższe tempo wzrostu niż w 2019 roku. Dynamika powinna wynieść 3,6% w 2020 roku vs. 4,1% zakładane dla 2019 roku oraz 4,3% odnotowane w 2018 roku.
- Planowana podwyżka płacy minimalnej na poziomie 15,6% r/r do 2600 PLN (istotnie wyższe tempo wzrostu niż w poprzednich latach) z jednej stronu przełoży się pozytywnie na dochód rozporządzalny i konsumpcję prywatną (oczekujemy, że beneficjentami podwyżki będą przede wszystkim mieszkańcy mniejszych miast), natomiast z drugiej strony będzie wyzwaniem dla rentowności wielu przedsiębiorstw i może przyczynić się do presji inflacyjnej. Naszym zdaniem najlepiej w takim środowisku poradzą sobie liderzy rynku mający odpowiednio zoptymalizowane koszty osobowe jak LPP, CCC, EAT, DNP i JMT. Pewne problemy mogą mieć biznesy o dużej ekspozycji na koszty osobowe jak niezależne sklepy spożywcze.
- Wyniki CCC w 2019 roku są obciążone przez szereg negatywnych zdarzeń, co naszym zdaniem jest zdyskontowane w cenie akcji. Zwracamy uwagę, że czynniki które negatywnie wpływały na rezultaty spółki w 2019 roku, powinny wspierać poprawę wyników w 2020 roku. Wśród tych czynników można wymienić: (1) poprawę struktury zapasów, (2) wdrożenie nowego systemu do obsługi logistyki, (3) przejęcie Gino Rossi oraz (4) dalszy rozwój platformy DeeZee. Oczekujemy, że pomimo niesprzyjającej pogody w październiku i listopadzie 2019, CCC powinno poprawić wynik EBITDA r/r w 4Q'19. W 2020 roku oczekujemy wzrostu EBITDA (bez MSSF 16) o 66% r/r do 612 mln PLN (dokładna dekompozycja wzrostu wyniku znajduje się w prezentacji). Zakładana istotna poprawa wyniku spółki w 2020 roku powinna pozwolić CCC na obniżenie wskaźnika DN/EBITDA do 1,7x na koniec 2020 roku. Biorąc pod uwagę potencjał wzrostu CCC jest jedną z ciekawszych propozycji inwestycyjnych z sektora.
- Naszym zdaniem kurs akcji Dino za mocno zdyskontował komentarz Zarządu dotyczący trudności z poprawą marży EBITDA w 4Q'19 r/r (część uczestników rynku odniosła deklarację do całego 2019 roku) oraz informację o planowanym dodaniu przynajmniej takiej samej ilości sklepów w 2020 roku, co w 2019 roku. Zwracamy uwagę, że pomimo zakładanego przez nas pogorszenia marży EBITDA o 0,2p.p. r/r w 4Q'19 (negatywny efekt bazy), spółka powinna poprawić rentowność EBITDA o 0,1p.p. r/r w 2019 roku. Biorąc pod uwagę podobną retorykę Zarządu dotyczącą tempa otwarć, co w poprzednich latach zakładamy, że spółka finalnie otworzy 120% ilości sklepów dodanych w 2019 roku. Dino powinno być jednym z największych beneficjentów wzrostu dochodu rozporządzalnego w Polsce. Prognozujemy, że spółka będzie poprawiała EBITDA w tempie 24,7% CAGR 2019-23, co stawia Dino wśród najszybciej rosnących podmiotów w sektorze.
- W ostatnich latach LPP skupiło się na poprawie jakości swoich kolekcji, rozwoju kanału internetowego oraz na inwestycjach w rozwiązania IT i logistykę. Wszystkie powyższe czynniki przełożyły się na wzrostu efektywności sprzedaży oraz na rozwadnianie kosztów SG&A. Oczekujemy, że powyższe czynniki wraz z przyśpieszeniem tempa wzrostu powierzchni sprzedażowej, pozwolą na kontynuację dynamicznego wzrostu wyników spółki w kolejnych latach. Biorąc pod uwagę oczekiwane przyśpieszenie wzrostu wyników, uważamy spółkę za jedną z ciekawszych opcji inwestycyjnych z sektora.
- Alternatywą do polskich spółek z sektora handlowego może być **Kering (KER FR)**, który może być przykładem dla innych spółek z sektora pod względem wykorzystywanych rozwiązań IT, które wspierają sprzedaż, zatowarowanie oraz planowanie promocji. Spółka planuje przenoszenie kanału e-commerce wszystkich posiadanych marek na własną platformę w 2020 roku (obecnie tylko Gucci jest zarządzane przez własną platformę). Dalszy wzrost efektywności biznesu powinien przełożyć się na wzrost zysku netto o 15%/13% r/r odpowiednio w latach 2020/21 (przy sprzedaży o 9%/8% r/r w analogicznych okresach). Spółka jest wyceniona na poziomie 18,4x P/E'20.
- W niniejszej publikacji zawieszamy wydawanie rekomendacji dla Monnari (marginalizacja spółki w indeksach oraz niska płynność).
- **Kluczowe rekomendacje:** CCC (kupuj), Dino (akumuluj), LPP (kupuj), VRG (akumuluj)

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

vs. konsensus	4Q	2017 1Q	2Q	3Q	4Q	2018 1Q	2Q	3Q	4Q	2019 1Q	2Q	3Q	+/=
in minus	16	11	9	18	16	9	11	13	22	10	15	16	166
brak zaskoczeń	18	25	24	28	22	36	19	24	23	28	24	27	298
in plus	23	20	25	14	23	18	33	26	20	27	27	24	280
liczba spółek	**57**	**56**	**58**	**60**	**61**	**63**	**63**	**63**	**65**	**65**	**66**	**67**	**744**
in minus	28%	20%	16%	30%	26%	14%	17%	21%	34%	15%	23%	24%	22%
in plus	40%	36%	43%	23%	38%	29%	52%	41%	31%	42%	41%	36%	38%

vs. r/r	4Q	2017 1Q	2Q	3Q	4Q	2018 1Q	2Q	3Q	4Q	2019 1Q	2Q	3Q	+/=
in minus	21	25	23	20	25	26	19	19	23	23	29	24	277
brak zaskoczeń	5	4	8	13	2	9	11	11	7	9	11	7	97
in plus	39	37	36	35	41	33	38	38	38	36	28	36	435
liczba spółek	**65**	**66**	**67**	**68**	**68**	**68**	**68**	**68**	**68**	**68**	**68**	**67**	**809**
in minus	32%	38%	34%	29%	37%	38%	28%	28%	34%	34%	43%	36%	34%
in plus	60%	56%	54%	51%	60%	49%	56%	56%	56%	53%	41%	54%	54%

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

Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w 2020 r.

Sektor		Rynek polski	Rynek amerykański	Rynek niemiecki
Banki	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	BHW, PEO	BX US, VOYA US	ALV GY, DWS GY, EBS AV, RBI AV
	Spółki na minus	MIL, SPL		
	Kluczowe katalizatory:	Przecena sektora uwzględnia już odpisy związane z CHF oraz spowolnienie gospodarcze	Odbicie na rentownościach w USA, przeciętne wyniki	Atrakcyjne wyceny vs słabe momentum i ujemne rentowności, korzystna sytuacja w bankach regionalnych CEE
Chemia	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	CIE		1COV GY
	Spółki na minus	ATT		BAYN GY, FPE1 GY
	Kluczowe katalizatory:	Spadek cen węgla, odbicie cen gazu		
Deweloperzy	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEGATYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	1AT	ALEX US, KBX US	DWNI GY
	Spółki na minus	PND		
	Kluczowe katalizatory:		Pogarszające się nastroje co do dynamiki EPS	Korzystny wpływ ujemnych rentowności
Energetyka	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEGATYWNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	CEZ, ENA, ENG, PGE, TPE	NRG US, VST US	RWE GY
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:	Poprawa wyników i profilu FCF	Największa negatywna korelacja z odbijającymi rentownościami	Wymagające wyceny, korzystna rotacja
Handel, Konsument	SENTYMENT	POZYTYWNY	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	CCC, DNP, LPP	HD US, LEVI US, NKE US	
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:	Liderzy na rynku będą korzystali ze wzrostu dochodu dyspozycyjnego	Relatywnie atrakcyjne wyceny, sprzyjający wzrostom płac rynek pracy, cykliczne > defensywne	
Paliwa	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEGATYWNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	MOL, PGN	COP US, CVX US, PSX US, VLO US	
	Spółki na minus	LTS		
	Kluczowe katalizatory:	Oczekiwane rewizje konsensusu w downstream, atrakcyjne wyceny upstream	Umiarkowany globalny wzrost, spowolnienie w Chinach	
Przemysł	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	AMC, AST, FMF, KSW, STP, TIM	CAT US, URI US	G1A GY, MTX GY, VAR1 GY
	Spółki na minus	APT, FTE, KER, KTY, MGT, PKP		
	Kluczowe katalizatory:	Wzrost kosztów	Ograniczony profil wzrostu, słaby sentyment	
Przemysł wydobywczy	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	JSW		MT NA, TKA GY
	Spółki na minus			VOE AV
	Kluczowe katalizatory:	Odbicie w sektorze stalowym	Spowolnienie w Chinach, niepewność USA-Chiny	
Segment automotive	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus		APTV US, CRNC US	VOW3 GY
	Spółki na minus	BRS		BMW GY
	Kluczowe katalizatory:	Wzrost kosztów	Ryzyko eskalacji wojny handlowej, atrakcyjne wyceny	
Technologie, Media	SENTYMENT	NEUTRALNY	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	ASE, CMR	AMZN US, DISCA US, MSFT US	WDI GY
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:		Silne przepływy gotówkowe, największy beneficjent "buybacków", duża liczba "disruptors"	
Telekomy	SENTYMENT	NEUTRALNY	POZYTYWNY	NEGATYWNY
	Spółki na plus	OPL, PLY	GLIBA US	TC1 GY
	Spółki na minus	CPS		DTY GY
	Kluczowe katalizatory:	Zmiany cen usług, nakłady na pasmo 5G w aukcji częstotliwości	Telco tanią technologią, wysoka dynamika zysków, duże buybacki	

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

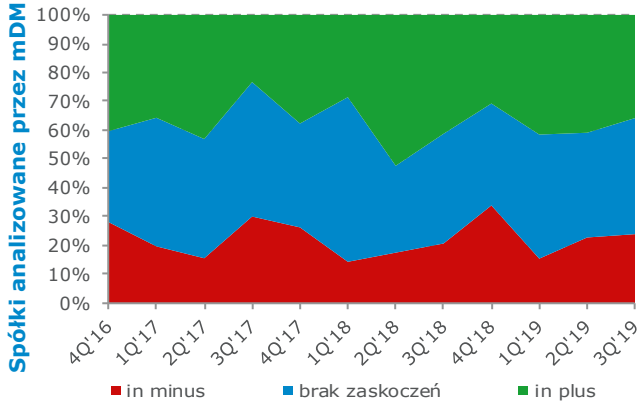
vs. konsensus	4Q	2017 1Q	2Q	3Q	4Q	2018 1Q	2Q	3Q	4Q	2019 1Q	2Q	3Q	+/=
Finanse													
Alior Bank	+	-	+	+	+	=	+	=	=	=	-	+	83%
Handlowy	=	-	+	+	=	+	+	-	-	-	-	-	50%
ING BSK	-	+	=	=	=	=	-	=	+	+	+	-	75%
Millennium	+	+	=	+	=	+	+	=	+	+	+	+	100%
Pekao	+	+	=	=	+	=	=	+	+	=	=	=	100%
PKO BP	-	+	+	+	=	+	=	=	=	=	+	=	92%
Santander BP	+	=	+	=	=	=	+	=	-	=	-	=	83%
Komercni	=	+	+	+	+	+	+	+	+	=	+	=	100%
Moneta	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	+	100%
Erste Group	-	=	+	=	+	+	+	+	+	+	+	=	92%
RBI	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	+	=	100%
OTP Bank	-	+	+	+	+	+	+	+	=	=	+	+	92%
PZU	+	+	=	=	+	+	=	+	=	+	=	=	100%
Kruk	-	+	+	=	-	+	+	+	-	+	-	+	67%
Skarbiec	-	=	+	+	+	+	=	+	-	+	+	=	83%
Chemia													
Ciech	+	=	=	=	+	=	+	=	-	=	=	=	92%
Grupa Azoty	-	+	-	=	-	=	-	-	+	+	=	+	58%
Paliwa													
Lotos	=	+	+	+	=	-	+	=	-	=	=	-	75%
MOL	-	+	+	-	=	=	=	+	+	=	+	=	83%
PGNiG	+	+	-	-	=	-	+	-	-	=	+	-	50%
PKN Orlen	+	=	=	-	=	=	-	=	+	=	+	=	83%
Energetyka													
CEZ	+	=	=	=	+	=	-	+	=	=	+	-	83%
Enea	+	=	+	=	=	=	-	=	=	+	+	+	92%
Energa	=	=	=	=	-	=	=	-	-	-	-	=	58%
PGE	-	=	=	=	=	=	=	-	-	-	=	=	67%
Tauron	+	+	+	=	=	=	+	+	=	+	=	+	100%
TMT													
Netia	+	=	=	+	+	=	=	=	=	=	+	=	100%
Orange PL	=	=	+	=	=	=	+	+	+	=	=	=	100%
Play	bd	bd	bd	=	=	=	+	=	=	+	+	+	100%
Agora	+	=	+	=	+	=	+	+	=	+	-	+	92%
Cyfrowy	=	+	=	=	=	+	=	=	=	=	=	=	100%
Wirtualna	-	+	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	92%
Ailleron	bd	bd	bd	-	+	=	=	-	-	+	-	=	56%
Asseco BS	=	=	=	=	+	=	=	+	+	=	=	+	100%
Asseco PL	-	=	=	-	-	+	+	+	=	+	=	+	75%
Asseco SEE	+	=	+	-	=	=	=	+	=	+	=	+	92%
Atende	bd	bd	bd	bd	+	=	-	+	-	+	-	=	63%
Comarch	+	-	+	-	-	+	+	+	+	+	-	+	67%
11 bit studios	+	=	+	-	bd	=	-	=	+	-	-	-	55%
CD Projekt	+	+	+	-	+	=	=	-	-	+	+	+	75%
Przemysł													
AC	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	=	=	-	+	75%
Alumetal	=	-	=	+	=	=	+	=	-	-	=	=	75%
Amica	-	=	=	-	+	-	+	+	+	=	=	+	75%
Apator	=	=	-	=	-	=	+	=	+	=	=	+	83%
Astarta	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	-	0%
Boryszew	-	+	-	+	-	-	=	-	-	-	=	=	33%
Cognor	bd	bd	bd	bd	bd	+	+	=	-	-	+	-	57%
Famur	+	bd	-	=	+	+	+	+	+	+	+	-	82%
Forte	=	=	=	-	-	=	+	-	-	+	-	+	58%
Grupa Kęty	=	=	=	=	-	=	+	=	=	=	=	=	92%
JSW	-	+	+	-	-	=	+	=	-	+	+	+	67%
Kernel	-	-	-	-	+	=	-	+	+	-	=	+	50%
KGHM	+	+	=	=	+	=	+	-	-	+	=	+	83%
Kruszwica	+	-	-	=	-	+	+	+	+	+	+	-	67%
Mangata	+	=	-	-	-	+	+	+	-	+	=	=	67%
Pozbud	bd	bd	bd	bd	+	=	+	-	=	+	-	-	63%
PKP Cargo	+	=	=	=	-	=	+	+	-	=	-	-	67%
Stelmet	=	-	=	-	+	-	+	+	=	+	+		73%
TIM	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	+	+	+	-	75%
Deweloperzy													
Atal	=	+	+	-	-	=	+	=	+	+	-	+	75%
Dom Dev.	=	=	+	+	=	+	=	+	=	=	+	+	100%
Handel													
AmRest	+	-	+	+	+	-	-	=	+	-	+	=	67%
CCC	=	-	+	-	-	-	-	-	-	-	+	-	25%
Dino	bd	bd	+	=	+	+	=	=	=	=	+	=	100%
Eurocash	-	-	=	-	-	=	=	-	-	=	=	=	50%
Jeronimo	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	100%
LPP	=	=	=	+	=	-	+	+	=	=	+	-	83%
VRG	=	-	-	=	=	-	-	=	=	=	=	=	67%

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

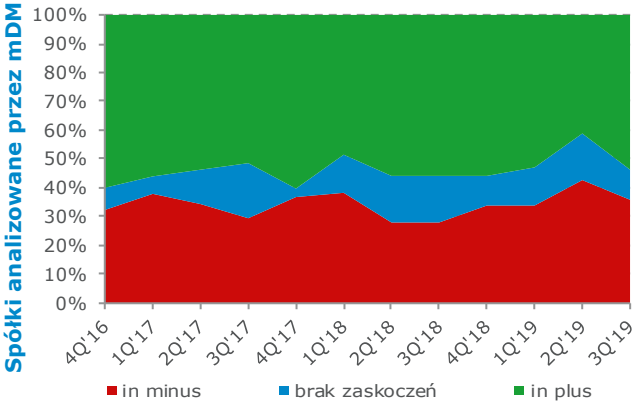
* [+/=] – udział kwartałów w ostatnich 3 latach, w których spółka zaraportowała wyniki zgodne lub powyżej oczekiwań rynkowych oraz w porównaniu r/r
Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, Dom Maklerski mBanku

Zaskoczenia na wynikach wszystkich spółek analizowanych przez mDM oraz wybranych sektorów

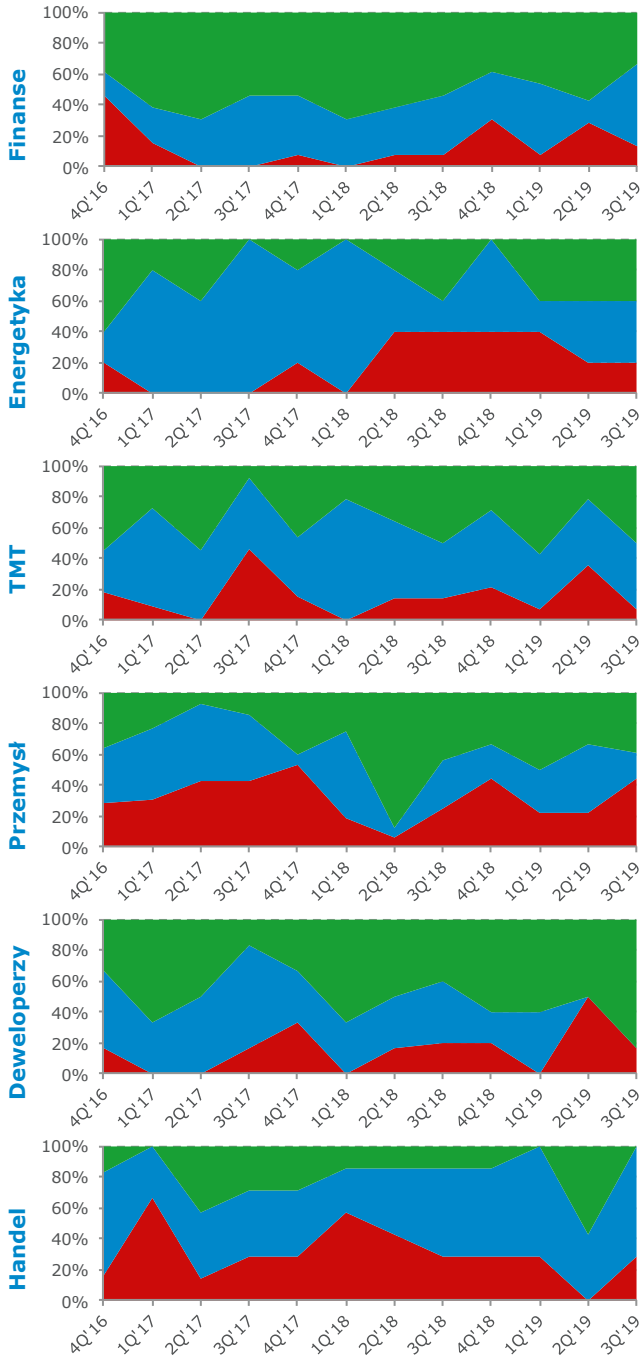
vs. konsensus



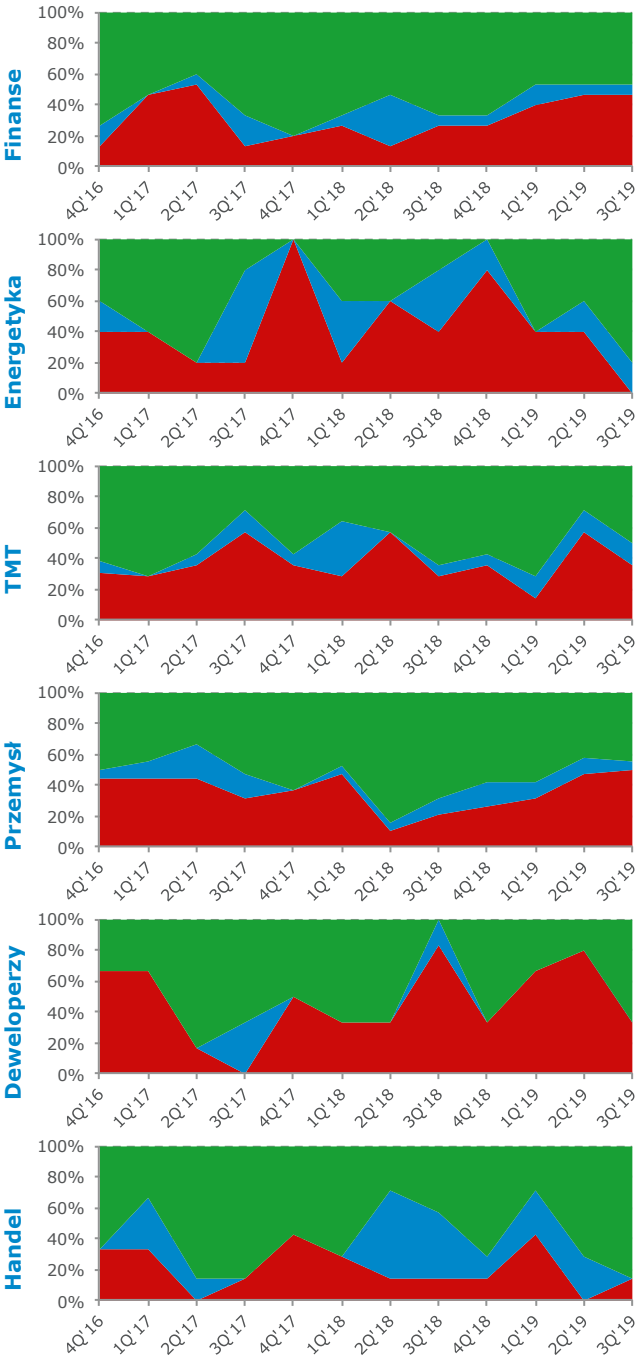
vs. r/r



Wyniki sektorów vs. konsensus



Wyniki sektorów vs. r/r



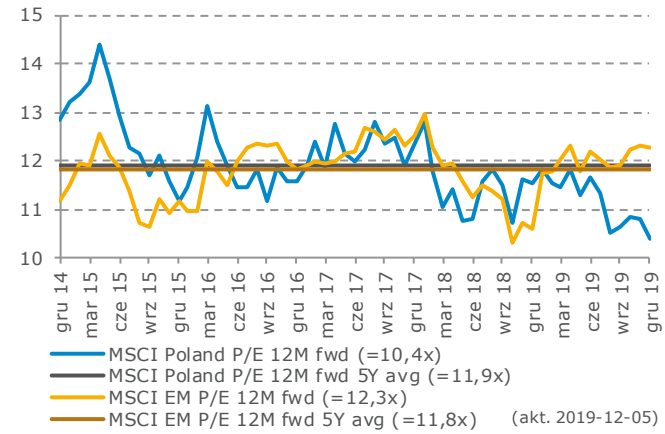
Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, Dom Maklerski mBanku

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

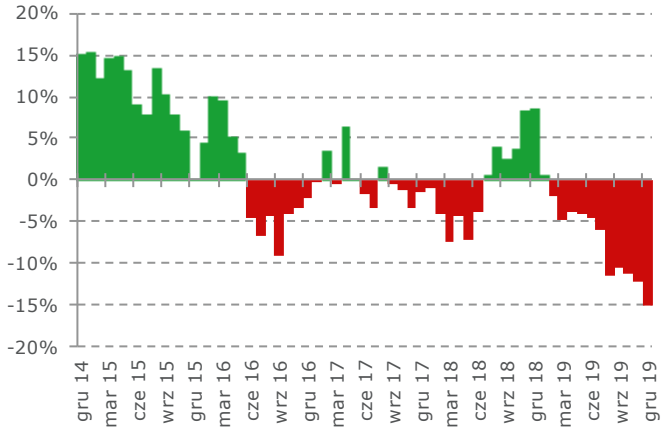
lis 18=0	WIG30		Finanse		Paliwa		Energetyka		Handel		TMT		Chemia		Surowce	
	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM
gru 18	-2%	-0%	-1%	+0%	-2%	+0%	-2%	+0%	-0%	-1%	-1%	+0%	-0%	+0%	-6%	+0%
sty 19	-2%	-1%	-1%	+0%	+0%	+1%	-1%	-6%	-4%	-2%	-2%	+1%	-18%	+0%	-7%	-2%
lut 19	-3%	-2%	-2%	+0%	-2%	-4%	-2%	-6%	-6%	-2%	-9%	+1%	+26%	+67%	-7%	-2%
mar 19	-2%	-2%	-2%	-0%	-3%	-8%	-0%	-12%	-6%	-8%	-10%	+4%	+35%	+67%	+1%	+14%
kwi 19	-6%	-2%	-2%	-0%	-13%	-8%	-3%	-13%	-5%	-8%	-14%	+4%	+15%	+173%	-2%	+14%
maj 19	-6%	-2%	-2%	-3%	-16%	-12%	+2%	-1%	-9%	-12%	-14%	+12%	+51%	+246%	-5%	+6%
cze 19	-7%	-3%	-2%	-1%	-19%	-12%	+1%	-3%	-13%	-30%	-15%	+16%	+64%	+306%	-9%	-7%
lip 19	-8%	-3%	-3%	-4%	-20%	-6%	-0%	-3%	-14%	-30%	-13%	+18%	+104%	+306%	-13%	-7%
sie 19	-8%	-2%	-3%	-3%	-19%	-6%	-0%	-3%	-16%	-30%	-10%	+19%	+123%	+306%	-17%	-4%
wrz 19	-9%	-3%	-3%	-3%	-18%	-6%	-8%	-3%	-18%	-30%	-10%	+17%	+123%	+267%	-19%	-4%
paź 19	-10%	-6%	-4%	-5%	-16%	-11%	-8%	-15%	-20%	-32%	-7%	+17%	+94%	+286%	-22%	+0%
lis 19	-11%	-8%	-5%	-7%	-18%	-8%	-9%	-15%	-23%	-38%	-6%	+20%	+96%	+259%	-22%	-12%

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku; dane dla prognoz mDM nie uwzględniają wyniku mBanku; 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

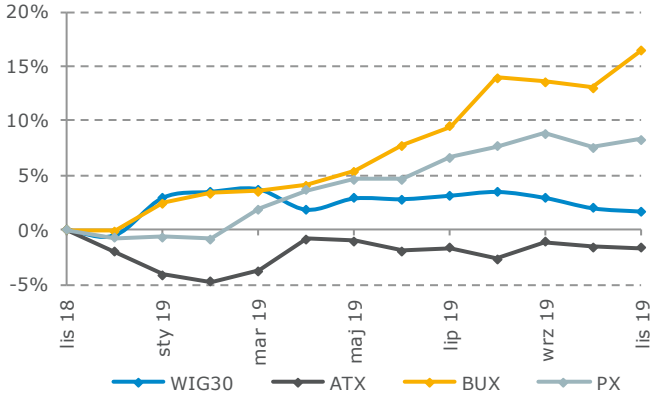


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku



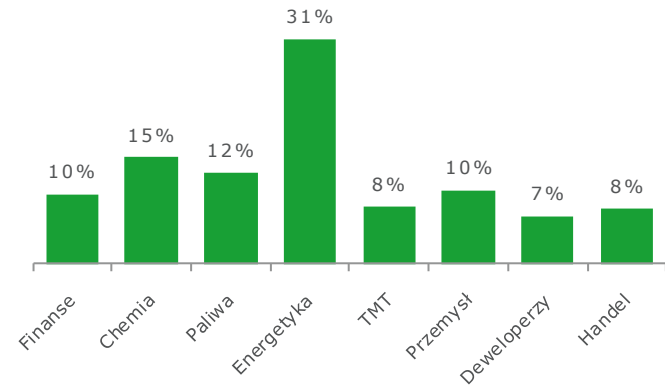
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Zmiana prognozowanego EPS 12M fwd



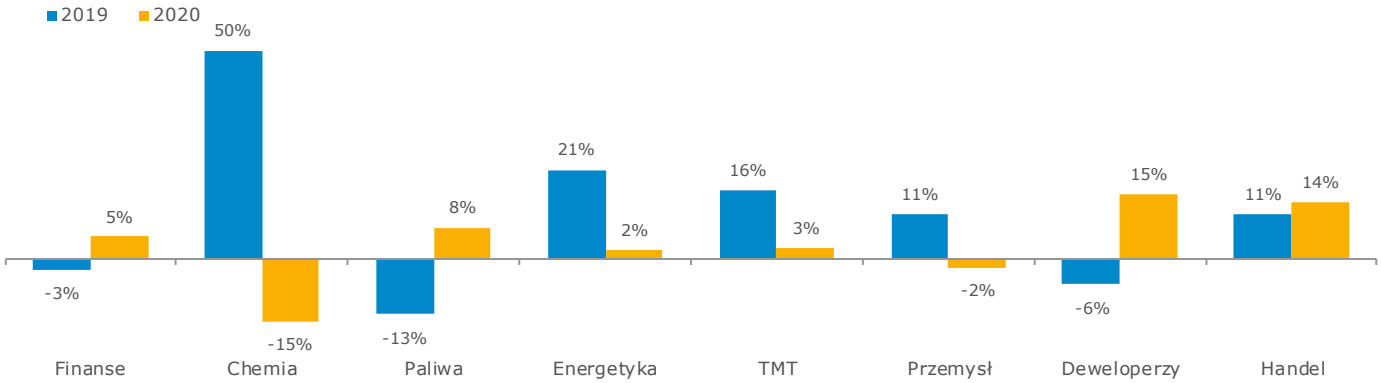
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

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; zmiana wyniku TMT w 2019 r. bez korekty o wprowadzenie standardu MSSF16

Odchylenie prognoz Domu Maklerskiego mBanku od konsensusu

Spółka	Rekomendacja mDM	TP mDM[1]	Rekomendacje[2] ▲	►	▼	TP kons.[3]	Różnica TP mDM/kons.	Zysk netto mDM/kons. 2019	2020	2021	EBITDA mDM/kons. 2019	2020	2021	Liczba prognoz[4]
Finanse														
Alior Bank	trzymaj	31,00	8	3	2	43,58	-28,9%	-16%	-26%	-34%				13
Handlowy	akumuluj	57,44	9	1	0	61,41	-6,5%	-15%	-0%	-1%				8
ING BSK	trzymaj	187,77	2	4	5	198,77	-5,5%	-8%	-4%	-3%				9
Millennium	trzymaj	5,47	4	4	4	7,10	-22,9%	-7%	-42%	-60%				10
Pekao	kupuj	115,20	13	6	0	127,49	-9,6%	+1%	-5%	-6%				16
PKO BP	akumuluj	39,50	7	11	1	41,65	-5,2%	+1%	-7%	-7%				14
Santander Bank Polska	trzymaj	265,50	6	8	2	352,67	-24,7%	-6%	-10%	-17%				14
Komercni Banka	kupuj	928,20	9	9	1	919,04	+1,0%	+1%	+1%	+5%				11
Moneta Money Bank	kupuj	94,33	14	0	0	96,76	-2,5%	-0%	+7%	+5%				10
Erste Group	akumuluj	36,61	21	3	1	37,79	-3,1%	-2%	+4%	+4%				16
RBI	akumuluj	23,05	11	9	1	26,58	-13,3%	+3%	+5%	+4%				14
OTP Bank	trzymaj	14 681	13	3	2	14 320	+2,5%	+4%	+6%	-				14
PZU	akumuluj	41,91	6	6	0	44,28	-5,3%	-1%	+3%	+2%				9
Kruk	kupuj	210,31	3	1	2	165,50	+27,1%	-1%	-0%	+7%				4
Chemia														
Ciech	kupuj	44,41	10	1	0	47,46	-6,4%	-34%	-5%	-13%	-9%	-1%	-5%	6/6
Grupa Azoty	trzymaj	32,75	4	3	0	42,02	-22,1%	-2%	-56%	-94%	+2%	-10%	-20%	5/5
Paliwa														
Lotos	redukuj	77,80	11	2	1	102,88	-24,4%	-25%	-30%	-32%	-8%	-13%	-15%	10/9
MOL	akumuluj	3 302,0	9	4	0	3 512,1	-6,0%	-12%	-18%	-12%	-3%	-5%	+2%	13/13
PGNiG	kupuj	5,64	3	6	1	5,07	+11,2%	-5%	+42%	+37%	-0%	+15%	+20%	9/9
PKN Orlen	trzymaj	94,17	6	8	4	105,98	-11,1%	-3%	-24%	-36%	-3%	-14%	-19%	15/14
Energetyka														
CEZ	kupuj	597,80	8	8	1	595,67	+0,4%	+1%	-5%	-4%	+1%	-1%	+1%	11/11
Enea	kupuj	11,53	8	1	1	11,75	-1,9%	+8%	+2%	+1%	+8%	+3%	+2%	6/6
Energa	kupuj	11,67	2	6	2	8,67	+34,6%	-16%	-17%	-1%	+3%	+1%	+2%	5/5
PGE	kupuj	12,20	6	4	3	11,06	+10,3%	+11%	+0%	+3%	+9%	+4%	+3%	7/6
Tauron	kupuj	2,45	6	5	2	2,10	+16,6%	-11%	+4%	+8%	+0%	+4%	+3%	6/6
TMT														
Netia	trzymaj	4,70	4	1	1	4,79	-1,8%	-7%	-27%	-32%	+11%	+6%	+0%	4/6
Orange Polska	akumuluj	7,40	4	10	1	6,39	+15,9%	+38%	-4%	+22%	+5%	+2%	+6%	6/12
Play	kupuj	36,00	10	2	3	34,14	+5,4%	-3%	+3%	+1%	+0%	+4%	+4%	12/12
Agora	kupuj	17,00	3	2	0	14,25	+19,3%	-	-	-	+16%	-8%	-8%	4/4
Cyfrowy Polsat	redukuj	26,10	3	9	2	28,86	-9,6%	-4%	-2%	+3%	+2%	+2%	+2%	12/11
Wirtualna Polska	trzymaj	70,00	6	2	0	70,32	-0,5%	-13%	+13%	+11%	-1%	+17%	+16%	4/4
Asseco Poland	trzymaj	59,20	3	5	0	58,25	+1,6%	-1%	-0%	-0%	+7%	+6%	+5%	3/4
Asseco BS	równoważ	-	0	3	0	29,30	-	+2%	+60%	+60%	+3%	+5%	+6%	3/2
Asseco SEE	przeważaj	-	3	1	0	24,40	-	+6%	+8%	+8%	-1%	+1%	+3%	5/5
Comarch	kupuj	250,00	5	0	0	226,22	+10,5%	+6%	+7%	+4%	+7%	+8%	+4%	5/5
11 bit studios	kupuj	454,00	6	2	1	438,39	+3,6%	-9%	-0%	+15%	+5%	+10%	+22%	7/7
CD Projekt	akumuluj	281,30	10	6	3	270,13	+4,1%	+3%	+27%	+62%	-15%	-1%	+19%	14/13
Przemysł														
AC	równoważ	-	1	2	0	42,00	-	+13%	+9%	+4%	+6%	+5%	+4%	2/2
Alumetal	równoważ	-	4	2	0	49,95	-	-1%	-16%	-19%	+4%	-8%	-9%	4/4
Amica	równoważ	-	3	2	0	145,40	-	+14%	+12%	+13%	+9%	+6%	+7%	5/5
Apator	równoważ	-	1	2	1	26,75	-	-4%	-2%	+6%	-2%	-2%	+2%	3/3
Astarta	przeważaj	-	3	2	0	25,18	-	-	+10%	+21%	-29%	+6%	+9%	4/4
Famur	kupuj	5,18	6	0	0	6,14	-15,7%	+22%	-2%	+5%	-3%	+1%	+8%	5/4
Forte	równoważ	-	2	4	1	29,65	-	-40%	-20%	-19%	-6%	-4%	-6%	5/5
Grupa Kęty	trzymaj	335,44	5	7	0	359,02	-6,6%	+3%	-9%	-15%	+2%	-6%	-12%	8/8
JSW	kupuj	28,04	4	2	4	41,50	-32,4%	-7%	-	-	+9%	-17%	-27%	7/6
Kernel	trzymaj	41,60	4	1	1	58,52	-28,9%	+2%	-27%	-35%	-1%	-1%	-2%	5/4
KGHM	trzymaj	85,54	0	8	8	80,92	+5,7%	-7%	-12%	-29%	+3%	-10%	-20%	13/12
PKP Cargo	redukuj	18,13	4	4	2	33,15	-45,3%	-20%	-	-	-1%	-13%	-19%	7/6
Deweloperzy														
Atal	kupuj	44,90	5	0	0	43,38	+3,5%	-5%	-5%	+9%	-5%	-4%	+10%	3/3
Dom Development	trzymaj	88,92	2	4	0	87,52	+1,6%	+7%	+11%	+31%	+5%	+4%	+15%	5/4
Handel														
AmRest	trzymaj	47,00	8	4	0	51,00	-7,9%	+18%	-8%	-13%	+14%	+1%	-2%	9/6
CCC	kupuj	157,00	4	8	5	139,40	+12,6%	-61%	-10%	-1%	-1%	+10%	+11%	16/15
Dino	akumuluj	148,60	9	6	3	149,25	-0,4%	-1%	+1%	+8%	-1%	+1%	+6%	14/14
Eurocash	redukuj	19,80	9	5	4	22,90	-13,5%	-15%	-9%	+1%	+6%	+2%	-1%	7/11
Jeronimo Martins	trzymaj	14,30	13	13	5	15,29	-6,5%	+4%	+6%	+1%	-1%	-0%	-3%	16/18
LPP	kupuj	10 100	6	8	3	8 934,0	+13,1%	-2%	+10%	+22%	-5%	-2%	-0%	13/12
VRG	akumuluj	4,50	7	0	0	4,85	-7,3%	-7%	-12%	-11%	-6%	-5%	-8%	4/4

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

Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Potencjał zmiany	P/E		EV/EBITDA	
							2019	2020	2019	2020
Finanse						**+9,7%**	**9,9**	**10,0**		
Alior Bank	trzymaj	2019-11-06	29,34	31,00	27,78	+11,6%	8,7	8,0		
Handlowy	akumuluj	2019-12-05	51,70	57,44	51,70	+11,1%	15,0	10,9		
ING BSK	trzymaj	2019-12-05	190,80	187,77	190,80	-1,6%	15,6	13,9		
Millennium	trzymaj	2019-12-05	5,49	5,47	5,49	-0,4%	9,5	12,0		
Pekao	kupuj	2019-12-05	96,34	115,20	96,34	+19,6%	11,2	10,2		
PKO BP	akumuluj	2019-12-05	34,99	39,50	34,99	+12,9%	9,7	10,0		
Santander Bank Polska	trzymaj	2019-12-05	279,00	265,50	279,00	-4,8%	13,0	11,8		
Komercni Banka	kupuj	2019-12-05	792,00	928,20 CZK	792,00	+17,2%	9,9	10,5		
Moneta Money Bank	kupuj	2019-08-28	75,95	94,33 CZK	81,85	+15,2%	11,0	10,2		
Erste Group	akumuluj	2019-12-05	32,20	36,61 EUR	32,20	+13,7%	8,9	8,6		
RBI	akumuluj	2019-12-05	21,24	23,05 EUR	21,24	+8,5%	6,0	5,7		
OTP Bank	trzymaj	2019-12-05	14 870	14 681 HUF	14 870	-1,3%	10,2	9,3		
PZU	akumuluj	2019-12-05	36,47	41,91	36,47	+14,9%	10,0	9,5		
Kruk	kupuj	2019-12-05	150,90	210,31	150,90	+39,4%	8,6	8,5		
Skarbiec Holding	kupuj	2019-12-05	17,20	29,34	17,20	+70,6%	5,4	5,1		
Chemia						**+14,5%**	**10,0**	**16,7**	**5,2**	**6,0**
Ciech	kupuj	2019-12-05	36,40	44,41	36,40	+22,0%	14,0	8,6	6,3	5,5
Grupa Azoty	trzymaj	2019-12-05	30,00	32,75	30,00	+9,2%	6,1	24,8	4,1	6,6
Paliwa						**+12,4%**	**11,5**	**9,4**	**4,8**	**4,9**
Lotos	redukuj	2019-12-05	85,20	77,80	85,20	-8,7%	13,8	9,9	6,5	5,1
MOL	akumuluj	2019-11-27	2 926	3 302 HUF	2 844	+16,1%	9,5	8,6	4,4	4,7
PGNiG	kupuj	2019-11-06	5,07	5,64	4,50	+25,3%	13,5	8,8	4,9	3,8
PKN Orlen	trzymaj	2019-12-05	88,50	94,17	88,50	+6,4%	7,9	9,9	4,7	5,1
Energetyka						**+30,4%**	**5,4**	**5,2**	**3,6**	**3,8**
CEZ	kupuj	2019-12-05	502,00	597,80 CZK	502,00	+19,1%	15,0	13,0	7,3	6,7
Enea	kupuj	2019-11-06	8,59	11,53	8,65	+33,3%	3,6	3,5	3,3	3,2
Energa	kupuj	2019-11-06	6,37	11,67	6,90	+69,1%	5,4	5,2	3,6	4,2
PGE	kupuj	2019-10-24	8,42	12,20	8,39	+45,4%	5,6	7,3	3,4	3,8
Tauron	kupuj	2019-11-06	1,73	2,45	1,68	+46,2%	3,2	2,7	4,1	3,8
Telekomunikacja, media, IT						**+8,2%**	**26,4**	**16,1**	**6,2**	**6,2**
Netia	trzymaj	2019-12-05	4,44	4,70	4,44	+5,9%	31,0	31,7	4,5	4,6
Orange Polska	akumuluj	2019-11-29	6,46	7,40	6,56	+12,9%	30,9	33,8	5,2	5,4
Play	kupuj	2019-11-14	31,30	36,00	31,42	+14,6%	9,1	8,3	6,1	5,9
Agora	kupuj	2019-10-30	9,50	17,00	10,15	+67,5%	48,4	25,8	6,8	6,4
Cyfrowy Polsat	redukuj	2019-11-14	28,86	26,10	26,54	-1,7%	15,1	12,8	6,9	6,7
Wirtualna Polska	trzymaj	2019-12-05	68,20	70,00	68,20	+2,6%	26,4	18,3	12,1	9,5
Asseco Poland	trzymaj	2019-12-05	57,35	59,20	57,35	+3,2%	14,5	14,0	5,0	4,7
Comarch	kupuj	2019-11-25	189,50	250,00	197,50	+26,6%	14,3	13,7	6,2	6,0
11 bit studios	kupuj	2019-12-05	360,50	454,00	360,50	+25,9%	36,2	43,2	22,8	25,5
CD Projekt	akumuluj	2019-12-05	260,30	281,30	260,30	+8,1%	-	11,1	-	9,5
Przemysł, surowce						**+10,1%**	**6,9**	**11,0**	**4,4**	**5,1**
Cognor	trzymaj	2019-12-05	1,17	1,25	1,17	+6,8%	6,3	36,3	4,3	5,9
Famur	kupuj	2019-12-05	2,98	5,18	2,98	+73,8%	4,6	7,0	3,7	3,8
Grupa Kęty	trzymaj	2019-12-05	338,50	335,44	338,50	-0,9%	11,5	13,2	7,9	8,6
JSW	kupuj	2019-12-05	18,80	28,04	18,80	+49,1%	3,1	-	0,3	2,0
Kernel	trzymaj	2019-12-05	41,20	41,60	41,20	+1,0%	4,7	7,9	4,5	6,4
KGHM	trzymaj	2019-12-05	88,66	85,54	88,66	-3,5%	8,8	9,2	4,5	4,9
PKP Cargo	redukuj	2019-12-05	20,00	18,13	20,00	-9,4%	7,6	-	2,8	3,4
Stelmet	trzymaj	2019-12-05	8,20	8,78	8,20	+7,1%	12,8	12,8	5,6	5,3
Deweloperzy						**+6,6%**	**9,6**	**8,4**	**8,7**	**7,7**
Atal	kupuj	2019-12-05	37,20	44,90	37,20	+20,7%	9,9	8,1	10,0	7,8
Dom Development	trzymaj	2019-12-05	93,00	88,92	93,00	-4,4%	9,2	8,6	7,5	7,5
Handel						**+7,6%**	**25,4**	**20,7**	**9,0**	**8,2**
AmRest	trzymaj	2019-12-05	46,35	47,00	46,35	+1,4%	-	-	44,7	41,3
CCC	kupuj	2019-12-05	108,10	157,00	108,10	+45,2%	-	22,7	6,0	4,7
Dino	akumuluj	2019-11-25	134,00	148,60	136,00	+9,3%	32,8	24,4	19,5	14,8
Eurocash	redukuj	2019-11-25	22,22	19,80	21,96	-9,8%	74,5	44,3	8,0	7,6
Jeronimo Martins	trzymaj	2019-10-07	14,92	14,30 EUR	14,54	-1,6%	20,6	18,5	9,0	8,2
LPP	kupuj	2019-12-05	8 575,00	10 100,00	8 575,00	+17,8%	25,4	18,7	10,7	9,2
VRG	akumuluj	2019-12-02	3,94	4,50	4,00	+12,5%	15,4	12,8	4,9	4,4

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						**14,0**	**12,1**	**6,6**	**5,5**
Ailleron	równoważ	2019-10-31	7,16	7,74	+8,1%	14,0	10,6	5,5	4,3
Asseco BS	równoważ	2019-12-05	27,60	27,60	+0,0%	14,1	13,6	9,2	8,7
Asseco SEE	przeważaj	2019-12-05	25,60	25,60	+0,0%	15,8	14,2	7,7	6,6
Atende	równoważ	2019-12-05	3,06	3,06	+0,0%	10,8	10,1	4,6	4,3
Spółki przemysłowe						**11,0**	**10,7**	**6,5**	**6,7**
AC	równoważ	2019-12-05	43,20	43,20	+0,0%	10,9	10,9	7,6	7,2
Alumetal	równoważ	2019-12-05	39,30	39,30	+0,0%	12,3	12,7	7,1	7,4
Amica	równoważ	2019-12-05	133,20	133,20	+0,0%	9,0	8,4	5,9	5,9
Apator	równoważ	2019-12-05	21,10	21,10	+0,0%	11,2	11,3	6,5	6,8
Astarta	przeważaj	2019-12-05	15,90	15,90	+0,0%	-	2,7	6,4	2,9
Boryszew	równoważ	2019-12-05	4,09	4,09	+0,0%	13,5	10,7	6,7	6,8
Forte	równoważ	2019-12-05	28,15	28,15	+0,0%	22,8	13,1	9,5	8,0
Kruszwica	przeważaj	2019-12-05	45,80	45,80	+0,0%	10,6	9,6	5,2	4,9
Mangata	równoważ	2019-12-05	72,00	72,00	+0,0%	8,7	10,2	6,2	6,7
Pozbud	równoważ	2019-12-05	1,80	1,80	+0,0%	4,2	4,1	4,6	5,6
TIM	przeważaj	2019-12-05	10,90	10,90	+0,0%	12,2	10,8	6,5	5,9

Zmiany rekomendacji w przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa		Data wydania
11 bit studios	kupuj	kupuj	454,00	PLN	2019-12-05
AC	równoważ	równoważ	-	-	2019-12-05
Alumetal	równoważ	równoważ	-	-	2019-12-05
Amica	równoważ	równoważ	-	-	2019-12-05
AmRest	trzymaj	trzymaj	47,00	PLN	2019-12-05
Apator	równoważ	niedoważaj	-	-	2019-12-05
Asseco BS	równoważ	równoważ	-	-	2019-12-05
Asseco Poland	trzymaj	trzymaj	59,20	PLN	2019-12-05
Asseco SEE	przeważaj	przeważaj	-	-	2019-12-05
Astarta	przeważaj	przeważaj	-	-	2019-12-05
Atal	kupuj	akumuluj	44,90	PLN	2019-12-05
Atende	równoważ	równoważ	-	-	2019-12-05
Boryszew	równoważ	równoważ	-	-	2019-12-05
CCC	kupuj	kupuj	157,00	PLN	2019-12-05
CD Projekt	akumuluj	akumuluj	281,30	PLN	2019-12-05
CEZ	kupuj	akumuluj	597,80	CZK	2019-12-05
Ciech	kupuj	kupuj	44,41	PLN	2019-12-05
Cognor	trzymaj	trzymaj	1,25	PLN	2019-12-05
Dom Development	trzymaj	trzymaj	88,92	PLN	2019-12-05
Ergis	zawieszona	równoważ	-	-	2019-12-05
Erste Group	akumuluj	kupuj	36,61	EUR	2019-12-05
Famur	kupuj	kupuj	5,18	PLN	2019-12-05
Forte	równoważ	równoważ	-	-	2019-12-05
Grupa Azoty	trzymaj	trzymaj	32,75	PLN	2019-12-05
Grupa Kęty	trzymaj	trzymaj	335,44	PLN	2019-12-05
Handlowy	akumuluj	akumuluj	57,44	PLN	2019-12-05
ING BSK	trzymaj	trzymaj	187,77	PLN	2019-12-05
JSW	kupuj	kupuj	28,04	PLN	2019-12-05
Kernel	trzymaj	redukuj	41,60	PLN	2019-12-05
KGHM	trzymaj	trzymaj	85,54	PLN	2019-12-05
Komercni Banka	kupuj	kupuj	928,20	CZK	2019-12-05
Kruk	kupuj	kupuj	210,31	PLN	2019-12-05
Kruszwica	przeważaj	przeważaj	-	-	2019-12-05
Lotos	redukuj	sprzedaj	77,80	PLN	2019-12-05
LPP	kupuj	trzymaj	10100,00	PLN	2019-12-05
Mangata	równoważ	równoważ	-	-	2019-12-05
Millennium	trzymaj	sprzedaj	5,47	PLN	2019-12-05
Monnari	zawieszona	równoważ	-	-	2019-12-05
Netia	trzymaj	trzymaj	4,70	PLN	2019-12-05
OTP Bank	trzymaj	akumuluj	14681,00	HUF	2019-12-05
Pekao	kupuj	kupuj	115,20	PLN	2019-12-05
PKN Orlen	trzymaj	redukuj	94,17	PLN	2019-12-05
PKO BP	akumuluj	kupuj	39,50	PLN	2019-12-05
PKP Cargo	redukuj	redukuj	18,13	PLN	2019-12-05
Pozbud	równoważ	równoważ	-	-	2019-12-05
PZU	akumuluj	kupuj	41,91	PLN	2019-12-05
RBI	akumuluj	trzymaj	23,05	EUR	2019-12-05
Santander Bank Polska	trzymaj	redukuj	265,50	PLN	2019-12-05
Skarbiec Holding	kupuj	kupuj	29,34	PLN	2019-12-05
Stelmet	trzymaj	trzymaj	8,78	PLN	2019-12-05
Tarczyński	zawieszona	równoważ	-	-	2019-12-05
TIM	przeważaj	przeważaj	-	-	2019-12-05
Wirtualna Polska	trzymaj	trzymaj	70,00	PLN	2019-12-05

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

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
Cognor	trzymaj	akumuluj	1,55	PLN	2019-11-04
Comarch	kupuj	kupuj	250,00	PLN	2019-11-25
Cyfrowy Polsat	redukuj	redukuj	26,10	PLN	2019-11-14
Dino	akumuluj	trzymaj	148,60	PLN	2019-11-25
Enea	kupuj	kupuj	11,53	PLN	2019-11-06
Energa	kupuj	kupuj	11,67	PLN	2019-11-06
Eurocash	redukuj	sprzedaj	19,80	PLN	2019-11-25
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	trzymaj	akumuluj	96,13	PLN	2019-11-08
KGHM	akumuluj	akumuluj	96,14	PLN	2019-11-06
Millennium	sprzedaj	redukuj	5,18	PLN	2019-11-06
MOL	akumuluj	akumuluj	3302,00	HUF	2019-11-27
MOL	akumuluj	kupuj	3258,00	HUF	2019-11-06
Orange Polska	akumuluj	kupuj	7,40	PLN	2019-11-29
OTP Bank	akumuluj	kupuj	14681,00	HUF	2019-11-06
PGNiG	kupuj	kupuj	5,64	PLN	2019-11-06
PKN Orlen	redukuj	trzymaj	94,17	PLN	2019-11-14
PKP Cargo	redukuj		20,44	PLN	2019-11-26
Play	kupuj	kupuj	36,00	PLN	2019-11-14
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
VRG	akumuluj	kupuj	4,50	PLN	2019-12-02

Statystyki rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	0	0,0%	0	0,0%
redukuj	4	5,9%	0	0,0%
niedoważaj	0	0,0%	0	0,0%
trzymaj	18	26,5%	6	28,6%
równoważ	11	16,2%	3	14,3%
akumuluj	10	14,7%	6	28,6%
kupuj	21	30,9%	6	28,6%
przeważaj	4	5,9%	0	0,0%

Finanse

Alior Bank

trzymaj (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację trzymaj oraz 9 -miesięczną cenę docelową na poziomie 31,00 PLN na akcję. Nasze prognozy zostały ostatnio obniżone aż o 52%-56% na lata 2020/21, co związane było 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, obniżyliśmy 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.

Cena bieżąca	27,78 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	31,00 PLN	+11,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**trzymaj**	**31,00 PLN**	**2019-11-06**

Podstawowe dane			**ALR PW**	**vs. WIG**
Ticker	ALR PW	Zmiana 1M	-1,1%	+4,3%
ISIN	PLALIOR00045	Zmiana YTD	-47,7%	-45,0%
Liczba akcji (mln)	129,3	Średni obrót 1M	35,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 590,8	Średni obrót 6M	20,4 mln PLN	
		P/E 12M fwd	6,0	-51,4%
Free float	74,8%	P/E 5Y avg	12,4	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	7,0	5,0	8,7	8,0	7,6
P/BV	0,5	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			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**
Wynik odsetkowy	2 841	3 085	3 210	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 zal	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**

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%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	**wartość**	**udział**
Etap I (2020-21)	0	0%
Korekta o PV	196	3%
Etap II (2022-36)	4 515	65%
Etap III (2037-56)	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 (2019-21)	161	2%
Korekta o PV	448	7%
Etap II (2022-36)	114	2%
Etap III (2037-56)	-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
Średnia wartość godziwa		6 851
na akcję (PLN)		53,00
Podatek bankowy		-23,86
Wartość godziwa na akcję		29,14
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		**31,00**

Handlowy

akumuluj (podtrzymana)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację akumuluj ale lekko obniżamy naszą cenę docelową do poziomu 57,44 PLN na akcję. Nasze prognozy zostały obniżone o 2% na 2020 rok oraz o 4% na 2021 rok ze względu na niższe oczekiwania odnośnie wyniku odsetkowego (wyrok TSUE w sprawie zwrotu prowizji) oraz wyższe odnośnie kosztu ryzyka (spowolnienie gospodarcze). Obecnie oczekujemy, że koszt ryzyka (do kredytów brutto) wyniesie 54 p.b. w 2020 roku oraz 57 p.b. w 2021 roku. Nasza prognoza jest dość konserwatywna biorąc pod uwagę, że koszt ryzyka Banku Handlowego w ostatnich 8 latach oscylował w przedziale -11 p.b. i 57 p.b. (nie licząc obfitującego w odpisy korporacyjne 2019 roku). Z drugiej strony uważamy, że wzrost wyniku prowizyjnego (+3% w 2020 i 2021) oraz konserwatywna polityka kosztowa (+1%-2% w 2020/21) znacząco zniwelują negatywne efekty spadku wyniku odsetkowego oraz wzrostu salda rezerw. Uważamy, że ewentualne pozytywne zaskoczenie do naszych prognoz może pochodzić z niższego niż zakładamy salda rezerw oraz wyższej dynamiki kredytów, którą obecnie zakładamy na poziomie około 5% rocznie. Z drugiej strony, negatywnie bank może zaskoczyć dywidendą ze względu na obostrzenia regulacyjne. W otoczeniu rosnącego ryzyka przewalutowania kredytów CHF oraz przymusowej restrukturyzacji części sektora, regulator może, choć nie musi, ograniczyć wypłaty dywidend. Niemniej jednak właśnie ze względu na bezpieczny profil banku oraz sowitą dywidendę jest on najbardziej preferowany przez nas pośród mniejszych polskich banków. Bank powinien gwarantować stabilność w otoczeniu rosnących obaw o przewalutowanie kredytów CHF i spadającej rentowności sektora. Bank wyceniamy na podobnych wskaźnikach co Bank Pekao, ale z dyskontem do również bezpiecznego ING ze względu na znacznie niższą rentowność.

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	51,70 PLN	
Cena docelowa	57,44 PLN	+11,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**akumuluj**	**57,44 PLN**	**2019-12-05**
poprzednia	akumuluj	59,45 PLN	2019-07-03

Podstawowe dane			**BHW PW**	**vs. WIG**
Ticker	BHW PW	Zmiana 1M	+0,2%	+5,6%
ISIN	PLBH00000012	Zmiana YTD	-20,9%	-18,2%
Liczba akcji (mln)	130,7	Średni obrót 1M	2,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	6 755,1	Średni obrót 6M	2,3 mln PLN	
		P/E 12M fwd	11,0	-26,0%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	14,8	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	1 082	1 108	1 147	1 167	1 220
WNDB	2 079	2 159	2 251	2 301	2 385
Koszty	-1 192	-1 180	-1 259	-1 270	-1 295
Saldo rezerw	-103	-64	-275	-120	-132
Zysk netto	536	639	451	621	649
P/E	12,6	10,6	15,0	10,9	10,4
P/BV	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9
ROE	7,8%	9,1%	6,4%	8,8%	8,9%
DPS	4,60	4,10	3,74	3,84	3,56
DYield	8,9%	7,9%	7,2%	7,4%	6,9%
Zmiana prognoz			**2019P**	**2020P**	**2021P**
Wynik odsetkowy			-2,8%	-8,3%	-9,9%
Wynik prowizyjny			+5,2%	+7,1%	+8,0%
Koszty razem			-0,6%	-1,8%	-1,8%
Saldo rezerw			+73,2%	+42,8%	+43,8%
Zysk netto			-12,8%	-1,6%	-3,8%

RZiS

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	1 082	1 108	1 147	1 167	1 220
Wynik prowizyjny	581	550	575	593	611
Wynik handlowy	396	487	489	499	511
Pozostałe przychody netto	21	15	41	42	44
Wynik pozaodsetkowy	**997**	**1 052**	**1 104**	**1 134**	**1 166**
WNDB	**2 079**	**2 159**	**2 251**	**2 301**	**2 385**
Koszty operacyjne	1 192	1 180	1 259	1 270	1 295
Zysk operacyjny	**888**	**980**	**991**	**1 030**	**1 090**
Saldo rezerw	103	64	275	120	132
Udział w jednostkach zal	0	0	0	0	0
Wynik brutto	**785**	**916**	**716**	**911**	**958**
Podatek	172	190	172	191	201
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	78	87	94	99	108
Zysk netto	**536**	**639**	**451**	**621**	**649**

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Kredyty netto	**17 854**	**19 802**	**20 949**	**21 902**	**23 056**
Pozostałe aktywa	25 184	29 503	30 401	31 624	32 909
Aktywa razem	**43 038**	**49 305**	**51 350**	**53 525**	**55 965**
Depozyty	**27 284**	**31 057**	**34 737**	**36 830**	**38 786**
Pozostałe zobowiązania	8 815	11 191	9 594	9 558	9 788
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	0
Kapitały własne	**6 939**	**7 057**	**7 019**	**7 138**	**7 391**

Wskaźniki

(%)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
NIM	2,5%	2,5%	2,4%	2,3%	2,3%
C/I	57,9%	54,6%	56,0%	55,2%	54,3%
CoR	0,6%	0,3%	1,3%	0,5%	0,6%
NPL Ratio	3,5%	3,0%	3,1%	4,1%	4,1%
Tier 1	17,9%	16,8%	17,3%	17,0%	17,5%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2020-21)	857	11%
Korekta o PV	304	4%
Etap II (2022-36)	6 049	74%
Etap III (2037-56)	743	9%
Wartość rezydualna	200	2%
Wartość godziwa	**8 153**	**100%**
Liczba akcji (mln)	131	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**62,40**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**66,38**	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	8 537	103%
Etap I (2019-21)	-171	-2%
Korekta o PV	598	7%
Etap II (2022-36)	-539	-7%
Etap III (2037-56)	-141	-2%
Wartość godziwa	**8 284**	**100%**
Liczba akcji (mln)	131	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**63,40**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**67,44**	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	8 153
Zyski ekonomiczne	50%	8 284
Średnia wartość godziwa		8 218
na akcję (PLN)		62,90
Podatek bankowy		-8,90
Wartość godziwa na akcję		54,00
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		**57,44**

ING BSK

trzymaj (podtrzymana)

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

Obniżamy naszą cenę docelową do 187,77 PLN na akcję pozostawiając rekomendację trzymaj dla ING BSK. Nasze prognozy zostały obniżone aż o 9% po słabych wynikach za 3Q'19 oraz o 6%-4% na lata 2020/21. W wynikach za 2019 rok uwzględniamy także jednorazową rezerwę na ekspozycję CHF w wysokości około 100 mln PLN. Z kolei wyniki w latach 2020/21 uwzględniają podwyżkę salda rezerw o 15% ze względu na zwalniającą gospodarkę w Polsce. Oczekujemy, że koszt ryzyka w latach 2020/21 wzrośnie do 60-63 p.b. czyli najwyższego poziomu od 2012 roku. Oczekujemy, że wpływ wyroku w kwestii zwrotu prowizji z tytułu kredytów konsumenckich na wynik odsetkowy zostanie zrównoważony przez rosnące wolumeny kredytowe. Oczekujemy, że wzrost kredytów w ING utrzyma się w tempie dwucyfrowym także w 2020 roku i spowolni do około 9% dopiero w 2021 roku co czyni bank wyjątkowym na tle konkurencji. Nasze prognozy są o 3% poniżej konsensusu na 2020 rok oraz o 2% poniżej na 2021 r. Największym zagrożeniem dla naszych prognoz widzimy w ambitnej prognozie C/I gdzie oczekujemy spadku tego wskaźnika do 40% w 2021 roku oraz w ambitnej prognozie wolumenów kredytowych. Z drugiej strony zaznaczamy, że nasza prognoza kosztu ryzyka jest dość konserwatywna, co może być źródłem pozytywnych zaskoczeń w przyszłości. ING BSK jest najdroższym bankiem w regionie i uważamy, że takim pozostanie ze względu na wysoką rentowność kapitałów (ROE >12%), bezpieczny profil (niskie L/D oraz niska ekspozycja na CHF) oraz niską płynność. Spośród banków o podobnym profilu co ING BSK zdecydowanie preferujemy Komercni Banka ze względu na lepsze otoczenie operacyjne, wyższą dywidendę, rentowność oraz zdecydowanie niższą wycenę.

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	190,80 PLN	
Cena docelowa	187,77 PLN	-1,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**trzymaj**	**187,77 PLN**	**2019-12-05**
poprzednia	trzymaj	197,53 PLN	2019-10-07

Podstawowe dane			**ING PW**	**vs. WIG**
Ticker	ING PW	Zmiana 1M	-3,8%	+1,6%
ISIN	PLBSK0000017	Zmiana YTD	+8,1%	+10,8%
Liczba akcji (mln)	130,1	Średni obrót 1M		1,0 mln PLN
MC (mln PLN)	24 823,1	Średni obrót 6M		1,5 mln PLN
		P/E 12M fwd	13,3	-13,7%
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	4 309	4 720	5 151
WNDB	4 756	5 233	5 823	6 292	6 809
Koszty	-2 123	-2 327	-2 506	-2 614	-2 727
Saldo rezerw	-421	-501	-728	-764	-890
Zysk netto	1 403	1 526	1 591	1 788	1 954
P/E	17,7	16,3	15,6	13,9	12,7
P/BV	2,1	1,9	1,8	1,7	1,5
ROE	12,6%	12,1%	11,7%	12,4%	12,5%
DPS	0,00	3,20	3,50	3,67	4,12
DYield	0,0%	1,7%	1,8%	1,9%	2,2%
Zmiana prognoz			**2019P**	**2020P**	**2021P**
Wynik odsetkowy			+0,8%	-0,2%	+1,2%
Wynik prowizyjny			+1,4%	+0,2%	+0,3%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			+36,0%	+13,7%	+14,7%
Zysk netto			-9,1%	-6,4%	-4,4%

RZiS

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	3 453	3 760	4 309	4 720	5 151
Wynik prowizyjny	1 183	1 305	1 369	1 402	1 480
Wynik handlowy	117	154	151	159	166
Pozostałe przychody netto	3	14	-6	12	12
Wynik pozaodsetkowy	**1 303**	**1 473**	**1 515**	**1 572**	**1 658**
WNDB	**4 756**	**5 233**	**5 823**	**6 292**	**6 809**
Koszty operacyjne	2 123	2 327	2 506	2 614	2 727
Zysk operacyjny	**2 633**	**2 906**	**3 318**	**3 678**	**4 082**
Saldo rezerw	421	501	728	764	890
Udział w jednostkach zal	0	0	6	11	11
Wynik brutto	**2 212**	**2 405**	**2 595**	**2 924**	**3 204**
Podatek	479	507	571	643	705
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	330	372	433	493	545
Zysk netto	**1 403**	**1 526**	**1 591**	**1 788**	**1 954**

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Kredyty netto	**91 088**	**103 126**	**116 745**	**130 646**	**142 911**
Pozostałe aktywa	34 926	38 477	41 171	44 139	47 354
Aktywa razem	**126 014**	**141 603**	**157 916**	**174 785**	**190 265**
Depozyty	**104 503**	**117 683**	**129 968**	**144 293**	**157 539**
Pozostałe zobowiązania	9 716	10 584	14 156	15 472	16 385
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	0
Kapitały własne	**11 795**	**13 336**	**13 793**	**15 021**	**16 341**

Wskaźniki

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2020-21)	895	3%
Korekta o PV	1 301	4%
Etap II (2021-35)	17 453	59%
Etap III (2036-55)	7 648	26%
Wartość rezydualna	2 468	8%
Wartość godziwa	**29 765**	**100%**
Liczba akcji (mln)	130	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**228,79**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**243,37**	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	13 585	47%
Etap I (2018-20)	2 285	8%
Korekta o PV	2 070	7%
Etap II (2021-35)	8 438	29%
Etap III (2036-55)	2 311	8%
Wartość godziwa	**28 689**	**100%**
Liczba akcji (mln)	130	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**220,51**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**234,57**	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	29 765
Zyski ekonomiczne	50%	28 689
Średnia wartość godziwa		29 227
na akcję (PLN)		224,65
Podatek bankowy		-48,13
Wartość godziwa na akcję		176,52
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		**187,77**

Millennium

trzymaj (podwyższona)

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

Cena bieżąca	5,49 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	5,47 PLN	-0,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**trzymaj**	**5,47 PLN**	**2019-12-05**
poprzednia	sprzedaj	5,18 PLN	2019-11-06

Podstawowe dane			**MIL PW**	**vs. WIG**
Ticker	MIL PW	Zmiana 1M	-10,9%	-5,6%
ISIN	PLBIG0000016	Zmiana YTD	-38,1%	-35,4%
Liczba akcji (mln)	1 213,1	Średni obrót 1M	4,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	6 660,0	Średni obrót 6M	7,0 mln PLN	
		P/E 12M fwd	7,3	-40,7%
Free float	50,0%	P/E 5Y avg	12,3	dyskonto

Podwyższamy naszą rekomendację dla Banku Millennium do trzymaj przede wszystkim ze względu na znaczący spadek wyceny rynkowej oraz po pozytywnej rewizji naszej ceny docelowej do 5,47 PLN/akcję. Nasze prognozy na 2021 rok zostały podwyższone o 5%, głównie ze względu na niedoszacowanie przez nas wcześniej wpływu fuzji Eurobanku na wynik odsetkowy Millennium. Z drugiej strony, znowu podnieśliśmy nasze już konserwatywne prognozy kosztu ryzyka ze względu na spowolnienie makro ekonomiczne. Obecnie oczekujemy kosztu ryzyka na poziomie 121 p.b. w 2020 roku oraz 171 p.b. w 2021 chociaż obie cyfry zawierają także anulację kredytów CHF. W naszych prognozach uwzględniliśmy czarny scenariusz dla rynku po wyroku TSUE, który opiera się na 100% partycypacji klientów w procesach sądowych przeciw bankowi i w następstwie anulacji umów kredytowych (więcej: https://tinyurl.com/y55q7zbt). Wpływ tego zdarzenia dla Millennium szacujemy łącznie na 6,9 mld PLN, ale naszym zdaniem, efekt zostanie rozłożony na 7 lat z czego największy udział odpisów przewidujemy w latach 2023/24 (odpis na poziomie odpowiednio 2,4 mld PLN i 1,7 mld PLN). Uważamy, że nasze założenie jest bardzo konserwatywne i może być ewentualną szansą dla wzrostu kursu akcji w przyszłości. Bank Millennium jest bardzo wrażliwy na partycypację klientów w procesach i związanymi z nimi odpisami. W przypadku 80% partycypacji klientów w anulacji nasza wycena wzrosłaby o około 1,3 PLN na akcję, a przy 50% o około 2,1 PLN na akcję, co diametralnie zmienia zalecenie inwestycyjne. Podsumowując, uważamy, że Bank Millennium jest obecnie adekwatnie wyceniony biorąc pod uwagę pełny odpis na kredyty CHF oraz spowolnienie gospodarcze. Uważamy, że szansa na znaczący wzrost kursu akcji w najbliższym czasie jest bardzo ograniczona ze względu na oczekiwane słabe wyniki 4Q'19 oraz natłok negatywnych informacji związanych z CHF. Z drugiej strony wszelkie pozytywne informacje odnośnie partycypacji w dalszej części 2020 roku powinny działać na korzyść banku.

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**
Wynik odsetkowy	1 696	1 817	2 436	2 868	3 036
WNDB	2 650	2 778	3 567	3 991	4 213
Koszty	-1 156	1 332	-1 875	-2 047	-1 910
Saldo rezerw	-255	-222	-486	-901	-1 364
Zysk netto	681	761	698	556	454
P/E	9,8	8,8	9,5	12,0	14,7
P/BV	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7
ROE	9,3%	9,4%	8,2%	6,2%	4,8%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			**2019P**	**2020P**	**2021P**
Wynik odsetkowy			+0,1%	+7,9%	+9,3%
Wynik prowizyjny			-1,3%	-2,2%	-2,2%
Koszty razem			+6,6%	+6,0%	+6,8%
Saldo rezerw			+31,0%	+9,8%	+6,1%
Zysk netto			-17,3%	-1,9%	+5,1%

RZiS

(mln PLN)	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**
Wynik odsetkowy	1 696	1 817	2 436	2 868	3 036
Wynik prowizyjny	664	661	698	744	789
Wynik handlowy	220	248	331	275	280
Pozostałe przychody netto	70	51	101	104	108
Wynik pozaodsetkowy	**953**	**960**	**1 131**	**1 124**	**1 177**
WNDB	**2 650**	**2 778**	**3 567**	**3 991**	**4 213**
Koszty operacyjne	1 281	1 332	1 875	2 047	1 910
Zysk operacyjny	**1 369**	**1 445**	**1 692**	**1 945**	**2 303**
Saldo rezerw	255	222	486	901	1 364
Udział w jednostkach zal	0	0	0	0	0
Wynik brutto	**1 114**	**1 223**	**1 206**	**1 044**	**939**
Podatek	244	264	260	225	202
Zyski mniejszościowych	0	959	0	0	0
Podatek bankowy	188	198	248	263	283
Zysk netto	**681**	**761**	**698**	**556**	**454**

Bilans

(mln PLN)	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**
Kredyty netto	**47 411**	**52 712**	**69 944**	**74 788**	**79 801**
Pozostałe aktywa	23 730	27 747	29 563	30 585	31 648
Aktywa razem	**71 141**	**80 459**	**99 507**	**105 373**	**111 449**
Depozyty	**57 273**	**66 244**	**81 586**	**86 297**	**90 658**
Pozostałe zobowiązania	6 096	5 831	9 224	9 860	11 169
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	0
Kapitały własne	**7 773**	**8 384**	**8 696**	**9 216**	**9 622**

Wskaźniki

(%)	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**
NIM	2,4%	2,5%	2,8%	2,9%	2,9%
C/I	48,3%	47,9%	52,6%	51,3%	45,3%
CoR	0,5%	0,5%	0,8%	1,2%	1,7%
NPL Ratio	4,6%	4,5%	4,4%	4,3%	4,3%
Tier 1	20,3%	19,8%	16,4%	16,7%	16,7%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	**wartość**	**udział**
Etap I (2020-21)	0	0%
Korekta o PV	418	4%
Etap II (2021-35)	5 845	59%
Etap III (2036-55)	2 684	27%
Wartość rezydualna	898	9%
Wartość godziwa	**9 845**	**100%**
Liczba akcji (mln)	1 213	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**8,12**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**8,63**	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	**wartość**	**udział**
Początkowe TNAV	8 695	95%
Etap I (2019-21)	198	2%
Korekta o PV	665	7%
Etap II (2022-36)	-1 162	-13%
Etap III (2037-56)	799	9%
Wartość godziwa	**9 196**	**100%**
Liczba akcji (mln)	1 213	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**7,58**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**8,06**	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	**waga**	**wycena**
DDM	50%	9 845
Zyski ekonomiczne	50%	9 196
Średnia wartość godziwa		9 520
na akcję (PLN)		7,85
Podatek bankowy		-2,70
Wartość godziwa na akcję		5,14
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		**5,47**

Pekao

kupuj (podtrzymana)

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

Cena bieżąca	96,34 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	115,20 PLN	+19,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**115,20 PLN**	**2019-12-05**
poprzednia	kupuj	119,75 PLN	2019-08-02

Podstawowe dane			**PEO PW**	**vs. WIG**
Ticker	PEO PW	Zmiana 1M	-11,8%	-6,4%
ISIN	PLPEKAO00016	Zmiana YTD	-5,9%	-3,2%
Liczba akcji (mln)	262,5	Średni obrót 1M	65,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	25 286,4	Średni obrót 6M	65,8 mln PLN	
		P/E 12M fwd	9,8	-33,1%
Free float	67,2%	P/E 5Y avg	14,6	dyskonto

Obniżamy naszą cenę docelową do 115,20 PLN na akcję, ale pozostawiamy bez zmian rekomendację kupuj. Nasze prognozy zostały obniżone o 5% na 2020 rok oraz o 4% na 2021. Nasza zmiana prognoz wynika głównie z gorszego otoczenia makroekonomicznego co przekłada się na wyższe saldo rezerw w dwóch kolejnych latach o odpowiednio +20% i +14% (wobec wcześniejszych oczekiwań). Dodatkowo, saldo rezerw uwzględnia 30% prawdopodobieństwo przewalutowania kredytów denominowanych na PLN po kursie udzielenia. Założone przez nas niskie prawdopodobieństwo wynika z dotychczasowego przebiegu procesów sądowych kontra Bank Pekao. Chociaż prognozowany przez nas koszt ryzyka na poziomie 51 p.b. w 2020 roku (do średnich kredytów brutto) będzie najwyższym od 2013 roku to i tak pozostanie jednym z najniższych w sektorze. Nasze prognozy ponownie znajdują się poniżej założeń Zarządu na 2020 rok z ROE równym 10,4% wobec oczekiwanych przez Pekao na poziomie 11,5% (+/- 0,5%) co daje przestrzeń do ewentualnych podwyżek prognoz. Tak jak w przypadku PKO BP, nasze prognozy na Pekao są jednymi z najniższych na rynku, co podkreśla nasze konserwatywne podejście. Z drugiej strony największym zagrożeniem jakie widzimy jest konserwatywne podejście regulatora do wypłaty przyszłych dywidend sektora w związku z problemem kredytów CHF. Dodatkowym cieniem na spółce kładą się ostatnie zmiany w Zarządzie (3 członków wraz z Prezesem złożyło rezygnację), co przypomina o politycznych koneksjach banku i rodzi niepewność co do wiarygodności strategii. Przy porównywalnej dywidendzie oraz rentowności kapitałów preferujemy Bank Pekao od PKO BP ze względu na znacząco niższą ekspozycję na kredyty CHF, chociaż zaznaczamy, że ewentualne ruchy na rynku M&A mogą zmienić naszą ocenę (groźba znaczącej emisji akcji).

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**
Wynik odsetkowy	4 593	4 994	5 452	5 831	6 218
WNDB	7 278	7 830	8 266	8 718	9 181
Koszty	-3 535	-3 710	-3 999	-3 915	-4 030
Saldo rezerw	-521	-511	-580	-790	-848
Zysk netto	2 475	2 287	2 259	2 482	2 655
P/E	10,2	11,1	11,2	10,2	9,5
P/BV	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0
ROE	10,7%	9,9%	9,8%	10,4%	10,8%
DPS	8,68	7,90	6,60	6,46	7,09
DYield	9,0%	8,2%	6,9%	6,7%	7,4%

Zmiana prognoz	**2019P**	**2020P**	**2021P**
Wynik odsetkowy	-0,7%	-0,8%	-0,8%
Wynik prowizyjny	-0,1%	-0,4%	-0,7%
Koszty razem	-2,3%	-1,4%	-1,4%
Saldo rezerw	+10,3%	+19,7%	+14,3%
Zysk netto	-1,0%	-4,9%	-4,2%

RZiS

(mln PLN)	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**
Wynik odsetkowy	4 593	4 994	5 452	5 831	6 218
Wynik prowizyjny	2 353	2 463	2 553	2 612	2 674
Wynik handlowy	255	237	175	181	187
Pozostałe przychody netto	77	137	86	94	103
Wynik pozaodsetkowy	**2 685**	**2 836**	**2 814**	**2 887**	**2 963**
WNDB	**7 278**	**7 830**	**8 266**	**8 718**	**9 181**
Koszty operacyjne	3 535	3 710	3 999	3 915	4 030
Zysk operacyjny	**3 743**	**4 120**	**4 268**	**4 803**	**5 152**
Saldo rezerw	521	511	580	790	848
Udział w jednostkach zal	453	0	0	0	0
Wynik brutto	**3 675**	**3 609**	**3 688**	**4 013**	**4 304**
Podatek	677	760	811	863	925
Zyski mniejszościowych	-1	-1	-1	-1	-1
Podatek bankowy	522	562	617	668	723
Zysk netto	**2 475**	**2 287**	**2 259**	**2 482**	**2 655**

Bilans

(mln PLN)	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**
Kredyty netto	**132 301**	**129 297**	**141 455**	**152 138**	**162 700**
Pozostałe aktywa	53 165	61 793	64 206	66 786	69 491
Aktywa razem	**185 466**	**191 090**	**205 660**	**218 923**	**232 192**
Depozyty	**146 186**	**149 491**	**161 450**	**173 454**	**184 619**
Pozostałe zobowiązania	16 011	18 791	20 839	21 260	22 526
Udziały mniejszościowe	0	11	12	13	14
Kapitały własne	**23 268**	**22 797**	**23 358**	**24 197**	**25 033**

Wskaźniki

(%)	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**
NIM	2,6%	2,8%	2,9%	2,8%	2,9%
C/I	48,6%	47,4%	49,2%	45,8%	44,7%
CoR	0,4%	0,4%	0,4%	0,5%	0,5%
NPL Ratio	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	6,0%
Tier 1	16,1%	16,3%	16,9%	16,5%	16,3%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	**wartość**	**udział**
Etap I (2020-21)	3 143	8%
Korekta o PV	1 170	3%
Etap II (2022-36)	24 367	66%
Etap III (2037-56)	6 268	17%
Wartość rezydualna	2 238	6%
Wartość godziwa	**37 186**	**100%**
Liczba akcji (mln)	262	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**141,75**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**150,79**	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	**wartość**	**udział**
Początkowe TNAV	24 966	67%
Etap I (2019-21)	2 452	7%
Korekta o PV	2 705	7%
Etap II (2022-36)	6 699	18%
Etap III (2037-56)	675	2%
Wartość godziwa	**37 497**	**100%**
Liczba akcji (mln)	262	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**142,86**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**151,97**	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	**waga**	**wycena**
DDM	50%	37 186
Zyski ekonomiczne	50%	37 497
Średnia wartość godziwa		37 341
na akcję (PLN)		142,31
Podatek bankowy		-34,01
Wartość godziwa na akcję		108,30
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		**115,20**

PKO BP

akumuluj (obniżona)

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

Obniżamy naszą rekomendację do akumuluj oraz cenę docelową do 39,50 PLN na akcję. Nasza rewizja uwzględnia znaczące spowolnienie makroekonomiczne z obecnego poziomu około 4% do <3%. Dodatkowo, ze względu na ostatnie wyroki sądów postanowiliśmy uwzględnić około 30% prawdopodobieństwo konwersji spraw CHF na PLN po kursie udzielenia. Założone przez nas niskie prawdopodobieństwo wynika z dotychczasowego przebiegu procesów sądowych kontra PKO BP, które w większości jest wygrywane przez bank. Powyższe czynniki skłoniły nas do podwyższenia salda rezerw o 28% na lata 2020 oraz 2021. Nasza prognoza zysku netto na 2020 rok jest niższa od zysku prognozowanego na 2019 rok (4,4 mld PLN vs 4,5 mld PLN), a w 2021 wynosi 4,5 mld PLN. Oznacza to, że jesteśmy bardziej konserwatywni niż Zarząd banku, ale jednocześnie zaznaczamy, że nasze prognozy makroekonomiczne są również ostrożniejsze od tych przedstawionych przez PKO BP. Nasze prognozy są obecnie jednymi z najniższych na rynku. Dalszym zagrożeniem dla naszych prognoz może być szersza niż zakładamy konwersja kredytów CHF (dodatkowe -5,91 na akcję), bardziej konserwatywna polityka dywidendowa KNF, większe od zakładanego przez nas spowolnienie gospodarcze czy przymusowa restrukturyzacja banków w kłopotach, a co za tym idzie wyższe składki na BFG. Pomimo konserwatywnych prognoz uważamy, że wycena PKO BP jest w dość atrakcyjnym punkcie i widzimy około 10% potencjał wzrostu.

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	34,99 PLN	
Cena docelowa	39,50 PLN	+12,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**akumuluj**	**39,50 PLN**	**2019-12-05**
poprzednia	kupuj	47,17 PLN	2019-08-02

Podstawowe dane			**PKO PW**	**vs. WIG**
Ticker	PKO PW	Zmiana 1M	-11,3%	-5,9%
ISIN	PLPKO0000016	Zmiana YTD	-8,3%	-5,5%
Liczba akcji (mln)	1 250,0	Średni obrót 1M	91,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	43 737,5	Średni obrót 6M	104,7 mln PLN	
		P/E 12M fwd	9,6	-25,8%
Free float	70,6%	P/E 5Y avg	12,9	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	8 606	9 353	10 338	11 091	11 633
WNDB	12 803	13 660	15 049	15 855	16 510
Koszty	-6 050	6 218	-6 462	-6 656	-6 845
Saldo rezerw	-1 617	-1 451	-1 368	-2 224	-2 394
Zysk netto	3 104	3 741	4 498	4 358	4 517
P/E	14,1	11,7	9,7	10,0	9,7
P/BV	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0
ROE	9,0%	9,9%	11,1%	10,2%	10,3%
DPS	0,00	0,55	1,33	3,13	3,55
DYield	0,0%	1,6%	3,8%	9,0%	10,1%

Zmiana prognoz	**2019P**	**2020P**	**2021P**
Wynik odsetkowy	+0,5%	+1,1%	+0,1%
Wynik prowizyjny	+1,6%	+0,8%	-0,2%
Koszty razem	+0,6%	+1,6%	+1,7%
Saldo rezerw	-6,0%	+28,0%	+27,6%
Zysk netto	+2,0%	-4,2%	-6,5%

RZiS

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	8 606	9 353	10 338	11 091	11 633
Wynik prowizyjny	2 969	3 013	3 046	3 105	3 150
Wynik handlowy	518	664	758	706	727
Pozostałe przychody netto	733	630	907	953	1 000
Wynik pozaodsetkowy	**4 220**	**4 307**	**4 711**	**4 764**	**4 877**
WNDB	**12 826**	**13 660**	**15 049**	**15 855**	**16 510**
Koszty operacyjne	6 050	6 218	6 462	6 656	6 845
Zysk operacyjny	**6 776**	**7 442**	**8 588**	**9 199**	**9 665**
Saldo rezerw	1 617	1 451	1 368	2 224	2 394
Udział w jedn. zal.	22	37	39	41	43
Wynik brutto	**5 181**	**6 028**	**7 258**	**7 016**	**7 313**
Podatek	-1 140	-1 336	-1 727	-1 543	-1 609
Zyski mniejszościowych	-5	-1	-1	-1	-1
Podatek bankowy	932	950	1 032	1 113	1 187
Zysk netto	**3 104**	**3 741**	**4 498**	**4 358**	**4 517**

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Kredyty netto	**205 628**	**214 912**	**233 115**	**248 739**	**261 114**
Pozostałe aktywa	91 284	109 343	114 103	119 262	124 669
Aktywa razem	**296 912**	**324 255**	**347 219**	**368 002**	**385 782**
Depozyty	**218 800**	**242 816**	**261 936**	**277 092**	**291 320**
Pozostałe zobowiązania	41 856	42 338	43 345	47 701	50 243
Udziały mniejszościowe	-11	-10	-10	-11	-11
Kapitały własne	**36 267**	**39 111**	**41 948**	**43 219**	**44 230**

Wskaźniki

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2019-21)	7 379	12%
Korekta o PV	864	1%
Etap II (2022-36)	42 318	71%
Etap III (2037-56)	7 700	13%
Wartość rezydualna	1 668	3%
Wartość godziwa	**59 928**	**100%**
Liczba akcji (mln)	1 250	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**47,94**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**51,00**	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	42 477	70%
Etap I (2019-21)	4 418	7%
Korekta o PV	4 258	7%
Etap II (2022-36)	8 297	14%
Etap III (2037-56)	969	2%
Wartość godziwa	**60 419**	**100%**
Liczba akcji (mln)	1 250	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**48,34**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**51,42**	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	59 928
Zyski ekonomiczne	50%	60 419
Średnia wartość godziwa		60 174
na akcję (PLN)		48,14
Podatek bankowy		-11,01
Wartość godziwa na akcję		37,13
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		**39,50**

Santander Bank Polska

trzymaj (podwyższona)

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

Po znaczącym spadku notowań Santander Bank Polska podwyższamy naszą rekomendację dla banku do trzymaj chociaż z drugiej strony dalej obniżamy nasze prognozy oraz cenę docelową do 265,50 PLN na akcję. Kolejna obniżka prognoz (o 8%-4% na lata 2020-21) wynika głównie z kosztów jakie bank będzie musiał ponieść przy rozliczeniu prowizji od kredytów konsumenckich po niekorzystnym wyroku TSUE (obniża wynik odsetkowy o c. 4%). Dodatkowo zaznaczamy, że nasze prognozy już uwzględniają pełny efekt związany z anulacją kredytów CHF o czym pisaliśmy w przeglądzie miesięcznym za październik. Wpływ tego zdarzenia na Santander Bank Polska szacujemy łącznie na 4,6 mld PLN ale efekt, naszym zdaniem, zostanie rozłożony na 7 lat z czego największy udział odpisów przewidujemy w latach 2023/24 roku (odpis na poziomie odpowiednio 1,61 mld PLN i 1,15 mld PLN). Uważamy, że odpisy na takim poziomie nie spowodują w banku straty netto ani problemu z sytuacją kapitałową. W efekcie koszt ryzyka dla Santander Bank Polska rośnie z prognozowanych przez nas 88 p.b. w 2019 roku do 108 p.b. w 2020 oraz do 117 p.b. w 2021. Nasze prognozy zysku netto są 10% poniżej konsensusu na 2020 rok oraz o 17% na 2021. Obecnie na wskaźniku P/E wyceniamy bank z premią do PKO BP oraz Pekao, co naszym zdaniem uzasadnione jest przez strukturę akcjonariatu (brak ryzyka politycznego). Uważamy, że największym zagrożeniem dla naszych prognoz jest dalsza deterioracja sytuacji makro ekonomicznej, zaś szansą bardzo niska partycypacja klientów z kredytami CHF w pozwach. W przypadku 80% partycypacji klientów w anulacji nasza wycena wzrosłaby o około 5,5 PLN na akcję, a przy 50% o około 19,5 PLN na akcję, co i tak nie zmienia zalecenia inwestycyjnego.

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	279,00 PLN	
Cena docelowa	265,50 PLN	-4,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**trzymaj**	**265,50 PLN**	**2019-12-05**
poprzednia	redukuj	276,55 PLN	2019-11-06

Podstawowe dane			**SPL PW**	**vs. WIG**
Ticker	SPL PW	Zmiana 1M	-13,1%	-7,7%
ISIN	PLBZ00000044	Zmiana YTD	-17,6%	-14,9%
Liczba akcji (mln)	102,1	Średni obrót 1M	17,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	28 482,6	Średni obrót 6M	18,6 mln PLN	
		P/E 12M fwd	11,0	-22,4%
Free float	31,7%	P/E 5Y avg	14,2	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	5 277	5 742	6 643	7 010	7 322
WNDB	7 764	8 296	9 556	9 940	10 344
Koszty	-3 372	-3 769	-4 345	-4 061	-4 101
Saldo rezerw	-690	-1 085	-1 290	-1 690	-1 943
Zysk netto	2 213	2 365	2 183	2 415	2 465
P/E	12,5	11,9	13,0	11,8	11,6
P/BV	1,3	1,1	1,1	1,0	1,0
ROE	10,6%	10,1%	8,7%	9,2%	8,7%
DPS	5,40	3,10	19,72	5,35	5,91
DYield	1,9%	1,1%	7,1%	1,9%	2,1%

Zmiana prognoz	**2019P**	**2020P**	**2021P**
Wynik odsetkowy	-1,1%	-3,7%	-3,6%
Wynik prowizyjny	+1,5%	+0,6%	+0,2%
Koszty razem	+1,7%	+0,1%	+0,1%
Saldo rezerw	+6,2%	+4,5%	-3,4%
Zysk netto	-4,7%	-8,3%	-4,0%

RZiS

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	5 277	5 742	6 643	7 010	7 322
Wynik prowizyjny	2 013	2 058	2 134	2 198	2 276
Wynik handlowy	323	282	522	527	532
Pozostałe przychody netto	151	214	257	205	213
Wynik pozaodsetkowy	**2 487**	**2 554**	**2 913**	**2 930**	**3 022**
WNDB	**7 764**	**8 296**	**9 556**	**9 940**	**10 344**
Koszty operacyjne	3 372	3 769	4 345	4 061	4 101
Zysk operacyjny	**4 391**	**4 527**	**5 211**	**5 879**	**6 243**
Saldo rezerw	690	1 085	1 290	1 690	1 943
Udział w jednostkach zal	58	63	63	63	63
Wynik brutto	**3 759**	**3 892**	**3 984**	**4 251**	**4 363**
Podatek	817	727	829	893	916
Zyski mniejszościowych	-305	-334	-324	-324	-333
Podatek bankowy	-424	-466	-648	-620	-648
Zysk netto	**2 213**	**2 365**	**2 183**	**2 415**	**2 465**

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	65 192	67 259	69 394
Aktywa razem	**152 674**	**205 853**	**213 044**	**223 736**	**233 435**
Depozyty	**111 481**	**149 617**	**155 830**	**162 656**	**170 747**
Pozostałe zobowiązania	17 850	29 568	30 252	32 124	31 356
Udziały mniejszościowe	1 436	1 564	1 688	1 812	1 939
Kapitały własne	**21 907**	**25 104**	**25 274**	**27 144**	**29 392**

Wskaźniki

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2020-21)	1 016	3%
Korekta o PV	177	1%
Etap II (2022-36)	22 812	72%
Etap III (2037-56)	6 294	20%
Wartość rezydualna	1 532	5%
Wartość godziwa	**31 831**	**100%**
Liczba akcji (mln)	99	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**320,77**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**341,22**	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	24 751	76%
Etap I (2019-21)	2 037	6%
Korekta o PV	1 353	4%
Etap II (2022-36)	3 547	11%
Etap III (2037-56)	695	2%
Wartość godziwa	**32 382**	**100%**
Liczba akcji (mln)	99	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**326,32**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**347,12**	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	31 831
Zyski ekonomiczne	50%	32 382
Średnia wartość godziwa		32 107
na akcję (PLN)		323,54
Podatek bankowy		-73,96
Wartość godziwa na akcję		249,59
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		**265,50**

Komercni Banka

kupuj (podtrzymana)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj, ale lekko obniżamy cenę docelową do 928,20 CZK na akcję dla Komercni Banka. Nasze prognozy obniżyliśmy o 2% na 2020 i 2021 rok oraz podwyższyliśmy o 1% na 2019. Zmiana prognoz w latach 2020/21 wynika głównie z bardziej konserwatywnego podejścia do ewolucji wyniku odsetkowego oraz prowizyjnego. Oczekujemy, że marża odsetkowa KB w 2020 roku spadnie o kolejne 10 p.b. aby ustabilizować się w 2021 roku. Niemniej jednak uważamy, że kwartalna marża odsetkowa w 2020 i 2021 roku powinna zanotować lekkie odbicie ze względu na rolowanie się produktów hipotecznych oraz konsumenckich po coraz wyższych stawkach i ustępującej wojnie cenowej w tych produktach. Jednocześnie oczekujemy, że sprzyjające środowisko makroekonomiczne nadal będzie odzwierciedlone w koszcie ryzyka, który prognozujemy na poziomie 7 p.b. w 2020 roku oraz 13 p.b. w 2021. Wynik na działalności bankowej rosnący w tempie +1% r/r oraz normalizujący się koszt ryzyka spowodują spadek zysku netto w 2020 roku o około 6%. Niemniej jednak ROE pozostanie na wysokim 13% poziomie, który jest nieosiągalny dla polskiego sektora bankowego. W połączeniu ze stopą dywidendy na poziomie >6% uważamy, że KB prezentuje się najlepiej jako bezpieczna przystań na 2020 rok.

Cena bieżąca	792,00 CZK	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	928,20 CZK	+17,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**928,20 CZK**	**2019-12-05**
poprzednia	kupuj	945,02 CZK	2019-08-28

Podstawowe dane			**KOMB CP**	**vs. WIG**
Ticker	KOMB CP	Zmiana 1M	+0,3%	+5,7%
ISIN	CZ0008019106	Zmiana YTD	-0,5%	+2,2%
Liczba akcji (mln)	188,9	Średni obrót 1M	108,1 mln CZK	
MC (mld CZK)	149,6	Średni obrót 6M	111,8 mln CZK	
		P/E 12M fwd	10,6	-20,8%
Free float	39,6%	P/E 5Y avg	13,3	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln CZK)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	20 808	22 509	23 616	23 949	25 215
WNDB	31 060	32 202	32 689	33 114	34 512
Koszty	-14 516	-14 635	-14 997	-15 147	-15 352
Saldo rezerw	391	643	798	-502	-922
Zysk netto	14 930	14 846	15 152	14 271	14 922
P/E	10,0	10,1	9,9	10,5	10,0
P/BV	1,5	1,4	1,4	1,4	1,3
ROE	15,0%	14,9%	14,6%	13,3%	13,4%
DPS	1,55	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			-0,6%	-1,7%	-2,0%
Wynik prowizyjny			-4,4%	-5,4%	-6,2%
Koszty razem			-0,8%	-0,9%	-2,1%
Saldo rezerw			+38,5%	0,0%	0,0%
Zysk netto			+0,9%	-2,1%	-1,9%

RZiS

(mln CZK)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy netto	20 808	22 509	23 616	23 949	25 215
Wynik prowizyjny	6 465	6 219	5 936	5 994	6 093
Wynik handlowy	3 576	3 215	2 952	2 982	3 012
Pozostałe przychody	211	259	185	188	192
WNDB	**31 060**	**32 202**	**32 689**	**33 114**	**34 512**
Koszty operacyjne	-13 374	-14 634	-14 997	-15 147	-15 352
Wynik operacyjny	**17 686**	**17 569**	**17 692**	**17 966**	**19 160**
Saldo rezerw	391	643	798	-502	-922
Zysk operacyjny netto	**18 077**	**18 209**	**18 490**	**17 464**	**18 238**
Zysk jednostek zależnych	209	308	311	327	343
Wypłaty emerytalne	0	0	69	0	0
Zysk brutto	**18 286**	**18 518**	**18 870**	**17 791**	**18 581**
Podatek dochodowy	-3 012	-3 349	-3 397	-3 202	-3 345
Zyski mniejszościowych	344	324	321	318	314
Zysk netto	**14 930**	**14 846**	**15 152**	**14 271**	**14 922**

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**	**1 154**	**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%	2,1%
C/I	43,1%	45,4%	45,9%	45,7%	44,5%
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	3 961	2%
Etap II (2022-36)	104 437	62%
Etap III (2037-56)	31 352	19%
Wartość rezydualna	11 672	7%
Wartość godziwa	**168 946**	**100%**
Liczba akcji (mln)	189	
Koszt kapitału	7,0%	
Wartość godziwa na akcję (CZK)	**895**	
Cena docelowa za 9M (CZK)	**942**	

Model zysków ekonomicznych

(mln CZK)	wartość	udział
Początkowe TNAV	86 848	53%
Etap I (2019-21)	18 940	12%
Korekta o PV	6 968	4%
Etap II (2022-36)	44 694	27%
Etap III (2037-56)	6 706	4%
Wartość godziwa	**164 157**	**100%**
Liczba akcji (mln)	189	
Koszt kapitału	7,0%	
Wartość godziwa na akcję (CZK)	**869**	
Cena docelowa za 9M (CZK)	**915**	

Podsumowanie wyceny

(mln CZK)	waga	wycena
DDM	50%	168 946
Zyski ekonomiczne	50%	164 157
Średnia wartość godziwa na akcję (CZK)		166 551
		881,90
Koszt kapitału 9M		5,3%
Cena docelowa za 9M (CZK)		**928,20**

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. Bardzo dobre wyniki za 3Q'19 (9% powyżej oczekiwań) pozostawiają nam dużą dozę bezpieczeństwa odnośnie naszych całorocznych prognoz. Nasze prognozy na lata 2020 oraz 2021 pozostają 7%-5% powyżej konsensusu, który jest zgodny z prognozami Zarządu. Nasze prognozy ani konsensus nie zawierają wpływu akwizycji Wüstenrot – stavební spořitelna oraz Wüstenrot hypoteční banka, której zamiar został ogłoszony pod koniec listopada 2019 roku. Moneta zamierza sfinalizować transakcję do kwietnia 2020 roku. Nowa akwizycja ma przynieść bankowi 400 000 nowych klientów, a co za tym idzie 45 mld CZK nowych depozytów oraz 13 mld CZK kredytów. Transakcja ma przełożyć się także na wzrost wyniku operacyjnego o minimum 10%, dochodowości o 15% i wygenerować synergie kosztowe na poziomie 6% obecnej bazy kosztowej (tj. 288 mln CZK). Cena za przejmowane podmioty powinna wynieść poniżej wartości księgowej, a co za tym idzie może prowadzić do jednorazowego zysku w 2020 roku. Podsumowując, Zarząd oczekuje, że przejmowane aktywa pozytywnie przełożą się zarówno na EPS jak i DPS Moneta Money Bank i nie będą miały wpływu na zaproponowaną dywidendę. Wstępnie uważamy, że akwizycja spowoduje pozytywne rewizje prognoz i wzmocni sentyment do banku. Moneta Money Bank jest naszym top-pick pośród mniejszych banków i stanowi bardzo dobrą alternatywę dla polskich banków, które będą musiały się mierzyć ze znaczną ilością problemów w 2020 roku.

Cena bieżąca	81,85 CZK	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	94,33 CZK	+15,2%

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

Podstawowe dane			**MONET CP**	**vs. WIG**
Ticker	MONET CP	Zmiana 1M	+10,5%	+15,9%
ISIN	CZ0008040318	Zmiana YTD	+18,3%	+21,0%
Liczba akcji (mln)	511,0	Średni obrót 1M	97,7 mln CZK	
MC (mld CZK)	41,8	Średni obrót 6M	80,0 mln CZK	
		P/E 12M fwd	10,9	-3,4%
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	10,7	10,0	11,0	10,2	10,1
P/BV	1,6	1,7	1,6	1,6	1,6
ROE	14,8%	16,5%	15,0%	15,8%	15,5%
DPS	9,80	8,00	6,15	5,59	6,01
DYield	12,0%	9,8%	7,5%	6,8%	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 CZK)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy netto	7 364	7 409	7 965	8 675	9 358
Wynik prowizyjny	1 933	1 892	1 942	2 074	2 168
Wynik handlowy	709	399	478	454	452
Pozostałe przychody	329	462	129	131	135
WNDB	**10 335**	**10 162**	**10 514**	**11 334**	**12 112**
Koszty operacyjne	-4 763	-4 580	-4 662	-4 643	-4 813
Wynik operacyjny	**5 388**	**5 310**	**5 364**	**6 185**	**6 780**
Saldo rezerw	-381	-274	-604	-1 063	-1 606
Zysk brutto	**4 903**	**5 036**	**4 760**	**5 123**	**5 174**
Podatek dochodowy	-980	-836	-952	-1 025	-1 035
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Zysk netto	**3 923**	**4 200**	**3 808**	**4 098**	**4 139**

Bilans

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

Wskaźniki

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Podsumowanie wyceny

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

Erste Group

akumuluj (obniżona)

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

Po wzroście kursu akcji oraz obniżeniu naszej ceny docelowej rewidujemy w dół naszą rekomendację kupuj do akumuluj dla Erste Group. Erste od dwóch lat pozytywnie zaskakuje kwartalnymi wynikami, a skala „przebicia" jest zwykle dwucyfrowa. Erste tak jak inne banki regionalne jest beneficjentem sytuacji makroekonomicznej, co z kolei przekłada się na bardzo niski koszt ryzyka. Prognoza Erste Group na 2020 rok zakłada niższą niż w 2019 roku dynamikę wzrostu wyniku odsetkowego, silny wzrost wyniku prowizyjnego, spadek wyniku handlowego, niski jedno-cyfrowy wzrost kosztów operacyjnych, koszt ryzyka poniżej 20 p.b. oraz finalnie ROTE >10%. Ogłoszona prognoza Zarządu na 2020 skłoniła nas do rewizji naszych oczekiwań, które zostały obniżone o 3% na 2020 rok oraz o 8% na 2021. Obniżyliśmy nasze oczekiwania odnośnie wzrostu wyniku odsetkowego (+2% w 2020), podwyższyliśmy nasze oczekiwania odnośnie salda rezerw (o 20% wyższe od pierwotnych prognoz w 2021 roku) oraz podwoiliśmy podatek bankowy na Słowacji. Przy takich założeniach oczekujemy, że Erste wygeneruje ROTE na poziomie 13% w 2020 oraz 12,5% w 2021 roku. Nasze prognozy są 4% powyżej oczekiwań rynku na 2020 rok jak i 2021 r. Zagrożeniem dla naszych prognoz w 2020 roku może być szybszy od zakładanego wzrost kosztu ryzyka, zaś szansą wyższa dynamika kredytów i wyniku prowizyjnego. Erste Group jest obecnie notowany z dyskontem do własnej wartości księgowej, co naszym zdaniem jest nieuzasadnione i stwarza okazję inwestycyjną. Na tle spółek porównywalnych Erste prezentuje wysoką rentowność oraz wskaźnik dywidendy sięgający 5%.

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	32,20 EUR	
Cena docelowa	36,61 EUR	+13,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**akumuluj**	**36,61 EUR**	**2019-12-05**
poprzednia	kupuj	40,38 EUR	2019-08-28

Podstawowe dane			**EBS AV**	**vs. WIG**
Ticker	EBS AV	Zmiana 1M	-2,7%	+2,6%
ISIN	AT0000652011	Zmiana YTD	+16,5%	+19,2%
Liczba akcji (mln)	429,8	Średni obrót 1M	18,8 mln EUR	
MC (mln EUR)	13 839,6	Średni obrót 6M	22,3 mln EUR	
		P/E 12M fwd	8,8	-15,4%
Free float	69,5%	P/E 5Y avg	10,4	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln EUR)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	4 353	4 582	4 741	4 858	5 063
WNDB	6 475	6 726	7 038	7 243	7 519
Koszty	-4 158	-4 181	-4 338	-4 450	-4 550
Saldo rezerw	-132	59	-13	-209	-342
Zysk netto	1 316	1 793	1 547	1 612	1 629
P/E	10,5	7,7	8,9	8,6	8,5
P/BV	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9
ROE	10,0%	12,7%	10,6%	10,7%	10,5%
DPS	1,00	1,20	1,30	1,51	1,57
DYield	3,1%	3,7%	4,0%	4,7%	4,9%
Zmiana prognoz			**2019P**	**2020P**	**2021P**
Wynik odsetkowy			0,0%	-1,4%	-2,6%
Wynik prowizyjny			0,0%	+1,0%	+1,5%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	+19,5%
Zysk netto			+0,9%	-3,3%	-8,1%

RZiS

(mln EUR)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy netto	4 353	4 582	4 741	4 858	5 063
Wynik prowizyjny	1 852	1 908	1 981	2 053	2 117
Wynik handlowy	270	236	316	332	339
WNDB	**6 475**	**6 726**	**7 038**	**7 243**	**7 519**
Poz. wynik operacyjny	-1	3	-164	-20	-13
Podatek bankowy	-106	-112	-137	-172	-174
Koszty operacyjne	-4 158	-4 181	-4 338	-4 450	-4 550
Zysk operacyjny	**2 210**	**2 436**	**2 399**	**2 601**	**2 782**
Saldo rezerw	-132	59	-13	-209	-342
Zysk operacyjny netto	**2 078**	**2 495**	**2 385**	**2 392**	**2 440**
Zyski nadzwyczajne	0	0	0	0	0
Zysk brutto	**2 078**	**2 495**	**2 385**	**2 392**	**2 440**
Podatek dochodowy	-410	-332	-413	-384	-394
Zyski mniejszościowych	-352	-369	-425	-396	-417
Zysk netto	**1 316**	**1 793**	**1 547**	**1 612**	**1 629**

Bilans

(mln EUR)	2017	2018	2019P	2021P	2020P
Kredyty netto	**139 532**	**143 953**	**165 789**	**175 512**	**186 265**
Pozostałe aktywa	81 127	92 838	87 325	91 700	96 365
Aktywa razem	**220 659**	**236 792**	**253 115**	**267 212**	**282 630**
Depozyty	**150 969**	**162 638**	**177 121**	**187 918**	**197 600**
Pozostałe zobowiązania	51 402	55 285	56 211	58 648	63 509
Udziały mniejszościowe	4 416	4 494	4 919	5 315	5 732
Kapitały własne	**13 872**	**14 375**	**14 863**	**15 331**	**15 789**

Wskaźniki

(%)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
NIM	2,0%	2,3%	2,0%	1,9%	1,9%
C/I	64,2%	62,2%	64,0%	61,7%	60,7%
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%	13,3%

Wycena sumą części (SOTP)

(mln EUR)	Wartość godziwa	FVPS (EUR)	Zysk netto 2019P	Zysk netto 2020P	Zysk netto 2021P	P/E 2019P	P/E 2020P	P/E 2021P	BV 2019	P/BV 2019
Austria	**5 390**	**12,54**	**541**	**491**	**482**	**10,0**	**11,0**	**11,2**	**5 327**	**1,0**
Savings Banks	395	0,92	67	60	64	5,9	6,6	6,2	3 459	0,1
Erste Oesterreich	2 876	6,69	249	231	243	11,5	12,4	11,8	1 868	1,5
Austria pozostała	2 120	4,93	225	199	176	9,4	10,6	12,1	2 311	0,9
CEE ogółem	**14 865**	**34,59**	**1 164**	**1 278**	**1 304**	**12,8**	**11,6**	**11,4**	**7 367**	**2,0**
Republika Czeska	7 987	18,58	629	657	661	12,7	12,2	12,1	2 581	3,1
Rumunia	1 725	4,01	74	186	180	23,3	9,3	9,6	1 561	1,1
Słowacja	1 842	4,28	207	175	187	8,9	10,5	9,8	1 106	1,7
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	**-5 284**	**-12,30**	**-164**	**-163**	**-163**	**32,3**	**32,5**	**32,4**	**-15 005**	**0,3**
Grupa Erste ogółem	**14 971**	**34,83**								

Podsumowanie wyceny

(mln EUR)	waga	wycena
Koszt kapitału 12M		6,8%
DDM	50%	15 609
Zyski ekonomiczne	50%	14 332
Średnia wartość godziwa		14 971
na akcję (EUR)		34,83
Koszt kapitału 9M		5,1%
Cena docelowa za 9M (EUR)		**36,61**

RBI

akumuluj (podwyższona)

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

Po spadku kursu akcji przez ostatni miesiąc podwyższamy naszą rekomendację do akumuluj jednocześnie pozostawiając cenę docelową praktycznie 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 61%, ale i kosztu ryzyka w przedziale 32-45 p.b. w 2020/21. 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 niekorzystne 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 pozwy od klientów, którzy już spłacili kredyty oraz zaksięgowanie straty jednorazowo, odpis przypadający RBI wyniósłby 5 mld PLN, czyli około 1,15 mld EUR (3,4 EUR na akcję), pochłaniając wynik netto z całego roku. Wyceniamy RBI na 2020 fair P/E 6,2x i P/BV 0,6x, czyli z dyskontem do spółek porównywalnych. Uważamy, że taka wycena jest uzasadniona ze względu na zdecydowanie najniższą rentowność pośród regionalnych banków i całego sektora CEE oraz ryzyko związane z portfelem CHF.

Cena bieżąca	21,24 EUR	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	23,05 EUR	+8,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**akumuluj**	**23,05 EUR**	**2019-12-05**
poprzednia	trzymaj	23,05 EUR	2019-11-06

Podstawowe dane			**RBI AV**	**vs. WIG**
Ticker	RBI AV	Zmiana 1M	-6,3%	-0,9%
ISIN	AT0000606306	Zmiana YTD	-0,1%	+2,6%
Liczba akcji (mln)	328,9	Średni obrót 1M	9,8 mln EUR	
MC (mln EUR)	6 986,7	Średni obrót 6M	9,4 mln EUR	
		P/E 12M fwd	6,0	-30,4%
Free float	41,2%	P/E 5Y avg	8,6	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln EUR)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	3 225	3 362	3 443	3 674	3 835
WNDB	4 999	5 210	5 127	5 415	5 635
Koszty	-2 994	-3 237	-3 229	-3 353	-3 418
Saldo rezerw	-392	-220	-161	-297	-445
Zysk netto	1 116	1 270	1 162	1 216	1 225
P/E	5,3	5,0	6,0	5,7	5,7
P/BV	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5
ROE	11,3%	11,4%	9,6%	9,4%	8,9%
DPS	0,00	0,80	1,16	1,06	1,11
DYield	0,0%	3,8%	5,5%	5,0%	5,2%
Zmiana prognoz			**2019P**	**2020P**	**2021P**
Wynik odsetkowy			+0,7%	-1,3%	-2,7%
Wynik prowizyjny			+1,7%	+1,8%	+1,8%
Koszty razem			+11,1%	+10,1%	+9,7%
Saldo rezerw			+22,6%	-2,9%	-0,4%
Zysk netto			+6,9%	+5,0%	-2,5%

RZiS

(mln EUR)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy netto	3 225	3 362	3 443	3 674	3 835
Wynik prowizyjny	1 718	1 791	1 770	1 822	1 879
Wynik handlowy	56	57	-85	-81	-79
WNDB	**4 999**	**5 210**	**5 127**	**5 415**	**5 635**
Koszty całkowite	-2 994	-3 237	-3 229	-3 353	-3 418
Zysk operacyjny	**2 004**	**1 973**	**1 899**	**2 062**	**2 217**
Saldo rezerw	-392	-220	-161	-297	-445
Zysk brutto	**1 612**	**1 753**	**1 738**	**1 765**	**1 772**
Podatek dochodowy	-366	-355	-430	-412	-408
Zysk netto	**1 246**	**1 398**	**1 308**	**1 353**	**1 363**
Zyski mniejszościowych	-130	-128	-146	-137	-139
Zysk netto przypadając	**1 116**	**1 270**	**1 162**	**1 216**	**1 225**

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	140 683	146 652	152 588
Udziały mniejszościowe	660	701	760	811	856
Kapitał własny	**10 582**	**11 713**	**12 493**	**13 361**	**14 221**

Wskaźniki

(%)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
NIM	2,5%	2,5%	2,4%	2,4%	2,4%
C/I	59,9%	62,1%	63,0%	61,9%	60,7%
CoR	0,5%	0,3%	0,2%	0,3%	0,5%

Wycena sumą części (SOTP)

(mln EUR)	Wartość godziwa	FVPS (EUR)	Zysk netto 2019P	Zysk netto 2020P	Zysk netto 2021P	P/E 2019P	P/E 2020P	P/E 2021P	BV 2019P	P/BV 2019P
CEE	3 764	11,44	444	383	381	8,5	9,8	9,9	12,2	0,9
SEE	3 518	10,69	407	417	409	8,6	8,4	8,6	7,9	1,4
EE	4 264	12,96	734	754	773	5,8	5,7	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	3 736	11,36	326	349	324	11,5	10,7	11,5	11,8	1,0
Reconciliation	-11 212	-34,09	-794	-762	-748	14,1	14,7	15,0	-10,5	3,3
Grupa Raiffeisen	**7 073**	**21,50**	**1310**	**1355**	**1365**	**5,4**	**5,2**	**5,2**	**38,0**	**0,6**

Podsumowanie wyceny

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

OTP Bank

trzymaj (obniżona)

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

Od początku roku kurs OTP wzrósł o 27%, co skłania nas do obniżenia rekomendacji akumuluj do trzymaj. 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 3Q'19 OTP Bank zaraportował wskaźnik wypłacalności CET1 na poziomie 14,3%, a TCR na poziomie 16,8%. 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 36-30% 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 innych banków regionalnych, np. austriackich.

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	14 870,00 HUF	
Cena docelowa	14 681,00 HUF	-1,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**trzymaj**	**14 681,00 HUF**	**2019-12-05**
poprzednia	akumuluj	14 681,00 HUF	2019-11-06

Podstawowe dane			**OTP HB**	**vs. WIG**
Ticker	OTP HB	Zmiana 1M	+7,4%	+12,8%
ISIN	HU0000061726	Zmiana YTD	+34,3%	+37,1%
Liczba akcji (mln)	267,0	Średni obrót 1M		5,6 mld HUF
MC (mld HUF)	3 970,8	Średni obrót 6M		5,2 mld HUF
		P/E 12M fwd	10,1	-3,8%
Free float	100,0%	P/E 5Y avg	10,5	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	14,1	12,5	10,2	9,3	9,1
P/BV	2,4	2,2	1,9	1,6	1,4
ROE	18,4%	18,4%	19,6%	18,4%	16,6%
DPS	199,22	229,63	228,94	237,45	548,51
DYield	1,3%	1,5%	1,5%	1,6%	3,7%
Zmiana prognoz			**2019P**	**2020P**	**2021P**
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(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 operac	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 2019P	Zysk netto 2020P	Zysk netto 2021P	P/E 2019P	P/E 2020P	P/E 2021P	BV 2019	P/BV 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		3 903
na akcję (HUF)		14 496
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

akumuluj (obniżona)

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

Obniżamy naszą rekomendację kupuj do akumuluj dla PZU oraz cenę docelową do 41,91 PLN na akcję. Z jednej strony podwyższyliśmy nasze oczekiwania odnośnie wyniku inwestycyjnego ubezpieczyciela, ale z drugiej obniżyliśmy odnośnie wyniku segmentu bankowego. W efekcie nasza prognoza dla PZU została obniżona o 3% na 2020 rok oraz 4% na 2021 rok. Jednocześnie nasze prognozy pozostają 2% -3% powyżej konsensusu. Oznacza to również, że trend w konsensusie powinien się odwrócić, a ostatnie prognozy na poziomie około 3 mld PLN na 2019 rok są zbyt pesymistyczne. PZU w ostatnim czasie znowu jest brane pod uwagę jako potencjalny konsolidator rynku bankowego, szczególnie po wypowiedziach zarządu potwierdzających zainteresowanie akwizycją mBanku. Jednocześnie uważamy, że ewentualna sprzedaż lub fuzja Alior Banku z jakimkolwiek podmiotem jest obecnie mało realna. Fuzja 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.

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	36,47 PLN	
Cena docelowa	41,91 PLN	+14,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**akumuluj**	**41,91 PLN**	**2019-12-05**
poprzednia	kupuj	43,38 PLN	2019-09-05

Podstawowe dane			**PZU PW**	**vs. WIG**
Ticker	PZU PW	Zmiana 1M	-2,9%	+2,5%
ISIN	PLPZU0000011	Zmiana YTD	-11,3%	-8,5%
Liczba akcji (mln)	863,5	Średni obrót 1M	55,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	31 492,7	Średni obrót 6M	65,2 mln PLN	
		P/E 12M fwd	9,7	-18,2%
Free float	64,8%	P/E 5Y avg	11,9	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Skł. przyp. brutto	22 847	23 470	23 962	24 486	25 035
Odszkodowania	-14 942	-14 563	-15 108	-15 432	-15 771
Wynik inw.	1 895	892	987	1 076	1 017
Koszty razem	-4 511	-4 750	-4 957	-5 089	-5 226
Zysk netto	2 910	3 213	3 163	3 319	3 374
P/E	10,8	9,8	10,0	9,5	9,3
P/BV	2,2	2,1	2,1	2,1	2,0
ROE	21,1%	21,7%	21,1%	21,9%	22,0%
DPS	1,40	2,70	2,98	2,93	3,07
DYield	3,8%	7,4%	8,2%	8,0%	8,4%

Zmiana prognoz	**2019P**	**2020P**	**2021P**
Składka przypisana brutto	-0,0%	-0,0%	-0,0%
Odszkodowania	+0,0%	-0,0%	-0,0%
Wynik inwestycyjny	+6,8%	+17,2%	-0,0%
Koszty razem	+1,1%	+1,1%	0,0%
Zysk netto	-3,1%	-3,3%	-3,9%

RZiS

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Składka przypisana brutto	22 847	23 470	23 962	24 486	25 035
Składka zarobiona netto	21 354	22 350	22 793	23 327	23 836
Odszkodowania i świadcze	-14 941	-14 563	-15 108	-15 432	-15 771
Wynik inwestycyjny	1 895	892	987	1 076	1 017
Koszty akwizycji	-2 901	-3 130	-3 292	-3 384	-3 479
Koszty administracyjne	-1 614	-1 620	-1 664	-1 705	-1 746
Pozostałe przychody/koszt	-774	-878	-874	-867	-862
Wynik na działalności bank	2 439	4 036	3 714	3 977	4 248
Wynik operacyjny	**5 458**	**7 087**	**6 555**	**6 992**	**7 243**
Koszty finansowe	0	0	0	0	0
Jednostki zależne	16	-1	-1	-1	-1
Zysk brutto	**5 474**	**7 086**	**6 554**	**6 991**	**7 242**
Podatek dochodowy	-1 289	-1 718	-1 566	-1 670	-1 730
Zysk mniejszości	1 290	2 155	1 826	2 002	2 138
Zysk netto	**2 895**	**3 213**	**3 163**	**3 319**	**3 374**

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa finansowe	**281 854**	**286 206**	**306 844**	**322 781**	**338 758**
Pozostałe aktywa	35 604	42 348	43 599	44 905	46 266
Aktywa razem	**317 458**	**328 554**	**350 443**	**367 686**	**385 025**
Rezerwy techniczne	**44 558**	**45 839**	**50 840**	**51 852**	**52 913**
Pozostałe zobowiązania	235 340	245 308	262 026	277 880	293 855
Udziały mniejszościowe	22 961	22 482	22 582	22 682	22 782
Kapitały własne	**14 599**	**14 925**	**14 995**	**15 272**	**15 475**

Wskaźniki

(%)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Odszkodowań	70,0	65,2	66,3	66,2	66,2
Kosztów ogółem	21,1	21,3	21,7	21,8	21,9
Zwrot na portfelu	-5,9	-12,3	6,0	6,4	6,5
COR majątku	90,5	87,8	89,2	89,0	89,0
Marża op w Życiu	16,1	24,1	22,5	21,3	20,6

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2020-21)	6 597	25%
Korekta o PV	441	2%
Etap II (2022-36)	14 196	54%
Etap III (2037-56)	4 125	16%
Wartość rezydualna	850	3%
Wartość godziwa	**26 209**	**100%**
Liczba akcji (mln)	864	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**30,35**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**32,29**	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	11 054	42%
Etap I (2019-21)	2 562	10%
Korekta o PV	1 893	7%
Etap II (2022-36)	9 027	34%
Etap III (2037-56)	1 930	7%
Wartość godziwa	**26 466**	**100%**
Liczba akcji (mln)	864	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**30,65**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**32,60**	

Wycena PZU (bez banków)

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	26 209
Zyski ekonomiczne	50%	26 466
Średnia wartość godziwa		26 338

Wycena sumą części (SOTP)

(mln PLN)	łącznie	na akcję
PZU (bez banków)	26 338	30,50
Bank Pekao	6 578	7,62
Alior Bank	1 105	1,28
Suma części	**34 020**	**39,40**
Cena docelowa za 9M (PLN)		**41,91**

Kruk

kupuj (podtrzymana)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj dla Kruka, ale kosmetycznie obniżamy naszą cenę docelową do 210,31 PLN na akcję. Wyniki za 9M'19 są zgodne z naszymi oczekiwaniami. Kruk oczekuje nakładów w przedziale 800-900 mln PLN w 2019 roku, co oznacza jedynie lekko słabszy wynik niż zakładany przez nas 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, co jedynie świadczy o przedwczesnych spekulacjach na temat końca tego rynku. 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, który również utrzyma się 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 to miało miejsce w październiku, to Kruk może pozytywnie zaskoczyć wynikami już w 4Q'19 (na linii rewaluacji). Zwracamy również uwagę na spadającą pozycję krótką w sektorze, która się zawęziła do 4,3% z 4,8% na przestrzeni zaledwie miesiąca. Kruk pozostaje naszym top-pickiem pośród spółek finansowych prezentując ponad 40% potencjał wzrostu. Uważamy, że sentyment do Kruka powinien się stopniowo poprawiać szczególnie po dobrym 4Q'19.

Cena bieżąca	150,90 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	210,31 PLN	+39,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**210,31 PLN**	**2019-12-05**
poprzednia	kupuj	213,65 PLN	2019-04-02

Podstawowe dane			**KRU PW**	**vs. WIG**
Ticker	KRU PW	Zmiana 1M	+4,1%	+9,5%
ISIN	PLKRK0000010	Zmiana YTD	-0,5%	+2,2%
Liczba akcji (mln)	18,9	Średni obrót 1M		5,0 mln PLN
MC (mln PLN)	2 850,0	Średni obrót 6M		7,0 mln PLN
		P/E 12M fwd	8,9	-32,3%
Free float	87,0%	P/E 5Y avg	13,1	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody ogółem	1 055	1 165	1 297	1 319	1 338
z zakupu wierzyt.	972	1 070	1 161	1 177	1 193
z inkasa	59	67	64	65	66
Koszty operacyjne	-148	-161	-179	-182	-185
Zysk netto	295	330	333	336	351
P/E	9,6	8,6	8,6	8,5	8,1
P/BV	1,9	1,6	1,5	1,4	1,3
ROE	21,9%	20,7%	18,4%	17,0%	16,3%
DPS	5,76	5,00	5,00	8,83	8,91
DYield	3,8%	3,3%	3,3%	5,9%	5,9%

Zmiana prognoz	**2019P**	**2020P**	**2021P**
Nabyte pakiety wierzytelności	+0,5%	+0,7%	+0,9%
Usługi windykacyjne	-40,8%	-33,8%	-30,3%
Pozostałe produkty	+59,0%	+61,1%	+61,1%
Koszty ogólne	+0,8%	+1,2%	+1,5%
Zysk netto	-2,1%	-2,7%	+1,5%

RZiS

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Nabyte pakiety wierzytelni	559	633	697	706	716
Usługi windykacyjne	15	15	11	12	13
Pozostałe produkty	15	16	25	26	27
Marża pośrednia	**589**	**664**	**732**	**745**	**756**
Koszty ogólne	148	161	179	182	185
Wynik na pozostałej działa	-2	-5	-5	-5	-5
EBITDA	**439**	**498**	**548**	**557**	**566**
Amortyzacja	19	20	44	49	40
EBIT	**421**	**478**	**504**	**509**	**526**
Przychody/koszty finansov	-86	-126	-142	-143	-145
Zysk brutto	335	353	362	365	381
Podatek dochodowy	40	22	29	29	30
Zysk netto	**295**	**330**	**333**	**336**	**351**
Nakłady na nowe portfele	976	1 247	891	949	1 259
Spłaty	-1 369	-1 582	-1 836	-2 118	-1 993

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Środki pieniężne	173	147	159	159	174
Zakupione wierzytelnos	**3 169**	**4 157**	**4 294**	**4 302**	**4 762**
Pozostałe aktywa	218	178	374	363	369
Aktywa razem	**3 560**	**4 482**	**4 827**	**4 823**	**5 306**
Kredyty i pożyczki	**1 897**	**2 500**	**2 749**	**2 564**	**2 823**
Pozostałe zobowiązania	202	250	185	197	238
Kapitały własne	**1 460**	**1 732**	**1 893**	**2 062**	**2 245**

Wskaźniki

	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Dług netto/KW	1,2	1,4	1,4	1,2	1,2
Dług netto/EBITDA	3,9	4,7	4,7	4,3	4,7
Marża EBITDA	41,6%	42,8%	42,2%	42,3%	42,3%
Marża EBIT	39,9%	41,1%	38,8%	38,6%	39,3%
EV/Cash EBITDA	5,8	5,4	4,7	3,7	4,2

Wycena DDM oraz EVA

(mln PLN)	DDM	EVA
Początkowe TNAV		1 732
Etap I (2019-28)	1 235	1 352
Etap II (2029-48)	1 751	700
PV TV	665	
Wartość godziwa na 11/2019	**3 652**	**3 784**
Korekta o wartość pieniądza w czasie	204	69
Obecna wartość firmy	**3 856**	**3 853**
Liczba akcji (mln)	18,9	18,9
Koszt kapitału	7,8%	7,8%
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**204,14**	**204,03**
Cena docelowa za 9M (PLN)	**218,84**	**218,71**

Podsumowanie DCF

	(mln PLN)
Suma FCF	1 128
Wartość rezydualna (TV)	9 460
Wzrost FCF po prognozie	3,0%
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	4 956
Wartość firmy (EV)	6 084
Dług netto	2 353
Udziałowcy mniejszościowi	0
Wartość firmy na 11/2019	**3 731**
Korekta o wartość pieniądza w czasie	68
Obecna wartość godziwa	**3 798**
Ilość akcji (mln)	18,9
Wartość firmy na akcję (PLN)	**201,11**

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM & EVA	33%	3 854
Porównawcza	33%	3 312
DCF	33%	3 798

Wycena na akcję

(PLN)	waga	wycena
DDM & EVA	33%	204,08
Porównawcza	33%	175,35
DCF	33%	201,11
Średnia wartość godziwa		196,19
Koszt kapitału 9M		6,2%
Cena docelowa za 9M (PLN)		**210,31**

Skarbiec Holding

kupuj (podtrzymana)

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

Po bardzo dobrych wynikach za rok obrotowy 2018/19 uaktualniliśmy nasze prognozy na Skarbiec Holding. Wynik netto na kolejny rok obrotowy 2019/20 został podniesiony przez nas o 9% głównie ze względu na success fee (prognozy podniesione o 28%), które jest obecnie znacznie bardziej agresywnie pobierane niż w przeszłości. Z drugiej strony znacząco obniżyliśmy nasze prognozy dla rynku, co w połączeniu ze spadającą opłatą za zarządzanie spowodowało spadek naszych prognoz na opłatę stałą o 4% w roku 2019/20 i o 9% w 2020/21. Obecnie prognozujemy wzrost rynku przez najbliższe 5 lat w średnio rocznym tempie 4%. Z drugiej strony, Zarząd Skarbiec TFI zapowiedział, że nie będzie skupiał uwagi na udziale w rynku, a na dochodowości. Niemniej jednak oczekujemy, że w przeciągu najbliższych trzech lat udział Skarbca wzrośnie z obecnych 1,3% do 1,6%, dodatkowo wsparty przez 550 mln PLN związanych z programem PPK. W naszych prognozach zakładamy wypłatę 80% zysku netto co przekłada się na wskaźnik DY w wysokości 21% w 2020 roku, który następnie powinien się kształtować w przedziale 12%-15% w kolejnych 9 latach. Zaznaczamy, że DPS może ulec obniżce w przypadku akwizycji, np. dystrybutora, który byłby naturalnym dopełnieniem biznesowym spółki. Uważamy, że cieniem na spółce kładzie się nadal niejasna sytuacja odnośnie akcjonariatu, co może pośrednio przekładać się na stosunki z dystrybutorami. W porównaniu ze spółkami porównawczymi, Skarbiec notowany jest z głębokim dyskontem, chociaż z drugiej strony musi mierzyć się z trudnym otoczeniem regulacyjnym. Uważamy, że wysoka rentowność oraz bardzo sowita dywidenda zasługują na zawężenie tego dyskonta.

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	17,20 PLN	
Cena docelowa	29,34 PLN	+70,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**29,34 PLN**	**2019-12-05**
poprzednia	kupuj	28,17 PLN	2019-06-03

Podstawowe dane			**SKH PW**	**vs. WIG**
Ticker	SKH PW	Zmiana 1M	+4,6%	+10,0%
ISIN	PLSKRBH00014	Zmiana YTD	-16,5%	-13,8%
Liczba akcji (mln)	6,8	Średni obrót 1M	0,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	117,3	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	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody ogółem	101,5	112,9	93,7	98,7	98,9
opłata stała	80,9	78,3	73,6	76,1	74,2
opłata zmienna	15,2	33,2	18,9	21,2	23,2
Koszty razem	-78,1	-75,0	-67,9	-71,3	-74,0
Zysk netto	19,6	31,2	21,7	23,0	21,1
P/E	6,0	3,8	5,4	5,1	5,6
P/BV	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0
ROE	19,3%	30,3%	19,3%	19,1%	17,4%
DPS	2,62	4,45	0,50	3,69	2,62
DYield	15,2%	25,9%	2,9%	21,5%	15,3%

Zmiana prognoz	**2019P**	**2020P**	**2021P**
Wynagrodzenie stałe	-4,4%	-8,9%	-11,6%
Wynagrodzenie zmienne	+27,8%	+22,5%	+19,1%
Przychody	+1,2%	-3,1%	-5,3%
Koszty razem	-1,4%	-4,0%	-5,7%
Zysk netto	+9,1%	+0,1%	-3,4%

RZiS

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynagrodzenie stałe	80,9	78,3	73,6	76,1	74,2
Wynagrodzenie zmienne	15,2	33,2	18,9	21,2	23,2
Pozostałe	5,4	1,4	1,3	1,4	1,5
Przychody	**101,5**	**112,9**	**93,7**	**98,7**	**98,9**
Koszty dystrybucji	-41,5	-34,3	-33,0	-35,3	-36,7
Koszty świadczeń pracowr	-19,8	-24,6	-18,3	-19,1	-19,9
Pozostałe koszty działalno	-16,8	-16,1	-16,6	-17,0	-17,4
Koszty operacyjne	**-78,1**	**-75,0**	**-67,9**	**-71,3**	**-74,0**
Pozostałe	0,9	0,9	1,0	1,0	1,1
Zysk brutto	**24,3**	**38,8**	**26,8**	**28,4**	**26,0**
Podatek dochodowy	-4,7	-7,6	-5,1	-5,4	-4,9
Zysk netto	**19,6**	**31,2**	**21,7**	**23,0**	**21,1**
Aktywa detaliczne	4 414	3 457	3 794	4 362	4 577
Aktywa dedykowane	2 375	406	406	406	406
AUM ogółem	6 789	3 862	4 199	4 767	4 982

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Środki pieniężne	**50,1**	**53,9**	**61,3**	**62,3**	**63,8**
Pozostałe aktywa	67,4	77,9	88,6	90,0	92,2
Aktywa razem	**117,5**	**131,8**	**149,9**	**152,3**	**155,9**
Obligacje i kredyty	**0,1**	**0,0**	**2,1**	**6,6**	**6,0**
Pozostałe zobowiązania	15,0	28,6	26,2	26,3	27,4
Udziały mniejszościowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitały własne	**102,4**	**103,2**	**121,6**	**119,4**	**122,5**

Analiza porównawcza

	P/E			Kapitalizacja/AUM		
	18	19P	20P	18	19P	20P
Minimum	6,2	6,1	5,8	0,0	0,0	0,0
Maksimum	20,1	16,7	15,3	0,0	0,0	0,0
Mediana	12,5	12,1	11,8	0,0	0,0	0,0
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
PV Dywidend (Etap I)	100	56%
PV Dywidend (Etap II)	68	38%
PV wartości rezydualnej	10	6%
Wartość godziwa na 07/2019	**178**	**100%**
Korekta o wartość pieniądza w czasie	20	
Wartość godziwa	**198**	
Rozwodnienie (program menadż.)	-7	
Obecna wartość godziwa	**190**	
Liczba akcji (mln)	6,8	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**27,89**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**30,20**	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowy TNAV	103	63%
Etap I (2019-2026)	45	27%
Etap II - 20-lat	16	10%
Wartość godziwa na 07/2019	**163**	**100%**
Korekta o wartość pieniądza w czasie	7	
Wartość godziwa	**171**	
Rozwodnienie (program menadż.)	-6	
Obecna wartość godziwa	**165**	
Liczba akcji (mln)	6,8	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**24,13**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**26,12**	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	33%	190
Zyski ekonomiczne	33%	165
Porównawcza	33%	205

Wycena na akcję

(PLN)	waga	wycena
DDM	33%	27,89
Zyski ekonomiczne	33%	24,13
Porównawcza	33%	30,10
Koszt kapitału 9M		8,3%
Cena docelowa za 9M (PLN)		**29,34**

Chemia

Ciech

kupuj (podtrzymana)

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

Oczekiwane wyższe ceny sody w 2020 roku (+4% r/r w EUR; +76 mln PLN), spadki cen węgla koksującego (-15% w USD; -42 mln PLN) oraz rozpoczęcie przemysłowej produkcji sody oczyszczonej z nowej instalacji (+12 mln PLN) powinny pozytywnie przekładać się na wzrost wyników w 2020 roku. Z drugiej strony po stronie wyzwań są: oczekiwany przez nas wzrost cen gazu (+20 mln PLN) oraz ponoszone w 1H'20 koszty stałe wygaszanego zakładu Govora w Rumuni (18 mln PLN kwartalnie). Oczekujemy, że skorygowana EBITDA Grupy w 2020 roku wzrośnie o 7% r/r do 680 mln PLN, a skorygowany zysk netto o 12% r/r do 223 mln PLN. Przy oczekiwanym przez nas wzroście nakładów inwestycyjnych w 2020 roku (do 714 mln PLN) dług netto w relacji do EBITDA nie przekroczy 2,6x i będzie spadać w dwóch kolejnych latach. Obniżamy nasze oczekiwania odnośnie skorygowanej EBITDA na 2019 i 2020 rok o odpowiednio 8% i 6%. Korygujemy nasza cenę docelową z 42,03 PLN/akcja do 44,41 PLN/akcja oraz podtrzymujemy zalecenie kupuj.

Cena bieżąca	36,40 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	44,41 PLN	+22,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**44,41 PLN**	**2019-12-05**
poprzednia	kupuj	42,03 PLN	2019-09-05

Podstawowe dane			**CIE PW**	**vs. WIG**
Ticker	CIE PW	Zmiana 1M	+4,3%	+9,7%
ISIN	PLCIECH00018	Zmiana YTD	-17,8%	-15,1%
Liczba akcji (mln)	52,7	Średni obrót 1M		1,7 mln PLN
MC (mln PLN)	1 918,3	Średni obrót 6M		2,2 mln PLN
EV (mln PLN)	3 558,5	EV/EBITDA 12M fwd	5,4	-8,8%
Free float	33,0%	EV/EBITDA 5Y avg	6,0	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	3 579	3 673	3 543	3 439	3 592
EBITDA skor.	808	633	637	680	692
marża EBITDA	22,6%	17,2%	18,0%	19,8%	19,3%
EBIT skor.	564	358	324	354	356
Zysk netto skor.	373	166	198	223	224
P/E skor.	5,1	11,5	9,7	8,6	8,6
P/BV	0,9	1,0	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA skor.	3,4	5,3	5,6	5,5	5,3
DPS	0,00	7,50	0,00	0,00	2,12
DYield	0,0%	20,6%	0,0%	0,0%	5,8%

Zmiana prognoz	**2019P**	**2020P**	**2021P**
EBITDA adj.	-7,8%	-6,2%	-3,2%
Zysk netto adj.	-25,6%	-12,5%	-7,9%
Soda (USD/t)	-1,9%	+1,9%	+5,5%
Soda Ciech (PLN/t)	-3,8%	+0,2%	+0,2%
Soda vol (tys. ton)	-0,5%	0,0%	0,0%
Węgiel do celów energetycznych (PLN/t)	0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel koksowy (USD/t)	-6,1%	-14,3%	-6,1%
Gaz ziemny (PLN/m3)	-17,5%	-15,3%	-20,7%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA soda	704	540	508	627	635
EBITDA organika	97	76	56	58	61
EBITDA krzemiany	37	34	41	40	41
EBITDA pozostałe	-5	9	-45	-45	-45
EBITDA norm.	808	633	637	680	692
Przepływy oper.	**629**	**454**	**317**	**627**	**612**
Amortyzacja	244	275	312	326	336
Kapitał obrotowy	-66	-97	-195	11	-16
Przepływy inw.	**-389**	**-627**	**-330**	**-715**	**-400**
CAPEX	402	595	330	715	400
Przepływy fin.	**-164**	**-125**	**-64**	**32**	**-250**
Dywidenda/buyback	0	-395	0	0	-111
FCF	234	-170	-21	-86	213
FCF/EBITDA	28%	-26%	-4%	-13%	31%
CFO/EBITDA	75%	69%	57%	92%	88%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2020P
Aktywa	4 644	4 831	4 891	5 190	5 268
Aktywa trwałe	3 205	3 559	3 577	3 966	4 032
Kapitał własny	2 188	1 970	2 007	2 230	2 342
Udział mniejszości	-3	0	0	0	0
Dług netto	865	1 464	1 640	1 796	1 765
Dług netto/EBITDA (x)	1,0	2,2	2,9	2,6	2,6
Dług netto/kap. wł. (x)	0,4	0,7	0,8	0,8	0,8

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	4,9	4,5	4,2	5,4	5,0	4,1
Maksimum	34,7	22,9	18,9	13,9	12,3	11,4
Mediana	13,9	12,8	10,4	9,3	7,0	6,6
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Soda (EUR/t)	235	245	245	245	245	245	245	245	245	245	245
Soda Ciech (PLN/t)	847,6	894,4	894,4	894,4	894,4	894,4	894,4	894,4	894,4	894,4	894,4
Soda vol (tys. ton)	2 087	1 775	1 825	1 825	1 825	1 825	1 825	1 825	1 825	1 825	1 826
Przychody	3 543	3 439	3 592	3 668	3 700	3 724	3 739	3 755	3 771	3 788	3 806
EBITDA	561	680	692	700	696	691	679	667	655	642	630
marża EBITDA	15,8%	19,8%	19,3%	19,1%	18,8%	18,6%	18,2%	17,8%	17,4%	17,0%	16,5%
EBIT	249	354	356	375	376	363	344	325	307	291	275
Podatek	57	62	62	67	68	66	62	58	55	51	48
CAPEX	-330	-715	-400	-306	-311	-323	-330	-338	-345	-351	-355
Kapitał obrotowy	-195	11	-16	-8	-3	-2	-2	-2	-2	-2	-2
FCF	-21	-86	213	319	313	299	285	269	253	238	225
PV FCF	-21	-80	187	261	240	214	191	169	148	130	
WACC	6,4%	6,6%	6,6%	6,7%	6,7%	6,8%	6,8%	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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 440
Dług netto	1 464
Inne korekty	-201
Wycena DCF na akcję (PLN)	43,46

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	40,09
DCF	50%	43,46
Cena wynikowa		41,78
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		**44,41**

Grupa Azoty

trzymaj (podtrzymana)

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

Po rekordowym 2019 r. pod względem wyników finansowych oczekujemy, że w kolejnym otoczenie będzie już trudniejsze. Oczekiwane przez nas 10% wzrostów cen gazu w PLN w 2020 roku przekłada się na 173 mln PLN dodatkowych kosztów w segmencie nawozów. Dodatkowo przy wyższych cenach gazu Grupa będzie zmuszona do przeprowadzenia podwyżek, które niekoniecznie mogą być przyjaźnie przyjmowane przez rynek przy niższych r/r cenach płodów rolnych. W sumie oczekujemy pogorszenia wyników w segmencie nawozów o 420 mln PLN, mimo założonej 100 mln PLN rekompensaty dla energochłonnych producentów przemysłowych. Dodatkowo słabsze otoczenie gospodarcze przekłada się na gorsze wyniki segmentów tworzyw sztucznych i chemicznych (odpowiednio o 5 i 28 mln PLN). Przy niższych r/r wynikach finansowych Grupa Azoty w 2020 roku wyraźnie zwiększy nakłady inwestycyjne (w sumie oczekujemy CAPEX 2 mld PLN), co związane jest z rozpoczęciem inwestycji w projekt PDH. Trzy lata z rzędu oczekiwanych ujemnych przepływów gotówki naszym zdaniem przełożą się na wzrost zadłużenia Grupy do prawie 4,8x EBITDA w 2020 roku. Aktualizujemy nasze prognozy dla Grupy Azoty oraz obniżamy naszą cenę docelową do 32,75 PLN/akcja (wcześniej 37,12 PLN/akcja). Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Cena bieżąca	30,00 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	32,75 PLN	+9,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**trzymaj**	**32,75 PLN**	**2019-12-05**
poprzednia	trzymaj	37,12 PLN	2019-11-06

Podstawowe dane			**ATT PW**	**vs. WIG**
Ticker	ATT PW	Zmiana 1M	-16,7%	-11,3%
ISIN	PLZATRM00012	Zmiana YTD	-3,8%	-1,1%
Liczba akcji (mln)	99,2	Średni obrót 1M	1,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 975,9	Średni obrót 6M	3,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	6 408,9	EV/EBITDA 12M fwd	4,8	-24,2%
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	11 312	11 025	11 067
EBITDA skor.	1 262	805	1 594	1 028	1 062
marża EBITDA	13,1%	8,1%	14,1%	9,3%	9,6%
EBIT skor.	672	122	773	160	154
Zysk netto skor.	550	43	517	39	21
P/E skor.	5,4	69,8	5,8	75,9	142,7
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA skor.	3,1	7,2	4,0	7,3	8,3
DPS	0,79	1,20	0,00	0,00	0,00
DYield	2,6%	4,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Zmiana prognoz	**2019P**	**2020P**	**2021P**
EBITDA	+0,8%	+12,8%	-4,7%
Zysk netto	-7,0%	+3,3%	-89,1%
Mocznik (PLN/t)	+1,3%	+5,8%	+2,0%
Saletra (PLN/t)	+1,7%	+6,3%	+2,5%
Gaz ziemny (PLN/m3)	+2,1%	+3,1%	0,0%
Melamina (PLN/t)	+26,6%	+3,1%	+0,9%
Poliamid 6 (PLN/t)	+5,2%	-7,6%	-7,0%
Propylen (PLN/t)	-0,1%	+3,5%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA nawozy	484	82	1 029	609	546
EBITDA tworzywa	221	192	84	79	64
EBITDA chemia	348	282	250	222	212
EBITDA Compo	0	0	0	0	0
EBITDA pozostałe	134	208	198	218	240
Przepływy oper.	**1 087**	**1 043**	**1 649**	**1 122**	**1 075**
Amortyzacja	590	683	821	868	908
Kapitał obrotowy	13	155	177	4	-1
Przepływy inw.	**-709**	**-1 761**	**-1 022**	**-2 054**	**-2 224**
CAPEX	1 063	2 042	1 037	2 054	2 224
Przepływy fin.	**39**	**440**	**-130**	**-128**	**953**
Dywidenda/buyback	-78	-119	0	0	0
FCF	49	-1 158	584	-944	-1 157
FCF/EBITDA	4%	-151%	37%	-84%	-109%
CFO/EBITDA	92%	136%	106%	99%	101%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	11 738	14 160	15 741	15 794	16 932
Aktywa trwałe	8 070	9 886	11 133	12 322	13 645
Kapitał własny	6 856	6 703	7 190	7 310	7 331
Udział mniejszości	588	625	649	655	661
Dług netto	367	2 226	2 784	3 844	5 141
Dług netto/EBITDA (x)	0,3	2,9	1,8	3,4	4,8
Dług netto/kap. wł. (x)	0,1	0,3	0,4	0,5	0,7

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	7,9	8,4	8,1	5,7	5,8	5,1
Maksimum	35,6	17,5	14,9	9,7	8,9	8,1
Mediana	11,8	10,5	9,4	7,3	6,4	5,8
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Mocznik (PLN/t)	1 621	1 599	1 583	1 596	1 603	1 610	1 617	1 617	1 617	1 617	1 626
Saletra (PLN/t)	1 342	1 326	1 318	1 331	1 338	1 345	1 352	1 352	1 352	1 352	1 359
Gaz ziem. (PLN/m3)	848	930	964	1 025	1 025	1 025	1 025	1 025	1 025	1 025	1 025
Przychody	11 312	11 025	11 067	11 336	13 067	13 336	13 558	13 681	13 807	13 895	14 021
EBITDA	1 561	1 128	1 062	1 153	1 553	1 592	1 604	1 576	1 560	1 529	1 561
marża EBITDA	13,8%	10,2%	9,6%	10,2%	11,9%	11,9%	11,8%	11,5%	11,3%	11,0%	11,1%
EBIT	739	260	154	238	340	408	477	493	489	454	485
Podatek	117	21	-5	-4	0	16	32	38	38	33	39
CAPEX	-1 037	-2 054	-2 224	-1 229	-549	-789	-828	-1 014	-1 028	-1 071	-1 076
Kapitał obrotowy	177	4	-1	-3	-22	-3	-3	-2	-2	-1	-2
FCF	584	-944	-1 157	-76	982	783	741	522	492	424	445
PV FCF	581	-884	-1 025	-62	753	566	502	331	292	235	
WACC	6,6%	6,3%	6,0%	7,1%	6,7%	6,6%	6,6%	6,6%	6,7%	6,7%	6,7%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	6 526
Dług netto	2 226
Inne korekty	-625
Wycena DCF na akcję (PLN)	37,04

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	24,58
DCF	50%	37,04
Cena wynikowa		30,81
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		**32,75**

Paliwa

Lotos

redukuj (podwyższona)

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

W tym roku, wbrew naszym bazowym założeniom, Lotosowi nadal sprzyjało otoczenie makro w segmencie rafineryjnym, a do tego obrazu dołączyły silne pozytywne trendy w obszarze stacji benzynowych. W efekcie na przestrzeni roku byliśmy zmuszeni podnieść nasze szacunki EBITDA LIFO o ~15%, zrównując się z rynkowym konsensusem. Jeśli chodzi o perspektywy na rok 2020 to sytuacja obecnie wygląda dość podobnie, czyli uważamy, że rynkowe oczekiwania są zbyt agresywne, nawet biorąc pod uwagę ostatnie bardziej optymistyczne odczyty marży modelowej uwzględniającej instalację DCU. Po zweryfikowaniu w górę o ~9%, nasza prognoza EBITDA LIFO'20 plasuje się kilkanaście % poniżej rynkowej średniej. Uważamy, że kontrybucja projektu EFRA będzie w ujęciu r/r częściowo zneutralizowana przez niższe marże produktowe oraz spadek premii lądowej (umowy roczne na 2019 kontraktowane w 4Q'18 w okresie największych problemów logistycznych na Renie). Trudno będzie również powtórzyć tak dobre odczyty marż paliwowych w detalu. Ryzykiem może okazać się harmonogram uruchomienia produkcji na złożu Yme, które uwzględniamy w prognozach od połowy 2020. Profil przepływów pieniężnych na najbliższe lata wygląda co prawda zachęcająco, ale nie można abstrahować od potencjalnego uczestnictwa w projekcie PDH oraz innych zasygnalizowanych w strategii inwestycjach, wstrzymywanych przez proces konsolidacji z PKN. W tym kontekście większą wagę przykładalibyśmy do wyceny porównawczej, która dla profilu biznesowego Lotosu jest dość wymagająca. Utrzymujemy nasze negatywne nastawienie do Spółki, ale po rewizji ceny docelowej do 77,8 PLN i ostatnich spadkach kursu podnosimy rekomendację do redukuj.

Cena bieżąca	85,20 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	77,80 PLN	-8,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**redukuj**	**77,80 PLN**	**2019-12-05**
poprzednia	sprzedaj	72,31 PLN	2019-08-02

Podstawowe dane			**LTS PW**	**vs. WIG**
Ticker	LTS PW	Zmiana 1M	-14,3%	-8,9%
ISIN	PLLOTOS00025	Zmiana YTD	-0,4%	+2,4%
Liczba akcji (mln)	184,9	Średni obrót 1M	29,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	15 751,2	Średni obrót 6M	23,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	18 475,3	EV/EBITDA 12M fwd	4,4	-22,0%
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	29 584	28 315	29 374
EBITDA	3 073	3 704	2 859	3 462	3 408
marża EBITDA	12,7%	12,3%	9,7%	12,2%	11,6%
EBIT	2 229	2 981	1 977	2 467	2 323
Zysk netto	1 672	1 587	1 142	1 595	1 433
P/E	9,4	9,9	13,8	9,9	11,0
P/BV	1,5	1,3	1,3	1,1	1,1
EV/EBITDA	5,9	4,8	6,5	5,1	5,0
DPS	1,00	1,00	3,00	3,00	3,00
DYield	1,2%	1,2%	3,5%	3,5%	3,5%
Zmiana prognoz			**2019P**	**2020P**	**2021P**
EBITDA LIFO			+4,1%	+8,6%	-0,9%
Zysk netto			-6,0%	+21,1%	-0,8%
Brent (USD/Bbl)			0,0%	-7,1%	-6,7%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			+8,2%	0,0%	0,0%
USD/PLN			+2,1%	+3,5%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA LIFO skor.	**3 050**	**3 126**	**2 960**	**3 389**	**3 408**
upstream	863	917	618	832	1 170
rafineria	2 058	2 022	2 047	2 265	1 942
detal	139	181	296	293	296
EV/EBITDA LIFO skor.	**6,3**	**6,0**	**6,6**	**5,5**	**5,3**
Efekt LIFO	171	500	-119	73	0
Inne zd. jednorazowe	-148	78	18	0	0
Saldo finansowe	**219**	**-259**	**-364**	**-137**	**-104**
Przerób ropy mln ton	**9,6**	**10,8**	**10,8**	**10,5**	**10,5**
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	7,7	7,1	6,7	7,9	7,0
detal EBITDA/tonę	119	144	185	180	180
upstream $ EBITDA/boe	26,9	34,1	23,2	28,8	34,6
Wydobycie w mboe/d	**23,3**	**20,4**	**19,0**	**21,3**	**25,7**
gaz	13,4	11,5	10,7	11,2	11,6
ropa	9,9	8,9	8,3	10,1	14,1

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	**3 127**	**2 328**	**2 158**	**2 781**	**2 510**
CFO/EBITDA LIFO skor.	103%	74%	73%	82%	74%
Capex	**1 439**	**967**	**1 244**	**1 501**	**1 187**
Kapitał obrotowy	4 035	4 816	5 203	5 366	5 480
Kapitał własny	10 712	12 035	12 501	13 730	14 609
Dług netto	**2 505**	**1 943**	**2 724**	**1 950**	**1 289**
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	3,0	2,9	2,4	2,0	2,0	1,7
Maksimum	34,2	16,9	15,5	11,6	11,1	10,3
Mediana	10,3	8,9	8,4	4,6	4,5	4,6
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF (bez segmentu wydobywczego)

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Brent (USD/Bbl)	65,0	65,0	70,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0
Marża+dyferencjał	6,6	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
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	28 423	26 910	27 451	29 099	29 099	29 099	29 099	29 099	29 156	29 207	29 207
EBITDA	2 242	2 630	2 238	2 287	2 192	2 187	2 181	2 176	2 147	2 164	2 164
marża EBITDA	7,9%	9,8%	8,2%	7,9%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,4%	7,4%	7,4%
EBIT	1 575	1 866	1 453	1 459	1 403	1 370	1 348	1 327	1 282	1 283	1 418
Podatek	299	354	276	277	267	260	256	252	244	244	269
CAPEX	-709	-691	-708	-746	-746	-746	-746	-746	-746	-746	-746
Kapitał obrotowy	-388	-162	-115	-374	27	20	42	10	5	2	2
FCF	846	1 422	1 140	889	1 206	1 200	1 220	1 187	1 162	1 177	1 151
PV FCF	835	1 298	965	699	877	808	761	685	621	582	
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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	16 247
Dług netto	3 589
Petrobaltic	1 552
Wycena DCF na akcję (PLN)	76,86

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	69,49
DCF	50%	76,86
Cena wynikowa		73,18
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		**77,80**

MOL

akumuluj (bez zmian)

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

MOL w tym roku, mimo atrakcyjnych wskaźników wyceny i mocnych wyników, nie wyróżnił się na tle szerokiego rynku, co prawdopodobnie wynikało z utrzymującego się negatywnego nastawienia do sektora oil&gas po fali rozczarowań wynikami większości spółek i istotnych obniżek konsensusu. Ten proces dostosowania oczekiwań już się naszym zdaniem zakończył i nie powinien infekować notowań koncernu w przyszłym roku. Najbliższe miesiące mogą co prawda przynieść presję na wynikach obszaru downstream, szczególnie petrochemii, ale przypominamy, że ten obszar generuje tylko 14% strumienia EBITDA Grupy. W tym kontekście nawet dość agresywne rewizje marż modelowych, zaaplikowane przez nas w modelu, nie powodują wyrwy w wynikach. Dodatkowo ta luka jest zasypana przez utrzymanie wzrostów w detalu i konsolidację akwizycji w Azerbejdżanie, która naszym zdaniem generuje dodatnią wartość dla akcjonariuszy (+9% do MCap w scenariuszu odbicia cen ropy w dłuższym terminie w okolice 75 USD). Nadal uważamy, że zrównoważony profil biznesowy MOL-a (upstream/downstream 50:50) i relatywnie niska waluacja (EV/EBITDA LIFO'20/21 na poziomie 4,9x/4,5x) sprawiają, że węgierski koncern wygląda obecnie znacznie bardziej atrakcyjnie od regionalnych konkurentów. Nie widzimy zagrożenia dla scenariusza wzrostu DPS nawet w najbliższych 2 latach z podwyższonym Capex na projekty strategiczne (DN okresowo wzrośnie do około 1,3x EBITDA na koniec 2020, ale już w 2022 spadnie z powrotem do 0,9x). Dodatkowym katalizatorem może być umorzenie części akcji własnych (równowartość 200 mld HUF) czy wyrok arbitrażu ws INA w połowie przyszłego roku (potencjalnie ~15% dodatkowej wartości). Rekomendacja akumuluj bez zmian.

Cena bieżąca	2 844 HUF	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	3 302 HUF	+16,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**akumuluj**	**3 302 HUF**	**2019-11-27**

Podstawowe dane			**MOL HB**	**vs. WIG**
Ticker	MOL HB	Zmiana 1M	-5,3%	+0,1%
ISIN	HU0000153937	Zmiana YTD	-4,7%	-1,9%
Skor. l. akcji (mln)	753,1	Średni obrót 1M	2 109,7 mln HUF	
MC (mln HUF)	2 141 692,6	Średni obrót 6M	1 797,7 mln HUF	
EV (mln HUF)	2 933 103,4	EV/EBITDA 12M fwd	4,4	+2,7%
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	5 164	5 005	5 205
EBITDA	673	764	668	727	797
marża EBITDA	16,3%	14,8%	12,9%	14,5%	15,3%
EBIT	354	353	305	339	393
Zysk netto	307	301	226	249	271
P/E	7,0	7,1	9,5	8,6	7,9
P/BV	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA	4,3	3,6	4,4	4,7	4,3
DPS	78,13	127,50	142,44	149,61	157,09
DYield	2,7%	4,5%	5,0%	5,3%	5,5%

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**	**681**	**718**	**795**
upstream	235	344	300	370	439
rafineria	198	183	152	153	168
detal	97	115	135	148	158
petchem	127	87	95	46	30
gaz	61	50	47	50	51
koszty ogólne	-45	-51	-48	-49	-51
EV/EBITDA LIFO skor.	**4,4**	**3,9**	**4,4**	**4,9**	**4,4**
Efekt LIFO	7	19	-13	8	1
Inne zd. jednorazowe	-7	17	0	0	0
Saldo finansowe	**11**	**-22**	**-24**	**-21**	**-35**
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	5,3	4,9	4,1	4,2	4,8
upstream $ EBITDA/boe	23,7	34,8	27,8	32,4	37,8
Przerób ropy mln ton	**18,5**	**19,2**	**17,6**	**17,6**	**17,6**
Wydobycie mboe/d	**107,4**	**110,6**	**111,2**	**120,3**	**126,1**

Bilans i CF

(mld HUF)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	**560**	**596**	**621**	**677**	**709**
CFO/EBITDA LIFO skor.	83%	82%	91%	94%	89%
Capex	**286**	**380**	**566**	**1 047**	**546**
Kapitał obrotowy	248	300	300	291	302
Kapitał własny	1 741	1 994	2 108	2 240	2 387
Dług netto	**435**	**314**	**468**	**976**	**972**
Dług netto/EBITDA (x)	0,6	0,4	0,7	1,3	1,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	3,0	2,9	2,4	2,0	2,0	1,7
Maksimum	34,2	16,9	15,5	11,6	11,1	10,3
Mediana	12,0	9,4	9,2	4,7	4,4	4,4
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF (bez segmentu wydobywczego)

(mld HUF)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Brent (USD/Bbl)	65	65	70	75	75	75	75	75	75	75	75
Marża+dyferencjał	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
USD/HUF	290	281	273	273	273	273	273	273	273	273	273
Przychody	4 812	4 617	4 780	5 087	5 089	5 092	5 094	5 096	5 099	5 101	5 101
EBITDA	368	357	357	392	405	408	410	413	415	418	418
marża EBITDA	7,6%	7,7%	7,5%	7,7%	8,0%	8,0%	8,1%	8,1%	8,1%	8,2%	8,2%
EBIT	168	145	129	155	173	176	175	172	168	164	208
Podatek	44	40	38	44	49	49	49	48	47	45	40
CAPEX	-471	-460	-360	-224	-209	-209	-209	-209	-209	-209	-209
Kapitał obrotowy	0	9	-12	-19	1	2	2	1	1	1	1
FCF	-147	-134	-52	105	148	151	154	157	160	164	169
PV FCF	-144	-123	-45	84	110	104	98	92	87	83	
WACC	7,7%	7,0%	7,0%	7,3%	7,7%	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

(mld HUF)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 566
Dług netto i korekty	272
Segment wydobywczy	792
Wycena DCF na akcję (HUF)	2 925

Wycena

(HUF)	waga	cena
Porównawcza	50%	3 287
DCF	50%	2 925
Cena wynikowa		3 106
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		**3 302**

PGNiG

kupuj (bez zmian)

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

Cena bieżąca	4,50 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	5,64 PLN	+25,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**kupuj**	**5,64 PLN**	**2019-11-06**

Podstawowe dane			**PGN PW**	**vs. WIG**
Ticker	PGN PW	Zmiana 1M	-9,0%	-3,6%
ISIN	PLPGNIG00014	Zmiana YTD	-33,8%	-31,1%
Liczba akcji (mln)	5 778,3	Średni obrót 1M	22,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	26 002,4	Średni obrót 6M	27,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	27 267,7	EV/EBITDA 12M fwd	4,3	-12,6%
Free float	28,1%	EV/EBITDA 5Y avg	5,0	dyskonto

Akcjonariusze PGNiG mają za sobą bardzo trudny rok, w którym ze względu na załamanie notowań gazu konieczne były drastyczne rewizje prognoz EBITDA, co przełożyło się na bardzo słabe zachowanie kursu akcji. Rzeczywistość zmusiła nas do zweryfikowania naszej ścieżki cen surowca i choć nadal zakładamy odbicie w latach kolejnych to już na znacznie niższe poziomy (17,2 EUR/MWh dla roku 2020 i 17,9 EUR/MWh dla roku 2021 wobec 15,4 EUR/MWh zanotowanych w roku bieżącym). Oprócz gorszych wyników segmentu wydobywczego, obciążeniem notowań koncernu była też mniejsza niż się spodziewaliśmy poprawa w obszarze obrotu. Obecnie rynkowe oczekiwania są już jednak ustawione dość nisko (konsensus 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 przynieść poprawę rezultatów dzięki wzrostowi wolumenów wydobycia, wyższym cenom (droższy gaz r/r) oraz stopniowej normalizacji marży w obrocie po „szalonych" latach 2018-19. Na horyzoncie najbliższych miesięcy pozostaje również ogłoszenie 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). Wciąż czekamy też na kolejne akwizycje w segmencie wydobywczym jednocześnie utylizujące nadpłynność bilansu Spółki i wzmacniające EBITDA (strategie wychodzenia z mniejszościowych udziałów przez globalne koncerny stwarzają możliwość zakupu ciekawych złóż produkcyjnych). PGNiG ze względu na wysoki udział Skarbu Państwa jest również pierwszym kandydatem do ewentualnego zwiększenia strumienia dywidend.

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln 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	8,9	8,1	13,5	8,8	7,8
P/BV	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA	4,0	3,6	4,9	3,8	3,3
DPS	0,20	0,07	0,11	0,13	0,20
DYield	4,4%	1,6%	2,4%	3,0%	4,5%
Zmiana prognoz			**2019P**	**2020P**	**2021P**
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Brent (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Gaz EU (EUR/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
USD/PLN			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**
EBITDA skor.	**7 261**	**7 511**	**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
obrót	-435	-848	-477	252	408
dystrybucja	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**

Bilans i CF

(mln 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%

Model DCF

(mln 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%

Podsumowanie DCF

(mln 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 (podwyższona)

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

Orlen zaskoczył w tym roku wynikami zarówno z uwagi na bardzo mocne rezultaty w segmencie detalicznym, jak i wyższe marże modelowe w petrochemii i rafinerii. Rewizje konsensusu na koniec dnia nie wpłynęły jednak trwale na wzrost kursu, gdyż rynek powoli zaczyna dyskontować obserwowane obecnie znaczące pogorszenie benchmarków w obszarze downstream, które zagraża realizacji bazowego scenariusza utrzymania EBITDA na tak wysokim poziomie. Nasze prognozy na lata 2020-21 plasują się 15-20% poniżej rynku, zarówno z uwagi na bardziej konserwatywne założenia marż modelowych (nadal powyżej bieżących odczytów), jak i efekt wysokiej bazy tego roku zbudowanej przez rekordowo niskie ceny gazu, wysokie marże detaliczne oraz ponadstandardowe premie lądowe (kontrakty negocjowane pod koniec 2018 w otoczeniu napięć logistycznych na Renie). W takim scenariuszu makro nie zakładamy też powtórzenia rekordowych wolumenów przerobowych. Przypominamy o perspektywie wzrostu nakładów inwestycyjnych w kolejnych latach, które będą średnioterminowo obciążać profil FCF. Dodatkowo może to zaburzyć przejęcie Lotosu, które w naszej opinii nawet po uwzględnieniu efektów synergii nie implikuje atrakcyjnej wyceny na EV/EBITDA LIFO pro-forma. Po ostatnich spadkach kursu nasza cena docelowa nie implikuje już potencjału spadkowego więc zamykamy negatywną rekomendację, podwyższając zalecenie do trzymaj. Niemniej jednak zwracamy uwagę, że istotnym wsparciem dla waluacji jest wciąż wysoka wycena spółek porównywalnych, szczególnie w segmencie petrochemii (wciąż brak reakcji na mocny spadek marż). Stąd w średnim terminie nie możemy wykluczyć rewizji ceny docelowej ze względu na oczekiwany spadek mnożników na rynku.

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	88,50 PLN	
Cena docelowa	94,17 PLN	+6,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**trzymaj**	**94,17 PLN**	**2019-12-05**
poprzednia	redukuj	94,17 PLN	2019-11-14

Podstawowe dane			**PKN PW**	**vs. WIG**
Ticker	PKN PW	Zmiana 1M	-18,3%	-12,9%
ISIN	PLPKN0000018	Zmiana YTD	-15,4%	-12,7%
Liczba akcji (mln)	427,7	Średni obrót 1M	77,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	37 852,3	Średni obrót 6M	75,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	44 509,6	EV/EBITDA 12M fwd	4,3	-21,2%
Free float	67,6%	EV/EBITDA 5Y avg	5,4	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	95 364	109 706	109 098	103 438	107 567
EBITDA	11 078	9 888	9 511	8 585	7 889
marża EBITDA	11,6%	9,0%	8,7%	8,3%	7,3%
EBIT	8 657	7 215	6 065	4 908	4 021
Zysk netto	6 655	5 556	4 805	3 835	3 090
P/E	5,7	6,8	7,9	9,9	12,3
P/BV	1,2	1,1	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA	3,8	4,4	4,7	5,1	5,6
DPS	3,00	3,00	3,50	3,50	3,50
DYield	3,4%	3,4%	4,0%	4,0%	4,0%

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**	**8 392**	**9 862**	**8 149**	**7 889**
rafineria	4 689	3 764	3 743	2 741	2 580
petchem	3 034	2 103	2 847	2 274	2 055
detal	2 049	2 781	3 184	3 107	3 158
upstream	293	305	346	394	445
energetyka	129	188	626	605	671
koszty ogólne	-613	-749	-883	-971	-1 020
EV/EBITDA LIFO skor.	**4,6**	**5,4**	**4,7**	**5,6**	**5,9**
Efekt LIFO	788	860	-353	436	0
Inne zd. jednorazowe	709	636	2	0	0
Saldo finansowe	**60**	**-104**	**-132**	**-173**	**-206**
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	5,1	4,3	3,9	3,1	3,0
detal EBITDA/tonę	232	294	326	315	317
Przerób ropy mln ton	**33,2**	**33,4**	**34,0**	**32,8**	**32,8**
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**	**4 980**	**8 689**	**8 167**	**6 967**
CFO/EBITDA LIFO skor.	84%	59%	88%	100%	88%
Capex	**4 039**	**4 454**	**4 450**	**5 775**	**5 775**
Kapitał obrotowy	7 489	11 144	10 839	10 358	10 555
Kapitał własny	32 197	35 727	39 035	41 373	42 966
Dług netto	**761**	**5 599**	**6 645**	**5 924**	**6 435**
Dług netto/EBITDA (x)	0,1	0,6	0,7	0,7	0,8

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	6,5	5,4	6,0	2,6	2,6	2,7
Maksimum	23,7	24,3	19,2	18,8	17,0	14,3
Mediana	11,8	8,9	9,1	6,0	5,4	5,5
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Marża+dyferencjał	6,6	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Marża petchem	369	308	302	314	314	314	314	314	314	314	314,4
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	109 098	103 438	107 567	114 747	115 096	115 477	115 863	116 252	116 646	117 043	117 043
EBITDA	9 511	8 585	7 889	8 595	8 484	8 823	8 870	8 923	8 987	9 047	9 047
marża EBITDA	8,7%	8,3%	7,3%	7,5%	7,4%	7,6%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
EBIT	6 065	4 908	4 021	4 422	4 426	4 736	4 779	4 814	4 838	4 820	4 547
Podatek	1 152	933	764	840	841	900	908	915	919	916	864
CAPEX	-4 450	-5 775	-5 775	-5 675	-4 775	-4 500	-4 500	-4 500	-4 500	-4 500	-4 500
Kapitał obrotowy	305	481	-197	-865	-369	-151	-54	-55	-55	-56	-56
FCF	4 214	2 359	1 153	1 214	2 499	3 272	3 408	3 454	3 512	3 576	3 628
PV FCF	4 161	2 156	976	952	1 814	2 199	2 120	1 989	1 873	1 765	
WACC	7,9%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	45 537
Dług netto	10 752
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	81,33

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	95,84
DCF	50%	81,33
Cena wynikowa		88,58
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		**94,17**

Energetyka

CEZ

kupuj (podwyższona)

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

Cena bieżąca	502,00 CZK	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	597,80 CZK	+19,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**597,80 CZK**	**2019-12-05**
poprzednia	akumuluj	597,80 CZK	2019-06-25

Podstawowe dane			**CEZ CP**	**vs. WIG**
Ticker	CEZ CP	Zmiana 1M	-4,4%	+1,0%
ISIN	CZ0005112300	Zmiana YTD	-1,8%	+1,0%
Liczba akcji (mln)	538,0	Średni obrót 1M	99,6 mln CZK	
MC (mld CZK)	270,1	Średni obrót 6M	98,1 mln CZK	
EV (mld CZK)	426,4	EV/EBITDA 12M fwd	6,8	-5,0%
Free float	30,2%	EV/EBITDA 5Y avg	7,1	dyskonto

Europejskie spółki energetyczne wzrosły w tym roku ponad 25%, a głównymi katalizatorami były wzrosty cen energii, CO_2 i poszukiwanie atrakcyjnych stóp dywidendy. CEZ, pomimo wpasowywania się profilem do tych trendów i dostarczenia oczekiwanego przez rynek znacznego wzrostu EBITDA w ujęciu r/r, został daleko w tyle za grupą porównawczą. Na pewno powodem takiego sentymentu do Spółki jest kwestia programu rozbudowy elektrowni atomowych forsowana przez rząd. Teoretycznie zarówno Zarząd jak i premier zapewniali na ostatniej konferencji, iż interesy akcjonariuszy mniejszościowych będą zabezpieczone przez odpowiednie zapisy i gwarancje w umowie inwestycyjnej, ale zapewne dopiero konkrety rozwieją wątpliwości rynku. Przy obecnej awersji do aktywów węglowych, obciążeniem kursu mógł być też fakt 40% udziału węgla w 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 9M'19 pozytywne momentum na wynikach to oczekujemy kontynuacji tych trendów w kolejnych okresach. 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 dezinwestycjach i restrykcyjnej polityce capex zapewni przestrzeń do wypłaty dywidendy zgodnie ze skorygowaną polityką w tym zakresie. Przy obecnym kursie podnosimy rekomendację do kupuj.

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln CZK)	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**
Przychody	205 092	184 486	205 365	223 463	234 528
EBITDA	55 155	49 664	58 629	62 640	63 454
marża EBITDA	26,9%	26,9%	28,5%	28,0%	27,1%
EBIT	25 620	19 759	29 601	33 151	34 076
Zysk netto	18 765	10 327	18 036	20 761	20 614
P/E	14,4	26,2	15,0	13,0	13,1
P/BV	1,1	1,2	1,1	1,1	1,1
EV/EBITDA	7,5	8,6	7,3	6,7	6,6
DPS	33,00	32,71	24,00	30,17	34,73
DYield	6,6%	6,5%	4,8%	6,0%	6,9%

Zmiana prognoz	**2019P**	**2020P**	**2021P**
EBITDA	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto	0,0%	0,0%	0,0%
Energia (EUR/MWh)	0,0%	0,0%	0,0%
EUR/CZK	0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)	0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln CZK)	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**
EBITDA skor.	**52 196**	**50 164**	**58 629**	**62 640**	**63 454**
EBITDA	55 155	49 664	58 629	62 640	63 454
wytwarzanie	24 050	19 906	28 151	30 865	31 039
wydobycie	4 056	3 754	3 931	3 928	3 897
dystrybucja	19 067	19 771	19 899	20 390	20 886
obrót	4 613	4 317	4 665	4 989	5 013
pozostałe	3 369	1 916	1 983	2 469	2 620
Saldo finansowe	**-2 867**	**-6 242**	**-7 104**	**-7 255**	**-8 363**
Produkcja energii TWh	**62,9**	**62,9**	**64,2**	**64,3**	**64,3**
w tym OZE	4,7	4,3	4,5	4,6	4,6
Wolumen obrotu TWh	**37,0**	**37,6**	**37,9**	**38,2**	**38,5**
dynamika r/r	-1,2%	1,6%	0,8%	0,8%	0,8%
marża obrotu CZK/MWh	124,6	114,7	123,0	130,5	130,2
WRA w mld CZK	**114,0**	**117,8**	**121,1**	**127,6**	**134,0**
zwrot na WRA (EBIT)	10,4%	11,0%	10,8%	10,5%	10,2%

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%

Model DCF

(mln CZK)	**19P**	**20P**	**21P**	**22P**	**23P**	**24P**	**25P**	**26P**	**27P**	**28P**	**+**
Energia (EUR/MWh)	47,9	50,0	51,8	51,8	51,8	51,8	51,8	51,8	51,8	51,8	51,8
EUR/CZK	25,7	25,7	25,7	25,7	25,7	25,7	25,7	25,7	25,7	25,7	25,7
CO2 (EUR/t)	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0
Przychody	205 365	223 463	234 528	245 413	249 102	249 684	249 536	249 174	250 252	251 339	251 339
EBITDA	62 756	66 871	67 791	71 177	71 588	71 622	72 069	72 467	73 129	73 777	73 777
marża EBITDA	30,6%	29,9%	28,9%	29,0%	28,7%	28,7%	28,9%	29,1%	29,2%	29,4%	29,4%
EBIT	29 601	33 151	34 076	36 823	37 774	37 693	37 786	37 630	37 564	37 345	36 787
Podatek	5 624	6 299	6 473	6 994	7 174	7 158	7 174	7 144	7 130	7 087	6 990
CAPEX	-33 136	-33 606	-33 218	-33 499	-34 786	-36 078	-36 376	-36 680	-36 990	-37 307	-36 990
Kapitał obrotowy	-222	-192	-118	-116	-39	-6	2	4	-11	-12	-12
FCF	23 774	26 774	27 982	30 568	29 589	28 380	28 520	28 647	28 997	29 372	29 786
PV FCF	23 121	24 615	24 313	25 089	22 935	20 772	19 710	18 691	17 858	17 072	
WACC	5,7%	5,8%	5,8%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	6,0%	6,8%
Risk-free rate	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%

Podsumowanie DCF

(mln CZK)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	574 846
Dług netto	156 717
Inne korekty	-59 772
Wycena DCF na akcję (CZK)	666,10

Wycena

(CZK)	**waga**	**cena**
Porównawcza	33%	368,97
DYield-porównawcza	17%	661,31
DCF	50%	666,10
Koszt kapitału 9M		5,6%
Cena docelowa za 9M		**597,80**

Enea

kupuj (bez zmian)

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

Enea zachowywała się w tym roku relatywnie lepiej od lokalnych konkurentów, ale jest wyceniana wyraźnie poniżej średniej dla WIG-Energia na wskaźniku EV/EBITDA i to pomimo dostarczonych w tym roku bardzo dobrych wyników. Jest to zapewne pochodną najwyższego 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 wciąż nie jest dopięte 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 (1,7x DN/EBITDA na koniec września 2019) pozostawia szerokie pole dla przywrócenia polityki dywidendowej. Od roku 2021 pojawią 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. Ostatnie wypowiedzi osób bezpośrednio lub pośrednio związanych z rządem sugerują, że poparcie dla tego projektu znacznie zmalało więc nie jest to niemożliwe. Rekomendacja kupuj pozostaje bez zmian.

Cena bieżąca	8,65 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	11,53 PLN	+33,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**kupuj**	**11,53 PLN**	**2019-11-06**

Podstawowe dane			**ENA PW**	**vs. WIG**
Ticker	ENA PW	Zmiana 1M	+0,8%	+6,2%
ISIN	PLENEA000013	Zmiana YTD	-12,6%	-9,9%
Liczba akcji (mln)	441,4	Średni obrót 1M	3,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 818,5	Średni obrót 6M	3,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	10 749,0	EV/EBITDA 12M fwd	3,4	-25,5%
Free float	48,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,6	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	3,6	5,6	3,6	3,5	2,8
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			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Energia (PLN/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**
EBITDA skor.	**2 649**	**2 413**	**3 298**	**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%

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%

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%

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 (bez zmian)

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

Ten rok akcjonariusze Energa kończą z najgorszym zwrotem w polskim sektorze energetycznym, co ex post 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 jest to 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 mocowy (szacujemy je na -1 mld PLN dla 100% projektu). 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. W takim przypadku profil Spółki zmienia się o 180 stopni („zielona" generacja + stabilna dystrybucja), co uzasadniałoby praktycznie podwojenie mnożnika EV/EBITDA.

Cena bieżąca	6,90 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	11,67 PLN	+69,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**kupuj**	**11,67 PLN**	**2019-11-06**

Podstawowe dane			**ENG PW**	**vs. WIG**
Ticker	ENG PW	Zmiana 1M	+10,6%	+16,0%
ISIN	PLENERG00022	Zmiana YTD	-22,6%	-19,8%
Liczba akcji (mln)	414,1	Średni obrót 1M	4,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 857,1	Średni obrót 6M	3,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	8 006,2	EV/EBITDA 12M fwd	4,1	-9,9%
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	3,7	3,9	5,4	5,2	4,7
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2
EV/EBITDA	3,2	3,9	3,6	4,2	4,4
DPS	0,19	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	2,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			**2019P**	**2020P**	**2021P**
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Energia (PLN/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA skor.	**2 091**	**2 039**	**2 228**	**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%

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%

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%

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

Mocna przecena z 1H'19 determinuje tegoroczną negatywną stopę zwrotu na akcjach PGE, mimo że główne czynniki obciążające notowania albo zostały zneutralizowane (rekompensaty za zamrożenie cen energii pokryły straty w obrocie) albo okazały się mniej groźne (wyhamowanie wzrostów na CO2, CDS-y wciąż na wysokich poziomach). Wyniki za 3Q (EBITDA +16% r/r) uwiarygadniają naszą tezę odwrócenia momentum na EBITDA (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). Niestety ten pozytywny wydźwięk został przykryty przez konserwatywny guidance Zarządu na rok 2020, sugerujący brak poprawy oczyszczonych wyników r/r. My oczekujemy 7% wzrostu r/r i nadal uważamy to za realny scenariusz (pełna kontrybucja Opola, wyższe obciążenia remontowe w systemie, wyższe ceny w OZE, poprawa w detalu), podobnie jak osiągnięcie poziomu 9 mld PLN wraz z uruchomieniem rynku mocy w roku 2021. Dodatkowo po 4 latach intensywnych inwestycji (wzrost DN o 10 mld PLN), przy nadal mocnym bilansie (w zanadrzu niespieniężone 1,4 mld PLN z otrzymanych CO_2), koncern wchodzi w okres wysokich FCF, nawet uwzględniając ogłoszone już 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 (w latach 2020-26 OZE, gaz i dystrybucja to 60% nakładów vs 30% w 2015-19). W kontekście potrzeb budżetowych (reżim reguły wydatkowej) rośnie prawdopodobieństwo powrotu do dywidendy.

Cena bieżąca	8,39 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	12,20 PLN	+45,4%

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

Podstawowe dane			**PGE PW**	**vs. WIG**
Ticker	PGE PW	Zmiana 1M	-0,1%	+5,3%
ISIN	PLPGER000010	Zmiana YTD	-16,1%	-13,4%
Liczba akcji (mln)	1 869,8	Średni obrót 1M	21,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	15 691,2	Średni obrót 6M	15,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	27 348,0	EV/EBITDA 12M fwd	3,8	-16,1%
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	42 060
EBITDA	7 650	6 364	8 083	7 438	9 024
marża EBITDA	33,1%	24,5%	21,1%	17,2%	21,5%
EBIT	3 552	2 471	4 036	3 148	4 555
Zysk netto	2 600	1 473	2 792	2 160	3 282
P/E	6,0	10,7	5,6	7,3	4,8
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	3,2	4,1	3,4	3,8	3,0
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%
CO2 (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA skor.	**6 481**	**6 701**	**6 972**	**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
obrót	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
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	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 (bez zmian)

Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02 kamil.kliszcz@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 rezultatom w obrocie (normalizacja sytuacji po nerwowym półroczu w związku z niepewnością dotyczącą mechanizmu rekompensat za zamrożenie cen). Obecnie główne ryzyka to ponownie kwestia taryf dla gospodarstw domowych na przyszły rok i redukcja strat w kopalniach. Sygnały płynące z rządu sugerują jednak, że bardzo prawdopodobne jest zreplikowanie rozwiązania rekompensat z roku ubiegłego, a jeśli chodzi o segment wydobywczy to Spółka już zaczęła raportować stopniowe zwiększanie wolumenów. W takim scenariuszu po kilku latach stabilnych wyników, Tauron powinien wejść 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 prognozowanego 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, czym Spółka może wyróżnić się na tle lokalnych konkurentów. Nasza rekomendacja kupuj pozostaje bez zmian.

Cena bieżąca	1,68 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	2,45 PLN	+46,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**kupuj**	**2,45 PLN**	**2019-11-06**

Podstawowe dane			**TPE PW**	**vs. WIG**
Ticker	TPE PW	Zmiana 1M	-1,9%	+3,5%
ISIN	PLTAURN00011	Zmiana YTD	-23,5%	-20,8%
Liczba akcji (mln)	1 752,5	Średni obrót 1M	9,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 937,3	Średni obrót 6M	7,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	14 958,1	EV/EBITDA 12M fwd	4,4	-6,1%
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	2,1	14,3	3,2	2,7	2,2
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
EV/EBITDA	3,3	3,9	4,1	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**	**2021P**
EBITDA	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto	0,0%	0,0%	0,0%
Energia (PLN/MWh)	0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel (PLN/t)	0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)	0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA skor.	**3 581**	**3 359**	**3 324**	**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
obrót	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	2018	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

Prognozy i pozycjonowanie spółek IT (mln PLN)

Spółka	MCap	EV	Dług netto	DN/ EBITDA	Przychody			EBITDA			EBIT			Zysk netto		
					2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Ailleron	96	96	-18,4	-1,1	141	155	169	17,5	20,6	23,8	9,0	11,2	13,7	6,9	9,1	11,1
Asseco BS	922	968	6,6	0,1	268	282	295	105,7	110,3	114,4	81,4	84,0	86,9	65,4	67,6	69,9
Asseco PL	4 760	8 203	343,8	0,3	10 874	11 276	11 624	1 654,9	1 706,6	1 746,9	949,2	993,8	1 030,2	328,9	339,9	348,4
Asseco SEE	1 328	1 216	-116,8	-1,0	867	957	1 006	158,2	175,0	185,8	107,3	118,7	124,2	84,2	93,4	97,8
Atende	111	127	-2,8	-0,1	296	324	333	27,8	29,8	30,4	13,8	15,8	16,4	10,3	11,0	11,3
Comarch	1 606	1 619	-28,2	-0,2	1 476	1 590	1 678	260,1	257,5	267,3	175,6	170,0	176,7	112,3	117,2	121,9

Spółka	Pozycjonowanie		Cena docelowa	Cena bieżąca	Zmiana m/m	P/E			EV/EBITDA			EV/Sales			PEG Ratio		
	aktualne	zmiana				2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Ailleron	N	-	-	7,74	+4,6%	14,0	10,6	8,6	5,5	4,3	3,2	0,7	0,6	0,5	0,5	0,3	0,3
Asseco BS	N	►	-	27,60	-5,5%	14,1	13,6	13,2	9,2	8,7	8,3	3,6	3,4	3,2	3,7	3,6	3,5
Asseco PL	N	►	59,20	57,35	+12,5%	14,5	14,0	13,7	5,0	4,7	4,5	0,8	0,7	0,7	9,7	9,4	9,2
Asseco SEE	OW	►	-	25,60	+30,6%	15,8	14,2	13,6	7,7	6,6	5,9	1,4	1,2	1,1	1,1	1,0	0,9
Atende	N	►	-	3,06	-10,5%	10,8	10,1	9,8	4,6	4,3	4,2	0,4	0,4	0,4	5,9	5,5	5,4
Comarch	OW	-	250,00	197,50	+13,8%	14,3	13,7	13,2	6,2	6,0	5,6	1,1	1,0	0,9	0,4	0,4	0,4
Mediana						**14,2**	**13,7**	**13,2**	**5,9**	**5,4**	**5,1**	**0,9**	**0,8**	**0,8**	**2,4**	**2,3**	**2,2**

Źródło: Dom Maklerski mBanku; OW (*overweight*) – przeważenie, N (*neutral*) – równoważenie, UW (*underweight*) – niedoważenie

Ailleron (równoważ)

Wyniki Ailleronu w 2019 r. są rozczarowujące. Pomimo wzrostu przychodów o 3% w segmencie Fintech (gdzie księgowane są wyniki kluczowego rozwiązania Livebank) spółka zanotowała w ciągu 9M'19 stratę rzędy 6,6 mln PLN. Plany sprzedażowe produktów w dziedzinie finansów na rynkach azjatyckich nie zostały zrealizowane. Spółka stara się obecnie o kontrakty w Ameryce Północnej, co niesie ryzyko dla wyników spółki. Słabość segmenty Fintech jest szczęśliwie dla Ailleronu mitygowana przez segment Enterprise Solutions, gdzie księgowane są z kolei wyniki działalności outsourcingowej (wzrost wyniku z 4,4 mln PLN do 11,5 mln PLN r/r w ciągu 9M'19). Po trzech kwartałach, uważamy że szanse na powrót do wyników z 2017 r. są niskie, zakładamy tylko 6,9 mln PLN zysku netto, co implikuje wskaźnik P/E'19 = 14,0x, nieco powyżej mediany dla IT. Podtrzymujemy neutralne podejście do spółki.

Asseco Business Solutions (równoważ)

Notowania Asseco BS wzrosły od początku roku 4,0%, były lepsze od szerokiego indeksu o blisko 6,7 p.p. Spółka notuje w 2019 r. niewielką poprawę wyników (+4,6% na linii netto) i jest wyceniana obecnie na P/E'19 =14,1x (na naszych zaktualizowanych prognozach). Stąd, podtrzymujemy neutralne nastawienie do spółki. DYield'20 wynosi 5,4%, co naszym zdaniem będzie podtrzymywać sentyment do spółki.

Asseco South Eastern Europe (przeważaj)

Notowania Asseco South Eastern Europe wzrosły od wydania naszego komentarza specjalnego w lis'18 o blisko 130%. Pomimo tego spółka pozostaje naszym faworytem wśród polskich spółek IT o małej i średniej kapitalizacji. Podnosimy nasze prognozy finansowe wyników dla spółki, po opublikowaniu przez spółkę bardzo dobrych wyników finansowych za 3Q'19 (+30% wzrostu wyników organicznych, bez przejęć i wpływu wprowadzenia standardu MSSF16 od 2019 r.) o 2,2%/3,6% na linii EBITDA i 5,8%/6,6% na zysku netto na lata odpowiednio 2019/2020. Na naszych nowych prognozach Asseco SEE jest notowane na atrakcyjnych wskaźnikach EV/EBITDA'19 oraz P/E'19 odpowiednio 7,7x i 15,8x. Po korekcie wskaźnika P/E'19 o gotówkę netto (bez leasingów) otrzymujemy wartość 14,8x, co uznajemy za atrakcyjny poziom biorąc pod uwagę skalę wzrostu wyników Asseco SEE oraz poziom wypłacanej dywidendy.

Atende (równoważ)

Podtrzymujemy neutralne podejście do Atende. W ciągu 9M'19 spółka wygenerowała słabe wyniki finansowe, tj. -0,6 mln PLN straty netto vs. 3,2 mln PLN zysku w 9M'18. Głównym powodem słabych wyników jest słabość rynku publicznego, w dużej mierze w związku z wyborami parlamentarnymi. Aktualizujemy nasze prognozy po 3Q'19. W całym roku spodziewamy się znacznego spadku wyników jednostki dominującej (>60% na linii EBIT). Stąd na cały 2019 r. zakładamy obecnie 10,3 mln PLN, co implikuje P/E'19 = 11,3x. Podtrzymujemy neutralne podejście do spółki. Jednocześnie zwracamy uwagę, że na 4Q'19 zakładamy już poprawę wyniku (zwłaszcza w spółach zależnych Atende): zysk netto powinien wynieść ok. 10,9 mln PLN, co przełoży się na płaskie r/r wyniki grupy Atende w całym 2019 r. Nasze prognozy są zgodne z zapowiedziami Zarządu na konferencji po 3Q'19. W 2020 r. zakładamy poprawę na rynku publicznym oraz pozytywny wpływ nowych kontaktów w Atende Software. Stąd zysk netto powinien wzrosnąć do 10,8 mln PLN (+7% r/r). W przypadku przedłużenia się słabości rynku publicznego prognoza będzie ambitnym zadaniem dla spółki.

Netia

trzymaj (podtrzymana)

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

Netia zaraportowała 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 (sądzimy, że dla Cyfrowego Polsatu więcej sensu biznesowego ma poczekanie 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. Po aktualizacji prognoz i naszego modelu finansowego, cenę docelową wyznaczamy na 4,70 PLN. Stąd podtrzymujemy nasze neutralne podejście.

Cena bieżąca	4,44 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	4,70 PLN	+5,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**trzymaj**	**4,70 PLN**	**2019-12-05**
poprzednia	trzymaj	4,70 PLN	2018-11-26

Podstawowe dane			**NET PW**	**vs. WIG**
Ticker	NET PW	Zmiana 1M	-2,4%	+3,0%
ISIN	PLNETIA00014	Zmiana YTD	-11,2%	-8,5%
Liczba akcji (mln)	337,0	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 496,5	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 978,2	EV/EBITDA 12M fwd	4,7	-6,5%
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	1 299	1 280	1 280
EBITDA	383	356	438	431	431
marża EBITDA	26,6%	25,9%	33,7%	33,7%	33,7%
EBIT	72	76	67	73	82
Zysk netto	35	65	48	47	52
P/E	42,2	23,1	31,0	31,7	28,6
P/BV	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA	4,6	4,7	4,5	4,6	4,6
DPS	0,20	0,00	0,00	0,00	0,40
DYield	4,5%	0,0%	0,0%	0,0%	9,0%

Zmiana prognoz	**2019P**	**2020P**	**2021P**
Przychody	+1,9%	-3,6%	-6,7%
EBITDA*	+0,3%	-4,5%	-8,2%
EBIT	+2,3%	-25,1%	-31,1%
Zysk netto	+29,2%	-20,4%	-33,7%
CAPEX	-3,2%	-18,2%	-16,0%

*zmiana prognoz z pominięciem MSSF16

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
klienci linie głosowe (tys.)	1 014	937	886	843	805
ARPU głos wł. infras. (PLN)	26,5	25,3	23,2	22,4	22,0
ARPU głos WLR + LLU (PLN)	39,0	38,3	35,1	34,4	34,4
klienci broadband (tys.)	640	608	582	580	588
ARPU broadband (PLN)	56,5	56,3	56,0	56,6	57,4
Przychody	**1 442**	**1 373**	**1 299**	**1 280**	**1 280**
bezpośrednie usługi głos.	405	350	293	265	246
transmisja danych	616	581	565	563	573
rozl. międzyop. i hurt.	234	236	217	219	222
inne	188	207	224	233	240
Koszty sprzedaży	275	275	265	256	260
Koszty ogól. zarządu	148	134	142	137	136
EBIT	**72**	**76**	**67**	**73**	**82**
marża	5,0%	5,5%	5,2%	5,7%	6,4%
Zysk netto	**35,5**	**64,8**	**48,2**	**47,1**	**52,3**

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	**346**	**380**	**345**	**327**	**324**
CFO/EBITDA	90%	105%	100%	96%	95%
Capex	**-268**	**-281**	**-378**	**-319**	**-185**
Aktywa ogółem	2 401	2 526	2 819	2 929	2 838
Kapitał własny	1 778	1 867	1 915	1 962	1 876
Dług netto	**285**	**192**	**482**	**489**	**506**
Dług netto/EBITDA (x)	0,7	0,5	1,1	1,1	1,2

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%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Przychody	1 299	1 280	1 280	1 293	1 309	1 326	1 343	1 364	1 386	1 407	1 407
EBITDA ex. MSSF16	346	339	340	339	339	338	338	339	341	342	342
marża EBITDA	26,7%	26,5%	26,6%	26,2%	25,9%	25,5%	25,1%	24,9%	24,6%	24,3%	24,3%
Amortyzacja ex. MSS	279	267	259	253	249	242	233	222	208	197	197
EBIT	67	73	82	86	90	96	105	117	132	145	145
Podatek	13	14	15	16	17	18	20	22	25	28	28
NOPLAT	55	59	66	69	73	78	85	94	107	118	118
CAPEX	-378	-319	-185	-186	-188	-189	-191	-193	-195	-197	-197
Kapitał obrotowy	1	-1	-4	-1	-1	-1	-2	-2	-3	-2	-2
FCF	-43	5	135	135	133	129	125	122	118	115	115
PV FCF	-43	5	115	107	97	88	79	72	65	59	
WACC	7,8%	7,8%	7,8%	7,7%	7,6%	7,5%	7,4%	7,3%	7,1%	7,0%	7,0%
Dług netto / EV	13,6%	14,0%	14,8%	15,7%	18,1%	20,6%	23,1%	25,6%	28,0%	30,4%	30,4%
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	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 476
Dług netto ex. MSSF16	192
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	3,81

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	5,03
DCF	50%	3,81
cena wynikowa		4,42
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		**4,70**

Orange Polska

akumuluj (bez zmian)

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

Notowania Orange Polska wzrosły o >30% od początku roku. Rynek uwierzył w nasze niekonsensusowe podejście do Spółki, jednak pomimo tego, dalej wierzymy w jej wzrostowy potencjał. Głównym argumentem jest (1) poprawa sytuacji kredytowej grupy. Zadłużenie netto (ex. MSSF16)/ EBITDAaL na koniec 3Q'19 wyniosło 2,2x. Orange ma wciąż >1 mld PLN w nieruchomościach do sprzedaży i korzysta z dobrej koniunktury by monetyzować swoją bazę aktywów. W tym kontekście ryzyko aukcji 5G w 2020 r. nie powinno być przesadnie dyskontowane. Dodatkowo zwracamy uwagę na (2) konsekwentne cięcia kosztów w grupie. Orange ogłosiło ostatnio rozpoczęcie rozmów ze związkami w sprawie kolejnej redukcji etatów, co pozwoli na wzrost wyników w 2020 r. pomimo inflacji kosztów płac i energii. Stąd, szacujemy wzrost EBITDaL na 4,1% r/r i liczymy na ogłoszenie dalszych inicjatyw oszczędnościowych w grupie na początku 2020 r. Dodatkowo, (3) spółka na konferencji po 3Q'19 potwierdziła plan zmniejszenia nakładów na FTTx, de facto samowolnie odniosła się do kwestii dywidendy, co powinno pobudzić sentyment inwestorów. Orange Polska jest obecnie notowane na EV/EBITDA'19 = 5,2x, z wyraźnym dyskontem do telekomów z regionu CEE, jak i zachodnich peersów.

Cena bieżąca	6,56 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	7,40 PLN	+12,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**akumuluj**	**7,40 PLN**	**2019-11-29**

Podstawowe dane			**OPL PW**	**vs. WIG**
Ticker	OPL PW	Zmiana 1M	+0,7%	+6,1%
ISIN	PLTLKPL00017	Zmiana YTD	+36,8%	+39,6%
Liczba akcji (mln)	1 312,0	Średni obrót 1M		6,6 mln PLN
MC (mln PLN)	8 600,2	Średni obrót 6M		11,0 mln PLN
EV (mln PLN)	16 809,6	EV/EBITDA 12M fwd	5,2	+12,6%
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	11 381	11 552	11 690
EBITDA	2 801	2 889	3 246	3 179	3 373
marża EBITDA	24,6%	26,1%	28,5%	27,5%	28,9%
EBIT	229	345	661	640	879
Zysk netto	-60	10	279	254	463
P/E	-	860,0	30,9	33,8	18,6
P/BV	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA	5,4	5,4	5,2	5,4	4,9
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	1 696	1 817	1 936
łącza szerokopasmowe (tys	2 438	2 560	2 612	2 663	2 715
Przychody	**11 381**	**11 087**	**11 381**	**11 552**	**11 690**
telefonia komórkowa	3 373	2 726	2 597	2 541	2 517
telefonia stacjonarna	2 748	2 441	2 193	2 018	1 888
pozostałe	5 260	5 920	6 592	6 993	7 285
Koszty	**-**	**7 980**	**8 230**	**8 289**	**8 299**
koszty pracownicze	-	-1 577	-1 500	-1 467	-1 444
usługi obce	-	-6 200	-6 484	-6 573	-6 603
poz. przychody i koszty	-	-203	-245	-249	-252
Sprzedaż aktywów	-	192	287	230	160
Pozostałe	-	-490	-471	-471	-472
EBITDAaL*	**-**	**2 809**	**2 968**	**3 022**	**3 079**
marża	-	25,3%	26,1%	26,2%	26,3%
Zysk netto	**-60**	**10**	**279**	**254**	**463**

*wynik EBITDaL w 2020 r. oczyszczony o koszty odpraw w wysokości 135 mln

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	**2 064**	**1 812**	**2 530**	**2 261**	**2 461**
CFO/EBITDAaL	-	65%	85%	75%	80%
Capex	**1 933**	**2 282**	**2 094**	**2 964**	**1 855**
Aktywa ogółem	23 486	23 295	24 134	24 340	24 420
Kapitał własny	10 521	10 494	10 756	11 010	11 145
Dług netto	**6 478**	**6 939**	**8 207**	**8 450**	**7 852**
Dług netto/EBITDA (x)	2,3	2,4	2,5	2,6	2,3

Analiza porównawcza

	EV/EBITDA			DYield - RFR		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	13,3	12,6	12,0	7,6%	7,6%	7,5%
Maksimum	3,7	3,4	3,0	-8,6%	-4,8%	-3,0%
Mediana	5,9	5,8	5,7	3,5%	3,7%	3,8%
waga	33%	33%	33%	0%	0%	100%

Model DCF*

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Przychody	11 381	11 552	11 690	11 884	12 082	12 282	12 472	12 654	12 839	13 024	13 024
EBIT+Amor. ex. IFRS16	3 003	2 935	3 128	3 163	3 225	3 328	3 403	3 456	3 508	3 556	3 556
marża EBITDA	26,4%	25,4%	26,8%	26,6%	26,7%	27,1%	27,3%	27,3%	27,3%	27,3%	27,3%
Amortyzacja	2 342	2 295	2 249	2 204	2 160	2 095	2 033	1 972	1 912	1 855	1 855
EBIT	661	640	879	958	1 064	1 233	1 370	1 485	1 595	1 701	1 701
Podatek	126	122	167	182	202	234	260	282	303	323	323
NOPLAT	535	518	712	776	862	999	1 110	1 203	1 292	1 378	1 378
CAPEX	-2 240	-2 734	-1 695	-3 231	-1 834	-1 882	-1 894	-1 908	-2 272	-1 964	-1 964
Kapitał obrotowy	71	-58	-91	-63	-63	-62	-61	-61	-60	-60	-60
FCF	708	22	1 175	-314	1 126	1 150	1 187	1 206	872	1 209	1 209
PV FCF	704	20	1 027	-257	866	829	802	763	517	672	
WACC	6,6%	6,6%	6,7%	6,5%	6,6%	6,7%	6,7%	6,8%	6,7%	6,7%	6,7%
Dług netto / EV	38,4%	39,2%	37,0%	40,4%	38,4%	37,5%	36,5%	35,2%	36,7%	36,8%	36,8%
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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	0,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	15 945
Dług netto	6 939
Inne korekty	2
Wycena DCF na akcję (PLN)	6,86

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	7,06
DCF	50%	6,86
Cena wynikowa		6,96
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		**7,40**

Play

kupuj (bez zmian)

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

Play opublikował zestaw bardzo dobrych wyników za 3Q'19 i podwyższył cele na cały rok. Nowy guidance Zarządu na wysokość FCFE (tj. >900 mln PLN w całym 2019 r.) mityguje naszym zdaniem ryzyka związane z dywidendą i aukcją 5G w przyszłym roku. Naszym zdaniem spółka wypłaci przynajmniej 1,45 PLN w 2020 r. w naszym bazowym, konserwatywnym scenariuszu (1,2 mld PLN dodatkowych nakładów na częstotliwości w 2020 r.). Zakładając scenariusz bardziej optymistyczny (tj. 800 mln PLN na aukcję) Play może zwiększyć dywidendę nawet o >25%. Poza istotną poprawą sytuacji kredytowej, argumentem wspierającym notowania telekomu powinna być poprawa rynku mobilnego w Polsce. Zarówno od zarządu Play, jak i Orange dostaliśmy potwierdzenie spokojnego przyjęcia na rynku wyższych cen usług mobilnych. Ze względu na wzrost zużycia danych przez klientów (32,2% r/r w 3Q'19) oraz obecne środowisko inflacyjne w Polsce, klienci są przygotowani na dalszy wzrost cen. Podtrzymujemy pozytywne podejście do spółki. Play jest naszym zdaniem obecnie atrakcyjniejszym wyborem niż Cyfrowy Polsat.

Cena bieżąca	31,42 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	36,00 PLN	+14,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**kupuj**	**36,00 PLN**	**2019-11-14**

Podstawowe dane			**PLY PW**	**vs. WIG**
Ticker	PLY PW	Zmiana 1M	+3,2%	+8,5%
ISIN	LU1642887738	Zmiana YTD	+62,4%	+65,1%
Liczba akcji (mln)	253,7	Średni obrót 1M	19,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	7 971,3	Średni obrót 6M	19,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	14 578,0	EV/EBITDA 12M fwd	6,0	+2,2%
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	7 058	7 266	7 409
EBITDA	1 904	2 160	2 405	2 582	2 691
marża EBITDA	28,5%	31,6%	34,1%	35,5%	36,3%
EBIT	1 107	1 371	1 504	1 630	1 625
Zysk netto	387	744	881	964	967
P/E	20,6	10,7	9,1	8,3	8,2
P/BV	-	-	25,5	8,8	5,3
EV/EBITDA	7,7	6,8	6,1	5,9	5,5
DPS	0,00	2,57	1,45	1,45	1,45
DYield	0,0%	8,2%	4,6%	4,6%	4,6%

Zmiana prognoz	**2019P**	**2020P**	**2021P**
Przychody	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX	0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**
Aktywni klienci (tys.)	12 394	12 653	12 664	12 730	12 815
ARPU (PLN)	32,0	32,3	32,9	33,8	34,3
Przychody	**6 670**	**6 839**	**7 058**	**7 266**	**7 409**
przychody z usług	4 878	5 083	5 260	5 369	5 484
obrót sprzętem	1 792	1 756	1 776	1 807	1 832
Koszty	**4 766**	**4 679**	**4 635**	**4 626**	**4 658**
interkonekt	1 729	1 922	1 766	1 711	1 663
koszty kontraktów	429	421	405	421	430
sprzęt	1 410	1 442	1 444	1 477	1 505
koszty osobowe	526	255	303	301	310
usługi obce	606	515	562	609	657
pozostałe	65	124	154	107	94
EBITDA skoryg.	**2 298**	**2 159**	**2 432**	**2 579**	**2 687**
marża	34,4%	31,6%	34,5%	35,5%	36,3%
Zysk netto	**387**	**744**	**881**	**964**	**967**

Bilans i CF

(mln PLN)	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**
CF operacyjny	**1 389**	**2 037**	**2 190**	**2 253**	**2 373**
CFO/EBITDA skor.	60%	94%	90%	87%	88%
Capex	**-650**	**-781**	**-844**	**-2 077**	**-830**
Aktywa ogółem	8 831	8 521	8 905	10 115	10 225
Kapitał własny	-213	-201	313	910	1 510
Dług netto	**6 710**	**6 653**	**6 607**	**7 354**	**6 737**
Dług netto/EBITDA (x)	2,9	3,1	2,7	2,9	2,5

Analiza porównawcza

	P/E			**EV/EBITDA**		
	19P	**20P**	**21P**	**19P**	**20P**	**21P**
Minimum	29,1	20,7	17,7	5,6	5,2	5,1
Maksimum	40,2	31,0	25,2	13,2	12,5	12,0
Mediana	14,1	13,5	12,3	5,8	5,8	5,6
waga	33%	33%	33%	0%	0%	0%

Model DCF

(mln PLN)	**19P**	**20P**	**21P**	**22P**	**23P**	**24P**	**25P**	**26P**	**27P**	**28P**	**+**
Przychody	7 058	7 266	7 409	7 531	7 634	7 723	7 802	7 873	7 939	8 000	8 000
EBITDA	2 405	2 582	2 691	2 753	2 821	2 848	2 870	2 887	2 899	2 914	2 914
marża EBITDA	35,2%	36,6%	37,0%	37,2%	37,5%	37,3%	37,2%	37,0%	36,8%	36,7%	36,7%
Amortyzacja	901	951	1 066	1 080	1 142	1 159	1 159	1 137	1 112	1 083	1 083
EBIT	1 504	1 630	1 625	1 673	1 679	1 689	1 711	1 750	1 787	1 831	1 831
Podatek	286	310	309	318	319	321	325	332	339	348	348
NOPLAT	1 218	1 321	1 316	1 355	1 360	1 368	1 386	1 417	1 447	1 483	1 483
CAPEX	-844	-2 077	-830	-1 772	-1 248	-1 085	-800	-807	-814	-1 502	-728
Kapitał obr. + inne	-196	-276	-276	-296	-288	-285	-283	-281	-281	-281	-281
FCF	1 079	-80	1 277	367	966	1 158	1 462	1 466	1 465	784	1 456
PV FCF	1 071	-74	1 098	294	720	803	941	874	806	398	
WACC	7,5%	7,3%	7,5%	7,4%	7,4%	7,5%	7,7%	8,0%	8,3%	8,4%	8,4%
Dług netto / EV	45,4%	48,1%	45,9%	47,4%	46,4%	44,4%	40,8%	36,2%	30,7%	28,8%	28,8%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,3
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	15 839
Skorygowany dług netto	6 034
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	38,65

Wycena

(PLN)	**waga**	**cena**
Porównawcza	50%	28,23
DCF	50%	38,65
Cena wynikowa		33,49
Koszt kapitału 9M		7,5%
Cena docelowa za 9M		**36,00**

Agora

kupuj (bez zmian)

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

Podtrzymujemy pozytywne podejście do spółki. Agora zaraportowała bardzo dobre wyniki za 3Q'19. Zwracamy uwagę na trzy kluczowe kwestie w Agorze, które zmienią percepcję spółki w oczach inwestorów i znacznie poprawią sentyment do spółki: (1) istotne odbicie na rynku kinowym i tym samym duża zmiana wyników Heliosa, (2) odwrócenie się negatywnych trendów w Radiu oraz (3) stabilizacja w segmencie prasowym. Dodatkowo, spółka zaskoczyła wysokimi wynikami segmentu Outdoor. Zakładamy znaczną poprawę wyników Agory w 2020 r. EBITDA powinna być wyższa r/r o 19,1% (+12,6% po oczyszczeniu o zdarzenia jednorazowe). Agora jest notowana na EV/EBITDA'19=6,8x, tj. z 30% dyskontem do grupy porównywalnej. Wzrost wyników w połączeniu z atrakcyjnym DivYield'20 (na poziomie 5,3%) powinien zachęcać rynek do inwestycji w walory spółki w krótkim terminie. Na konferencji po wynikach 3Q'19 Zarząd poinformował, że zamierza podchodzić do inwestycji (szczególnie pozamediowych) bardziej selektywnie i że liczy na utrzymanie się dodatniej dynamiki na rynku reklamy w 4Q'19.

Cena bieżąca	10,15 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	17,00 PLN	+67,5%

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

Podstawowe dane			**AGO PW**	**vs. WIG**
Ticker	AGO PW	Zmiana 1M	-1,9%	+3,5%
ISIN	PLAGORA00067	Zmiana YTD	+6,8%	+9,6%
Liczba akcji (mln)	46,6	Średni obrót 1M	0,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	472,8	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 132,7	EV/EBITDA 12M fwd	6,2	+13,5%
Free float	76,9%	EV/EBITDA 5Y avg	5,5	premia

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	-	103,4	48,4	25,8	17,1
P/BV	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	16,5	5,5	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 ex. MSSF16	**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 ex. MSSF16	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

*zakładamy zakup 40% Eurozet na koniec 2018 r.

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 ex MSSF16	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 ex. MSSF16*	137
Inne korekty	151
Wycena DCF na akcję (PLN)	13,91

*korekta o dyw. i zakup 40% Eurozet

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

redukuj (bez zmian)

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

Wyniki za 3Q'19 w Cyfrowym Polsacie wypadły dość blado na tle OPL i PLY. EBITDA w 3Q'19 spadła o 2,0% r/r vs. wzrost EBITDAaL w OPL o 7,1% r/r i zysku EBITDA w Play o 17,0%. Widoczny jest także relatywnie niższy potencjał do generowania gotówki vs. PLY: FCFE'19 = 7,5% vs. PLY 11,3%, DivYield'20 = 3,5% vs. PLY 4,6%. Stąd podtrzymujmy naszą opinię, że walory Cyfrowego są obecnie mniej atrakcyjne niż konkurentów. W Cyfrowym Polsacie doceniamy konsekwentną realizację strategii multiplay (wzrost liczby klientów w programie SmartDom o >13% r/r w 3Q'19) i niski churn (tylko 6,8% w 3Q'19). Z drugiej strony zastój na rynku reklamy TV (-0,7% r/r w 9M'19) przekłada się na rozczarowujące wyniki segmentu TV (-2% na linii EBITDA r/r w 3Q'19). Istotnym argumentem in plus byłaby sprzedaż aktywów wieżowych, która znacznie poprawiłaby sytuację bilansową spółki. W przeciwieństwie do konsensusu, jesteśmy zdania, że do transakcji nie dojdzie. Sytuacja bilansowa spółki jest obecnie relatywnie dobra: dług netto/ EBITDA wyniósł 2,6x na koniec 3Q'19. Zarząd w istocie wyseparował aktywa wieżowe do osobnej spółki, jednak uważamy, że traktuje jej potencjalną sprzedaż jak zabezpieczenie w razie pogorszenia się sytuacji w Grupie. Tymczasem rynek mobilny w Polsce przechodzi przez powolne odrodzenie. Podtrzymujemy negatywne podejście do spółki.

Cena bieżąca	26,54 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	26,10 PLN	-1,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**redukuj**	**26,10 PLN**	**2019-11-14**

Podstawowe dane			**CPS PW**	**vs. WIG**
Ticker	CPS PW	Zmiana 1M	-6,9%	-1,5%
ISIN	PLCFRPT00013	Zmiana YTD	+20,0%	+22,8%
Liczba akcji (mln)	639,5	Średni obrót 1M	11,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	16 973,5	Średni obrót 6M	13,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	28 800,2	EV/EBITDA 12M fwd	6,7	-2,5%
Free float	33,5%	EV/EBITDA 5Y avg	6,8	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**
Przychody	9 829	10 686	11 698	11 918	12 118
EBITDA	3 617	3 698	4 153	4 251	4 351
marża EBITDA	36,8%	34,6%	35,5%	35,7%	35,9%
EBIT	1 834	1 727	1 922	2 107	2 306
Zysk netto	981	834	1 121	1 322	1 498
P/E	17,3	20,4	15,1	12,8	11,3
P/BV	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1
EV/EBITDA	7,6	7,5	6,9	6,7	6,4
DPS	0,32	0,00	0,93	0,93	0,93
DYield	1,2%	0,0%	3,5%	3,5%	3,5%
Zmiana prognoz			**2019P**	**2020P**	**2021P**
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk 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**	**17,43**	**17,57**	**17,66**
w tym Pay TV	4,94	5,10	5,01	4,97	4,96
w tym mobile	6,93	7,35	7,83	7,98	8,05
Przychody	**9 829**	**10 686**	**11 698**	**11 918**	**12 118**
zmiana		8,7%	9,5%	1,9%	1,7%
EBIT	**1 834**	**1 727**	**1 922**	**2 107**	**2 306**
marża	18,7%	16,2%	16,4%	17,7%	19,0%
EBITDA	**3 617**	**3 698**	**4 153**	**4 251**	**4 351**
marża	36,8%	34,6%	35,5%	35,7%	35,9%
Koszty finansowe	-509	-387	-504	-455	-435
Inne	10	-34	0	0	0
Zysk brutto	**1 335**	**1 306**	**1 418**	**1 652**	**1 871**
Podatek	-390	-490	-281	-314	-355
Zyski mniejszości	-35	-18	16	16	18
Zysk netto	**981**	**834**	**1 121**	**1 322**	**1 498**

Bilans i CF

(mln PLN)	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**
CF operacyjny	**2 941**	**2 915**	**3 199**	**3 423**	**3 477**
CFO/EBITDA	81%	79%	77%	81%	80%
Capex	**-739**	**-928**	**-1 403**	**-2 241**	**-1 335**
Aktywa ogółem	27 756	30 697	30 311	31 604	31 824
Kapitał własny	12 074	13 227	14 016	14 744	15 508
Dług netto	**10 518**	**10 092**	**11 033**	**10 901**	**9 929**
Dług netto/EBITDA (x)	2,9	2,7	2,7	2,6	2,3

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%

Model DCF

(mln PLN)	**19P**	**20P**	**21P**	**22P**	**23P**	**24P**	**25P**	**26P**	**27P**	**28P**	**+**
Przychody	11 698	11 918	12 118	12 323	12 515	12 707	12 902	13 103	13 308	13 517	13 517
EBITDA ex. MSSF16	3 711	3 809	3 909	3 979	4 031	4 079	4 126	4 174	4 223	4 272	4 272
marża EBITDA	31,7%	32,0%	32,3%	32,3%	32,2%	32,1%	32,0%	31,9%	31,7%	31,6%	31,6%
Amortyzacja	1 789	1 701	1 603	1 513	1 446	1 403	1 370	1 337	1 491	1 498	1 498
EBIT	1 922	2 107	2 306	2 466	2 585	2 676	2 756	2 837	2 732	2 774	2 774
Podatek	365	400	438	468	491	509	524	539	519	527	527
NOPLAT	1 557	1 707	1 868	1 997	2 094	2 168	2 232	2 298	2 213	2 247	2 247
CAPEX	-1 403	-2 241	-1 335	-2 354	-2 700	-1 705	-1 429	-2 017	-1 477	-1 498	-1 498
Kapitał obrotowy	-240	-72	-77	-74	-74	-73	-72	-78	-83	-89	-89
FCF	1 704	1 096	2 059	1 082	766	1 793	2 102	1 540	2 143	2 158	2 080
PV FCF	1 694	1 020	1 792	880	583	1 277	1 399	957	1 244	1 168	
WACC	6,8%	6,8%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	7,0%	7,0%	7,1%	7,2%	7,2%
Dług netto / EV	34,1%	33,8%	31,4%	31,4%	32,6%	31,5%	29,7%	29,4%	27,4%	25,3%	25,3%
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%

*dotyczy tylko Cyfrowego Polsatu (bez Netii)

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	28 157
Dług netto	10 092
Inne korekty	797
Wycena DCF na akcję (PLN)	27,00

Wycena

(PLN)	**waga**	**cena**
Porównawcza	50%	22,09
DCF	50%	27,00
Cena wynikowa		24,55
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		**26,10**

Wirtualna Polska

trzymaj (podtrzymana)

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

Pomimo stagnacji na rynku reklamy oraz problemów w obszarze turystki e-commerce (zerwanie umowy z Wakacje.pl przez TUI) oraz bankructwo biura Thomas Cook (właściciela Neckermana), grupa wygenerowała blisko 12% wzrost wyniku EBITDA (online, bez barterów, TV, MSSF16) vs. proforma'18. Spółka znacznie poprawiła viewability reklam w swoich serwisach, rozwija szybkorosnący segment mobile, dba o relacje z dostawcami przez dom mediowy (69% badanych oceniło kontakty jako zdecydowanie dobre, z 30% jako dobre—oceny wyróżniają się na tle konkurentów in plus), jak i z finalnymi klientami. Jednak po aktualizacji prognoz, nasz szacunek EBITDA'20 wynosi 240,1 mln PLN, co oznacza że spółka jest notowana na EV/EBITDA'20 na poziomie 9,5x, tj. z premią do spółek porównywalnych. Nową cenę docelową wyznaczamy na 70,0 PLN, co implikuje niewielki 3% potencjał wzrostowy. Tym samym podtrzymujemy neutralne podejście do spółki.

Cena bieżąca	68,20 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	70,00 PLN	+2,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**trzymaj**	**70,00 PLN**	**2019-12-05**
poprzednia	trzymaj	61,50 PLN	2019-07-03

Podstawowe dane			**WPL PW**	**vs. WIG**
Ticker	WPL PW	Zmiana 1M	+4,9%	+10,3%
ISIN	PLWRTPL00027	Zmiana YTD	+31,7%	+34,4%
Liczba akcji (mln)	29,8	Średni obrót 1M		0,4 mln PLN
MC (mln PLN)	2 030,7	Średni obrót 6M		0,7 mln PLN
EV (mln PLN)	2 360,7	EV/EBITDA 12M fwd	10,9	+5,6%
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	734	818	891
EBITDA	130	163	195	240	260
marża EBITDA	27,8%	28,7%	26,6%	29,4%	29,2%
EBIT	79	107	124	163	177
Zysk netto	45	76	77	111	126
P/E	44,9	26,7	26,4	18,3	16,1
P/BV	4,8	4,4	4,0	3,5	3,1
EV/EBITDA	17,1	14,4	12,1	9,5	8,5
DPS	1,10	0,96	1,00	1,20	1,94
DYield	1,6%	1,4%	1,5%	1,8%	2,8%

Zmiana prognoz	**2019P**	**2020P**	**2021P**
Przychody	+17,5%	+21,1%	+24,1%
EBITDA	-0,7%	+11,4%	+13,1%
EBIT	-8,6%	+7,3%	+8,6%
Zysk netto	-27,6%	-0,1%	+1,1%
CAPEX	+16,9%	+20,4%	+23,3%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	**466**	**567**	**734**	**818**	**891**
gotówkowe	425	543	686	765	835
barterowe	33,0	24,6	24,6	25,1	26,2
Koszty	**387**	**460**	**610**	**655**	**714**
amortyzacja	51,0	44,6	70,9	77,4	83,3
zużycie mater. i energii	5,9	6,2	6,5	6,8	7,0
wynagrodzenia	134	165	212	219	231
pozostałe	196	223	321	352	392
EBITDA	**130**	**163**	**195**	**240**	**260**
marża	27,8%	29,8%	26,6%	29,4%	29,2%
EBITDA skorygowana	**151**	**173**	**213**	**238**	**258**
marża	32,3%	32,1%	29,1%	29,1%	28,9%
EBIT	**79**	**107**	**124**	**163**	**177**
marża	16,9%	19,7%	16,9%	19,9%	19,9%
Zysk netto	**35,3**	**76,0**	**68,7**	**111,2**	**126,4**

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	**114**	**170**	**163**	**200**	**219**
CFO/EBITDA	88%	104%	83%	83%	84%
Capex	**-42**	**-52**	**-62**	**-69**	**-76**
Aktywa ogółem	894	1 063	1 112	1 200	1 282
Kapitał własny	420	468	511	587	656
Dług netto	**170**	**299**	**314**	**239**	**169**
Dług netto/EBITDA (x)	1,3	1,8	1,6	1,0	0,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	19,7	15,7	18,4	15,9	11,8	10,0
Maksimum	9,8	9,9	12,7	4,8	4,4	3,5
Mediana	14,6	14,6	16,0	9,5	8,7	7,6
waga	33%	33%	33%	33%	33%	33%

Model DCF

(mln PLN)	4Q'19	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Przychody	213	818	891	958	1 020	1 079	1 137	1 190	1 243	1 296	1 321
EBITDA	56	240	260	278	293	307	319	330	340	349	356
marża EBITDA	26,3%	29,4%	29,2%	29,0%	28,7%	28,4%	28,1%	27,7%	27,4%	26,9%	26,9%
Amortyzacja	20	77	83	88	93	97	101	105	109	114	116
EBIT	36	163	177	189	200	209	218	224	231	235	240
Podatek	7	31	34	36	38	40	41	43	44	45	46
NOPLAT	29	132	144	153	162	170	176	182	187	190	194
CAPEX	-20	-69	-76	-83	-90	-96	-103	-109	-116	-122	-125
Kapitał obrotowy	-19	-9	-6	-4	-4	-4	-3	-4	-4	-5	-5
FCF	10	131	144	154	162	167	171	173	176	177	181
PV FCF	10	121	123	122	118	112	106	99	93	86	
WACC	7,8%	7,9%	8,1%	8,2%	8,3%	8,4%	8,4%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%
Dług netto / EV	14,6%	11,9%	9,1%	7,1%	5,0%	2,8%	2,9%	3,3%	3,9%	4,7%	4,7%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	2 394
Dług netto 3Q'19	273
Inne korekty	12
Wycena DCF na akcję (PLN)	72,02

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	59,59
DCF	50%	72,02
Cena wynikowa		65,81
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		**70,00**

Asseco Poland

trzymaj (podtrzymana)

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

Rok 2019 r. jest bardzo dobry dla spółek z grupy Asseco Poland (rekordowe wyniki Asseco SEE, bardzo duża skala poprawy w grupie Formula Systems, istotny wzrost wyników w Asseco CE). Z drugiej strony główny generator wyniku netto (ok. 33% w ciągu 9M'19), czyli spółka matka pozostaje pod presją spadku zamówień w administracji publicznej, ale także w innych segmentach (np. w bankowości). Zysk operacyjny jednostki dominującej spadł o 35,0% r/r w ciągu 9M'19. Aktualizujemy nasze prognozy po 3Q'19 oraz ze względu na zapowiedź poprawy na rynku polskim (portfel zamówień na kolejne 12 miesięcy w tym obszarze ok. 7% wyższy r/r). Spółka jest notowana na P/E'20 = 14,0x, tj. z 7% dyskontem do peer grupy. Dodatkowo, nie widzimy obecnie dużych planów rozwojowych (w tym przejęć), stąd zakładamy, że spółka zdecyduje się na stabilną dywidendę r/r, co implikuje wysoki DYield'20= 5,4%. Z drugiej strony ciągle uważamy, że w średnim i długim terminie obecny poziom dywidendy jest zbyt duży, a spółka matka będzie musiała zmierzyć się z nowymi planami na rozwój głównej jednostki. Podnosimy prognozę zysku netto o 8%/6% na lata 2019/2020. Po aktualizacji modelu finansowego, cenę docelową wyznaczamy na 59,20 PLN, co implikuje 3% potencjał wzrostowy. Stąd, mamy neutralne nastawienie do Asseco Poland.

Cena bieżąca	57,35 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	59,20 PLN	+3,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**trzymaj**	**59,20 PLN**	**2019-12-05**
poprzednia	trzymaj	50,80 PLN	2019-06-03

Podstawowe dane			**ACP PW**	**vs. WIG**
Ticker	ACP PW	Zmiana 1M	+8,4%	+13,8%
ISIN	PLSOFTB00016	Zmiana YTD	+33,2%	+35,9%
Liczba akcji (mln)	83,0	Średni obrót 1M		3,4 mln PLN
MC (mln PLN)	4 760,1	Średni obrót 6M		3,6 mln PLN
		P/E 12M fwd	13,6	+7,0%
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	10 874	11 276	11 624
EBITDA	922	1 256	1 655	1 707	1 747
marża EBITDA	11,8%	13,5%	15,2%	15,1%	15,0%
EBIT	585	797	949	994	1 030
Zysk netto	467	333	329	340	348
P/E	10,2	14,3	14,5	14,0	13,7
P/BV	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
P/S	0,61	0,51	0,44	0,42	0,41
DPS	3,01	3,01	3,07	3,07	2,25
DYield	5,2%	5,2%	5,3%	5,4%	3,9%
Zmiana prognoz			**2019P**	**2020P**	**2021P**
Przychody			+9,5%	+9,6%	+9,9%
EBITDA			+9,9%	+10,4%	+10,8%
EBIT			+12,0%	+12,9%	+13,4%
Zysk brutto			+10,9%	+11,7%	+12,3%
Zysk netto			+6,0%	+6,8%	+8,1%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	**7 829**	**9 329**	**10 874**	**11 276**	**11 624**
zmiana		19,1%	16,6%	3,7%	3,1%
rynek polski	1 558	1 614	1 575	1 623	1 668
rynek pd-wsch. Europy	571	670	867	957	1 006
rynek zachodnioeur.	638	705	719	726	741
rynek środkowoeur.	791	957	986	1 016	1 046
rynek izraelski	5 161	5 403	6 721	6 948	7 156
rynek wschodnioeur.	19	4	7	7	7
EBIT	**585**	**797**	**949**	**994**	**1 030**
Amortyzacja	337	460	706	713	717
EBITDA	**922**	**1 256**	**1 655**	**1 707**	**1 747**
marża	11,8%	13,5%	15,2%	15,1%	15,0%
Jednostki stowarzyszone	-150	-260	-427	-454	-477
Podatek	-122	-182	-232	-237	-240
Zysk netto	**467**	**333**	**329**	**340**	**348**

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	**691**	**1 001**	**1 035**	**1 242**	**1 288**
CFO/EBITDA	75%	80%	63%	73%	74%
Capex	**-226**	**-240**	**-326**	**-395**	**-465**
Aktywa ogółem	11 882	12 642	14 318	14 748	15 305
Kapitał własny	5 601	5 718	5 792	5 877	6 039
Dług netto	**360**	**305**	**1 262**	**799**	**260**
Dług netto/EBITDA (x)	0,4	0,2	0,8	0,5	0,1

Analiza porównawcza

	P/E		
	19P	20P	21P
Maximum	29,2	25,3	23,5
Minimum	9,3	8,6	8,0
Mediana	16,7	15,0	13,9
waga	33%	33%	33%

Skrót z modeli DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Asseco Poland (matka)											
Przychody	827	847	864	881	899	917	935	954	973	992	992
EBITDA MSR17	169	163	164	165	166	168	169	171	172	174	174
NOPLAT	107	107	108	108	109	109	110	111	111	112	112
FCF	115	95	101	107	104	105	105	105	106	107	107
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Asseco Business Solutions											
Przychody	268	282	295	306	316	325	333	341	348	354	361
EBITDA MSR17	106	110	114	118	121	123	125	126	127	128	131
NOPLAT	66	68	70	72	74	75	76	77	77	77	79
FCF	62	64	67	69	71	72	73	73	74	74	78
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Asseco South Eastern Europe											
Przychody	867	957	1 006	1 040	1 067	1 087	1 102	1 114	1 123	1 130	1 152
EBITDA MSR17	171	188	199	207	214	220	225	230	235	239	243
NOPLAT	87	96	101	104	106	108	109	110	110	111	113
FCF	60	84	94	100	103	105	107	108	108	108	110
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%	1 255
ACE	12x PE	93%	906
ABS	DCF	22%	983
ASEE	DCF	51%	1 451
R. zachodnioeurop.	12x PE	100%	395
Formula Systems	rynek	26%	4 073
Pozostałe	10x PE	0%	218
Razem			**4 733**
Wycena 1 akcji			57,03

*korekta długu netto o wypłaconą dywidendę

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	54,25
SOTP	50%	57,03
Cena wynikowa		55,64
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		**59,20**

Comarch

kupuj (bez zmian)

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

Comarch zaraportował zestaw bardzo dobrych wyników za 3Q'19, istotnie powyżej oczekiwań rynku. Wynik EBITDA skorygowany o wprowadzenie MSSF16, rozwiązanie rezerwy na ZUS i korzystny układ walut jest wyższy r/r aż o 41%. To głównie efekt pozytywnych zmian w strukturze sprzedaży Comarchu. Grupa zwiększyła swoją ekspozycję na rynki zagraniczne, umocniła swoją pozycję w szybkorosnących segmentach: TMT, handel i usługi oraz jednocześnie zmniejszyła ekspozycję na polski sektor publiczny, pod presją wyborów parlamentarnych w 2H'19. Po wynikach za 3Q'19 podwyższyliśmy nasze prognozy w górę na linii EBITDA, jak i zysk netto, w listopadowym raporcie analitycznym. Nasza prognoza zysku EBITDA na lata 2019/20 jest wyższa od konsensusu Bloomberg o 10-11%. Comarch jest notowany obecnie na EV/EBITDA'19/'20 na poziomie 6,2x i 6,0x, tj. z odpowiednio 36%/36% dyskontem do spółek porównywalnych. Patrząc na momentum wynikowe, dyskonto powinno istotnie zmniejszyć się w najbliższym czasie. Poziom naszej ceny docelowej, czyli 250,00 PLN, implikuje prawie 27% potencjał wzrostu, dlatego podtrzymujemy rekomendację kupuj dla walorów Comarchu.

Cena bieżąca	197,50 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	250,00 PLN	+26,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**kupuj**	**250,00 PLN**	**2019-11-25**

Podstawowe dane			**CMR PW**	**vs. WIG**
Ticker	CMR PW	Zmiana 1M	+10,0%	+15,4%
ISIN	PLCOMAR00012	Zmiana YTD	+31,2%	+33,9%
Liczba akcji (mln)	8,1	Średni obrót 1M		0,7 mln PLN
MC (mln PLN)	1 606,3	Średni obrót 6M		0,6 mln PLN
EV (mln PLN)	1 618,6	EV/EBITDA 12M fwd	6,4	-14,1%
Free float	60,9%	EV/EBITDA 5Y avg	7,5	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**
Przychody	1 102	1 365	1 476	1 590	1 678
EBITDA	99	177	260	257	267
marża EBITDA	9,0%	13,0%	17,6%	16,2%	15,9%
EBIT	34	112	176	170	177
Zysk netto	43	52	112	117	122
P/E	37,3	31,1	14,3	13,7	13,2
P/BV	1,8	1,8	1,6	1,5	1,3
EV/EBITDA		9,0	6,2	6,0	5,6
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**	**1 476**	**1 590**	**1 678**
TMT	258	313	360	389	412
finanse i bankowość	186	204	210	218	227
handel i usługi	174	201	255	293	317
przemysł i utilities	142	138	181	195	205
sektor publiczny	63	194	129	137	142
SME	236	260	284	299	314
inne	43	54	57	59	61
Zysk brutto na sprzedaży	268	387	475	475	495
marża	24,3%	28,3%	32,1%	29,9%	29,5%
koszty sprzedaży	134	138	148	158	167
koszty ogólnego zarządu	98	109	133	141	147
EBIT	**34**	**112**	**176**	**170**	**177**
marża	3,1%	8,2%	11,9%	10,7%	10,5%
Zysk netto	**43,1**	**51,7**	**112,3**	**117,2**	**121,9**

Bilans i CF

(mln PLN)	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**
CF operacyjny	**61**	**181**	**170**	**198**	**197**
CFO/EBITDA	62%	102%	65%	77%	74%
Capex	**-141**	**-87**	**-70**	**-96**	**-119**
Aktywa ogółem	1 503	1 740	1 850	2 011	2 152
Kapitał własny	880	876	976	1 081	1 191
Dług netto	**19**	**-28**	**-80**	**-149**	**-193**
Dług netto/EBITDA (x)	0,2	-0,2	0,0	-0,3	-0,4

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	**20P**	**21P**	**19P**	**20P**	**21P**
Minimum	28,7	23,7	21,8	26,1	18,6	15,8
Maksimum	8,8	8,1	7,6	5,1	4,9	4,8
Mediana	16,4	14,9	13,9	9,7	9,4	9,0
waga	33%	33%	33%	33%	33%	33%

Model DCF

(mln PLN)	**19P**	**20P**	**21P**	**22P**	**23P**	**24P**	**25P**	**26P**	**27P**	**28P**	**+**
Przychody	1 476	1 590	1 678	1 752	1 828	1 905	1 979	2 045	2 108	2 173	2 217
EBITDA	260	257	267	278	288	298	305	310	313	316	323
marża EBITDA	17,6%	16,2%	15,9%	15,9%	15,8%	15,6%	15,4%	15,1%	14,9%	14,5%	14,8%
Amortyzacja	85	88	91	94	97	101	105	109	113	117	119
EBIT	176	170	177	184	191	197	200	201	200	199	203
Podatek	50	50	52	54	56	57	58	57	57	56	57
NOPLAT	125	120	124	130	135	140	142	143	143	143	146
CAPEX	-70	-96	-119	-116	-93	-96	-97	-97	-99	-99	-101
Kapitał obrotowy	-45	-10	-19	-19	-20	-22	-22	-22	-23	-25	-25
FCF	95	101	77	89	119	123	128	133	134	136	138
PV FCF	94	92	65	69	85	81	78	74	69	64	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Dług netto / EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 781
Dług netto MSSF16	46
Inne korekty	18
Wycena DCF na akcję (PLN)	211,03

Wycena

(PLN)	**waga**	**cena**
Porównawcza	50%	259,01
DCF	50%	211,02
cena wynikowa		235,02
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		**250,00**

11 bit studios

kupuj (podtrzymana)

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

Oczekujemy, ze rezultaty spółki w 2019 roku będą niższe r/r głównie ze względu na brak premier własnych gier. W 2019 roku spółka konsekwentnie realizowała strategię rozwoju opartą na zwiększaniu ilości projektów wydawniczych oraz na wydłużaniu cyklu sprzedaży wydanych produkcji przez tworzenie dodatków. Jeszcze w 2019 roku spółka ma udzielić więcej informacji na temat kolejnych projektów w segmencie wydawniczym. Zakładany brak premiery własnych produkcji w 2020 roku powinien przełożyć się na dalszy spadek wyników w tym okresie. Zakładamy, że Projekt 8 zostanie wydany w 2021 roku. Naszym zdaniem istnieje wysoka szansa, że spółka opublikuje więcej informacji o Projekcie 8 w 2020 roku, co powinno przełożyć się pozytywnie na notowania 11B. Zakładamy, że kolejna produkcja własna ma znacznie wyższy potencjał sprzedażowy od Frostpunk, ponieważ (1) gra ma zostać wydana symultanicznie na wszystkie platformy (PC, konsole), (2) cena gry prawdopodobnie będzie wyższa niż w przypadku Frostpunk, oraz (3) większy potencjalny zasięg graczy (wyższa rozpoznawalność studia, poszerzenie geograficznego zasięgu dystrybucji). Biorąc powyższe pod uwagę uważamy 11B jako jedną z ciekawszych opcji inwestycyjnych w sektorze.

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	360,50 PLN	
Cena docelowa	454,00 PLN	+25,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**454,00 PLN**	**2019-12-05**
poprzednia	kupuj	483,00 PLN	2019-11-06

Podstawowe dane			**11B PW**	**vs. WIG**
Ticker	11B PW	Zmiana 1M	+7,6%	+13,0%
ISIN	PL11BTS00015	Zmiana YTD	+47,7%	+50,5%
Liczba akcji (mln)	2,3	Średni obrót 1M		1,4 mln PLN
MC (mln PLN)	824,5	Średni obrót 6M		2,0 mln PLN
EV (mln PLN)	787,7	EV/EBITDA 12M fwd	26,3	+113,7%
Free float	81,6%	EV/EBITDA 5Y avg	12,3	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	19,2	82,1	76,0	76,0	200,4
EBITDA	9,2	51,4	34,5	30,2	126,3
marża EBITDA	48,2%	62,6%	45,5%	39,8%	63,0%
EBIT	7,5	46,9	28,9	22,8	115,5
Zysk netto	3,6	37,5	22,8	19,1	94,8
P/E	-	22,0	36,2	43,2	8,7
P/BV	17,8	9,2	7,0	6,0	3,5
EV/EBITDA	86,2	15,6	22,8	25,5	5,5
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**
EBITDA	-15,8%	-15,3%	-4,0%
Zysk netto	-18,6%	-19,0%	-4,5%
Frostpunk (S)	-16,3%	-13,5%	-15,1%
Projekt 8 (S)	0,0%	0,0%	+0,3%
Wydawnicza (S)	-1,7%	-0,7%	-0,2%

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	35,2	32,0	30,6
Projekt 8 (S)	0,0	0,0	0,0	0,0	107,3
Zewn. projekty (S)	1,9	7,9	16,6	27,4	46,7
Usługi obce	-5,9	-16,5	-29,1	-33,1	-61,4
OCF/EBITDA	87,3%	75,9%	114,8%	90,8%	66,9%
Przepływy oper.	**8,1**	**39,0**	**39,6**	**27,5**	**84,5**
Amortyzacja	1,7	4,5	5,6	7,5	10,8
Kapitał obrotowy	2,6	-8,0	2,7	0,0	-22,0
Przepływy inw.	**-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	12,2	7,0	80,9
FCF/EBITDA	-16%	20%	35%	23%	64%
FCF Yield	0%	1%	2%	1%	11%

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	13,5	13,5	35,5
Produkcja w toku	13,1	17,1	22,2	26,2	27,9
Środki pieniężne	28,2	24,3	36,9	52,8	124,6
Lokaty	0,0	27,0	48,2	48,2	48,2
Dług netto	-28,2	-24,3	-36,8	-52,8	-124,6
Dług netto/EBITDA (x)	-3,0	-0,5	-1,1	-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%

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.)	700	700	665	632	474	355	267	173	173	173	0
Kolejne projekty (tys. szt.)			1 568	980	2 705	2 009	1 962	3 584	2 656	2 289	0
Przychody	76	76	200	172	264	197	174	263	218	185	185
EBITDA	35	30	126	103	191	121	98	186	141	108	108
marża EBITDA	45,4%	39,8%	63,0%	60,1%	72,4%	61,7%	56,1%	70,6%	64,6%	58,4%	58,4%
EBIT	29	23	116	88	173	106	85	172	127	105	105
Podatek	6	4	22	17	33	20	16	33	24	20	20
CAPEX	-10	-11	-13	-14	-15	-17	-19	-21	-23	-25	-25
Kapitał obrotowy	-6	-7	-11	-16	-18	-15	-13	-13	-13	-3	-3
FCF	12	7	81	57	125	69	50	119	80	60	66
PV FCF	12	6	69	45	90	46	31	67	42	29	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	4,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 140
Dług netto	-24
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	509,20

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	344,60
DCF	50%	509,20
cena wynikowa		426,90
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		**454,00**

CD Projekt

akumuluj (podtrzymana)

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

Niewątpliwie najważniejszym wydarzeniem w 2020 roku będzie zapowiedziana premiera gry *Cyberpunk 2077* na 16 kwietnia. W naszych szacunkach zakładamy, że gra sprzeda się w ilości 24 mln sztuk w 2020 r., co jest wynikiem ponad dwukrotnie przewyższającym sprzedaż *Wiedźmina 3: Dziki Gon* w analogicznym okresie. Niemniej, biorąc pod uwagę zainteresowanie nową produkcją w środowisku graczy, uważamy, że gra ma ogromny potencjał sprzedażowy. Naszym zdaniem istnieje wysokie prawdopodobieństwo ogłoszenia przez spółkę kolejnej dużej produkcji własnej w 2020 r., co miałoby pozytywny wpływ na notowania spółki. Na połowę 2020 r. Zarząd zapowiedział ogłoszenie strategii na kolejne 4-6 lat. Zwracamy uwagę, że w 2020 r. powinien zostać rozliczony poprzedni program motywacyjny, który implikuję emisję akcji o wartości 1,6 mld PLN. Naszym zdaniem do premiery *Cyberpunk 2077* kurs akcji spółki będzie napędzany przez oczekiwania dotyczące sprzedaży nowej produkcji. Jednocześnie zwracamy uwagę na wysokie oczekiwania dotyczące wyników sprzedażowych gry *Cyberpunk 2077* i widzimy ryzyko mocnej realizacji zysków w przypadku nieznacznie gorszych od oczekiwań wyników. W naszych szacunkach uwzględniamy emisję dodatkowych akcji z tytułu programu motywacyjnego oraz zastosowanie przez spółkę ulgi podatkowej IP Box.

Cena bieżąca	260,30 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	281,30 PLN	+8,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**akumuluj**	**281,30 PLN**	**2019-12-05**
poprzednia	akumuluj	276,40 PLN	2019-11-06

Podstawowe dane			**CDR PW**	**vs. WIG**
Ticker	CDR PW	Zmiana 1M	+0,8%	+6,2%
ISIN	PLOPTTC00011	Zmiana YTD	+80,1%	+82,8%
Liczba akcji (mln)	96,1	Średni obrót 1M		56,7 mln PLN
MC (mln PLN)	25 020,0	Średni obrót 6M		60,7 mln PLN
EV (mln PLN)	24 449,3	EV/EBITDA 12M fwd	9,8	-58,0%
Free float	65,3%	EV/EBITDA 5Y avg	23,3	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	463	363	430	3 259	2 561
EBITDA	246	117	120	2 479	2 068
marża EBITDA	53,1%	32,3%	27,9%	76,1%	80,7%
EBIT	241	112	112	2 469	2 058
Zysk netto	200	109	100	2 391	2 148
P/E	-	-	-	11,1	12,4
P/BV	28,1	24,9	24,3	7,8	4,8
EV/EBITDA	98,2	207,9	203,8	9,5	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	+29,7%	+0,1%	+0,6%
Zysk netto	+27,6%	-3,0%	-2,0%
W3 (S)	+7,2%	0,0%	0,0%
Gwint (S)	0,0%	0,0%	0,0%
C2077 (S)	0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Prod. Gier (S)	330	228	280	3 099	2 406
Prod. Gier (EBIT)	223	114	112	2 471	2 061
Prod. Gier (marża)	67,4%	49,8%	39,9%	79,7%	85,7%
GOG.com (S)	169,6	144,3	157,2	160,2	154,8
GOG.com (EBIT)	18,4	-1,1	-0,2	-1,7	-3,2
GOG.com (marża)	10,8%	-0,8%	-0,2%	-1,0%	-2,1%
Przepływy oper.	**232**	**133**	**170**	**2 471**	**1 983**
Amortyzacja	5	5	8	9	10
Kapitał obrotowy	34	46	-66	-119	29
Przepływy inw.	**-291**	**-106**	**399**	**-160**	**-173**
CAPEX	-13	-15	-13	-10	-11
Nakłady na produkcję	**-77**	**-98**	**-138**	**-150**	**-162**
FCF	144	40	-96	2 322	1 832
FCF/EBITDA	-80%	94%	89%	83%	88%
CFO/EBITDA	142%	100%	96%	96%	92%

Wskaźniki

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wiedźmin 3 (S)	288	174	166	138	95
Gwint (S)	43	45	45	31	16
Cyberpunk 2077 (S)	0	0	0	2 839	937
Produkcja w toku	142	243	367	198	287
Środki pieniężne	67	104	102	2 543	4 629
Dług netto	-647	-659	-565	-3 006	-5 092
Dług netto/EBITDA (x)	-2,6	-5,6	-4,7	-1,2	-2,5

Analiza porównawcza

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

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
W3 (tys. szt.)	1 878	1 757	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	430	3 259	2 561	1 625	4 314	2 596	4 515	2 553	1 612	1 191	1 191
EBITDA	120	2 479	2 068	1 195	3 593	1 993	3 684	1 850	1 029	566	566
marża EBITDA	27,9%	76,1%	80,7%	73,6%	83,3%	76,8%	81,6%	72,5%	63,8%	47,5%	47,5%
EBIT	112	2 469	2 058	1 186	3 583	1 983	3 674	1 840	1 018	556	556
Podatek	18	197	165	95	287	159	294	147	82	45	45
CAPEX	-151	-160	-173	-186	-199	-209	-211	-218	-225	-232	-232
Kapitał obrotowy	-66	-119	29	39	-113	72	-80	82	39	18	18
FCF	-96	2 322	1 832	995	3 145	1 798	3 280	1 688	763	308	1 603
PV FCF	-95	2 127	1 547	774	2 255	1 188	1 998	948	395	147	-
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

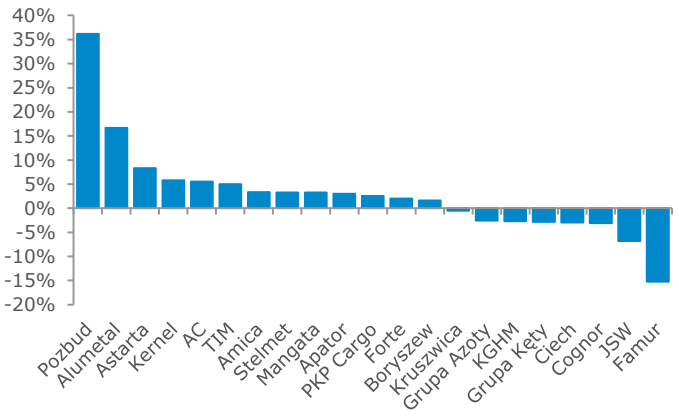
(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	4,0%
Zdyskontowana wartość FCF	18 436
Dług netto	-659
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	297,50

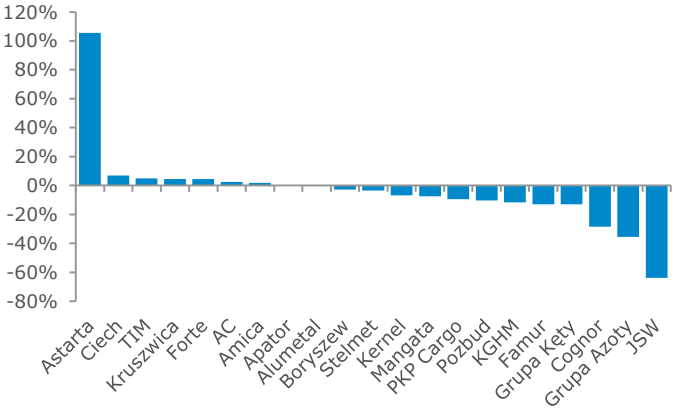
Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	231,20
DCF	50%	297,50
cena wynikowa		264,40
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		**281,30**

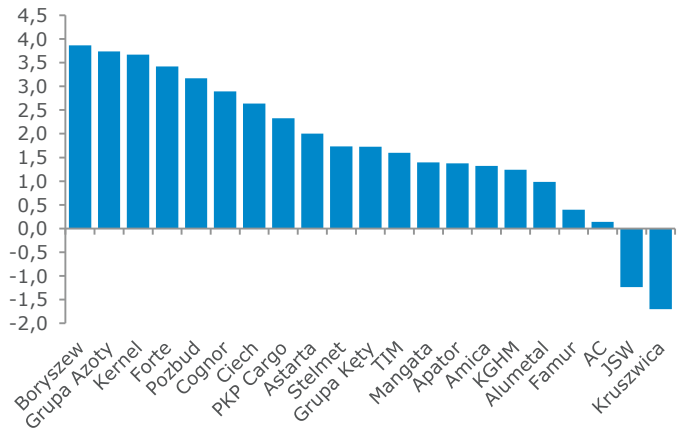
Przemysł, surowce

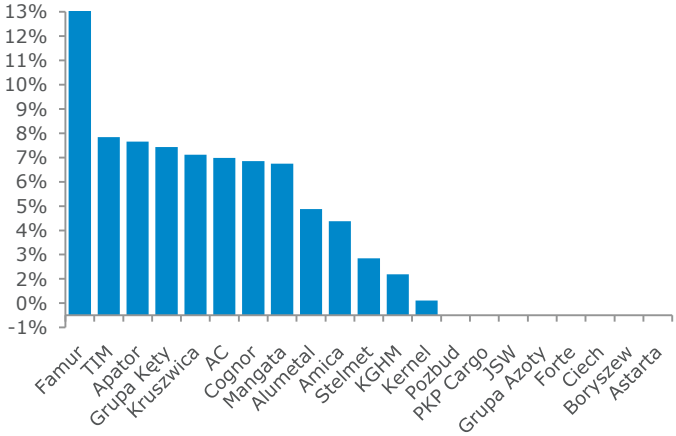
Oczekiwana dynamika wzrostu przychodów ze sprzedaży (lewy wykres) oraz EBITDA (prawy wykres) w 2020 roku



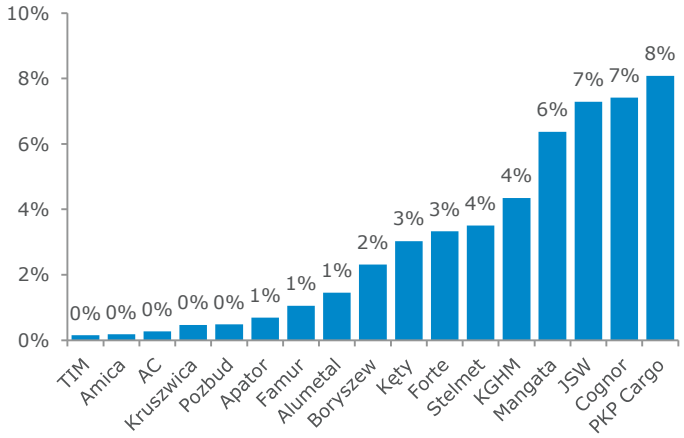


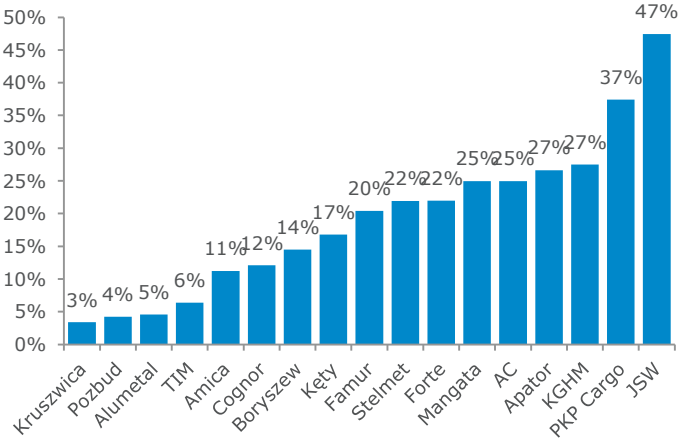
Oczekiwany wskaźnik długu netto do EBITDA na koniec 2020 roku (lewy wykres) oraz oczekiwana stopa dywidendy (prawy wykres)





Udział kosztów energii (lewy wykres) oraz kosztów pracy (prawy wykres) w kosztach ogółem (%)

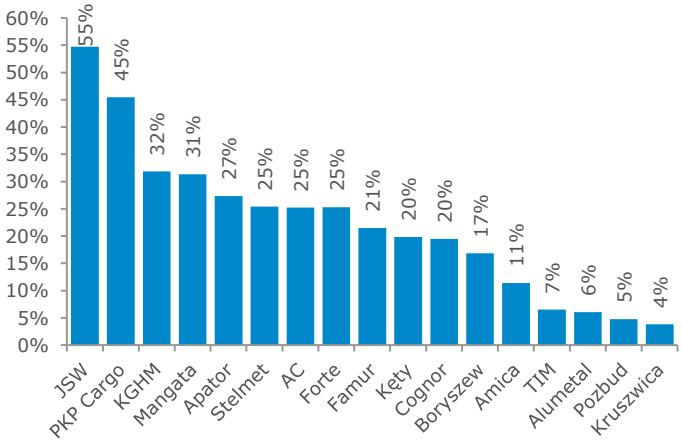


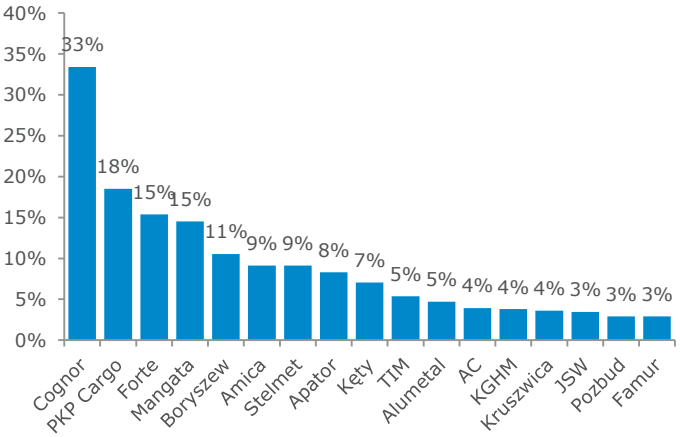


Źródło: Dom Maklerski m Banku

Przemysł, surowce

Udział kosztów energii i pracy w kosztach ogółem (lewy wykres) oraz wpływ wzrostu kosztów pracy i energii na wynik EBITDA 2019 roku (prawy wykres)





Źródło: Dom Maklerski m Banku

Prognozy i pozycjonowanie spółek przemysłowych (mln PLN)

Spółka	Pozycjonowanie aktualne	Pozycjonowanie zmiana	Cena bieżąca	Zmiana M/M	P/E 2019	P/E 2020	P/E 2021	EV/EBITDA 2019	EV/EBITDA 2020	EV/EBITDA 2021	DYield 2019	DYield 2020	DYield 2021	P/(BV-goodwill) 2019	P/(BV-goodwill) 2020	P/(BV-goodwill) 2021	'19 DN/ EBITDA
AC	N	►	43,20	+5,4%	10,9	10,9	10,4	7,6	7,2	6,7	9,1%	6,5%	7,2%	3,7	3,4	3,1	0,4
Alumetal	N	►	39,30	+12,9%	12,3	12,7	11,8	7,1	7,4	6,9	10,4%	5,7%	6,3%	1,2	1,1	1,1	0,8
Amica	N	►	133,20	+14,2%	9,0	8,4	8,3	5,9	5,9	6,0	3,0%	3,9%	4,2%	1,2	1,1	1,0	1,2
Apator	N	▲	21,10	+2,7%	11,2	11,3	11,3	6,5	6,8	6,8	7,4%	7,2%	7,1%	1,9	1,8	2,1	1,1
Astarta	OW	►	15,90	-5,6%	-	2,9	2,5	6,4	2,9	2,6	0,0%	0,0%	10,5%	0,2	0,2	0,2	4,6
Boryszew	N	►	4,09	-4,7%	13,5	10,7	10,5	6,7	6,8	6,5	0,0%	0,0%	0,0%	0,6	0,7	0,7	3,9
Cognor	N	►	1,17	-22,8%	6,3	36,3	23,4	4,3	5,9	5,7	17,6%	6,3%	2,2%	0,8	0,8	0,8	2,1
Famur	OW	►	2,98	-14,9%	4,6	7,0	8,1	3,7	3,8	4,1	17,8%	13,2%	10,9%	1,3	1,2	1,2	0,5
Forte	N	►	28,15	+12,2%	22,8	13,1	12,2	9,5	8,0	7,6	0,0%	0,0%	0,0%	1,1	1,1	1,1	4,3
Kernel	N	▲	41,20	-3,3%	4,7	8,2	7,8	4,5	6,4	6,0	2,3%	2,3%	2,2%	0,7	0,7	0,7	2,0
Grupa Kęty	N	►	338,50	+9,9%	11,5	13,2	13,6	7,9	8,6	8,9	7,1%	6,9%	5,7%	2,3	2,2	2,2	1,5
Kruszwica	OW	►	45,80	+1,8%	10,6	9,6	9,8	5,2	4,9	4,9	5,6%	6,6%	7,3%	1,3	1,3	1,2	-1,7
Mangata	N	►	72,00	+2,9%	8,7	10,2	10,2	6,2	6,7	6,6	6,3%	6,2%	6,8%	1,3	1,2	1,2	1,3
PKP Cargo	UW	►	20,00	-18,4%	7,6	-	-	2,8	3,4	3,4	7,5%	0,0%	0,0%	0,3	0,3	0,3	1,9
Pozbud	N	►	1,80	-11,8%	4,2	4,1	3,6	4,6	5,6	4,1	0,0%	0,0%	0,0%	0,3	0,3	0,2	2,5
Stelmet	N	►	8,20	-1,8%	12,8	12,8	12,6	5,6	5,3	4,9	0,0%	2,3%	3,9%	0,5	0,5	0,5	2,1
TIM	OW	►	10,90	+18,5%	12,2	10,8	9,5	6,5	5,9	5,3	7,3%	7,3%	7,3%	1,6	1,5	1,4	2,0
Mediana					**10,7**	**10,8**	**10,3**	**6,2**	**5,9**	**6,0**	**6,3%**	**5,7%**	**5,7%**	**1,2**	**1,1**	**1,1**	**1,9**

	Przychody			EBITDA			Zysk netto			Dług netto			DPS		
(mln PLN)	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
AC	226,3	238,8	249,6	59,4	60,9	63,3	39,3	39,5	41,6	26,2	8,5	-8,0	3,94	2,80	3,10
Alumetal	1 426,7	1 664,2	1 634,7	94,2	93,9	98,8	48,6	47,0	50,5	74,3	92,5	86,0	4,08	2,23	2,47
Amica	3 056,1	3 157,8	3 225,0	222,6	226,7	231,4	114,8	123,2	124,9	267,7	299,1	347,5	4,00	5,17	5,55
Apator	897,8	924,8	943,3	137,7	137,7	139,4	66,3	65,4	65,5	154,9	189,1	202,3	1,57	1,51	1,49
Astarta (mln UAH)	12 613,5	13 664,8	13 858,1	1 392,6	2 861,6	2 850,8	-385,1	897,0	1 029,0	6 405,2	5 724,0	5 008,1	0,00	0,00	10,76
Boryszew	6 371,6	6 472,8	6 492,7	422,3	410,0	421,3	72,6	91,9	93,2	1 644,3	1 585,1	1 533,4	0,00	0,00	0,00
Cognor	1 859,9	1 801,9	2 009,4	102,9	73,5	73,9	32,5	5,6	8,7	218,0	212,7	201,6	0,21	0,07	0,03
Famur	2 105,3	1 783,9	1 672,0	528,1	497,8	437,9	373,8	245,1	212,3	257,1	196,0	100,0	0,53	0,39	0,33
Forte	1 145,6	1 168,5	1 180,2	129,3	145,1	147,1	29,4	51,2	54,8	554,9	496,8	442,1	0,00	0,00	0,00
Kernel (mln USD)	3 992,1	4 223,1	4 783,0	345,5	321,9	344,9	189,5	112,3	120,8	691,0	1 182,3	1 185,1	0,25	0,25	0,25
Kęty	3 163,7	3 073,6	3 048,2	505,6	473,4	457,8	280,2	244,2	236,8	778,3	860,1	821,8	24,00	23,48	19,19
Kruszwica	2 818,4	2 803,4	2 803,4	153,5	160,5	156,9	99,6	110,1	107,7	-253,3	-272,9	-282,2	2,56	3,03	3,35
Mangata	705,0	727,9	742,5	102,6	94,8	95,6	55,3	47,0	47,2	135,7	132,4	128,3	4,50	4,49	4,92
PKP Cargo	4 863,9	4 986,9	5 262,1	914,7	805,4	827,5	118,6	-0,9	-14,8	1 709,1	1 874,8	1 916,3	1,50	0,00	0,00
Pozbud	211,2	287,5	314,9	24,9	22,3	26,8	11,4	11,7	13,4	61,1	70,7	55,5	0,00	0,00	0,00
Stelmet	580,7	599,6	618,4	70,3	67,9	69,2	18,8	18,8	19,1	150,3	117,6	96,1	0,00	0,19	0,32
TIM	882,0	926,3	969,3	53,7	56,3	59,1	19,8	22,3	25,4	107,0	91,5	73,9	0,80	0,80	0,80

Źródło: Dom Maklerski mBanku; OW (*overweight*) – przeważenie, N (*neutral*) – równoważenie, UW (*underweight*) – niedoważenie

AC (równoważ)

Głównym wyzwaniem dla AC w 2019 r. okazała się sytuacja na rynkach zagranicznych, w tym przede wszystkim w Rosji (odpowiadającej w 2018 r. za ponad 11% sprzedaży), gdzie zostały wprowadzone zmiany w sposobie rejestracji pojazdów zasilanych LPG i co zatrzymało sprzedaż na kilka miesięcy. W 9M'19 również rynek polski pokazał 4% spadek po 4-letniej passie wzrostowej. Naszym zdaniem, wysoka dyscyplina kosztowa oraz efektywność zarządzania pozwolą jednak zrealizować program motywacyjny w 2019 r. (EBITDA na poziomie 55,6 mln PLN) i spółka zakończy rok z delikatnie dodatnią dynamiką wyniku (po wysokiej bazie wyśmienitego 2018 r.). W 2020 r. liczymy na dalszy rozwój zagraniczny (w tym również na nowych rynkach zbytu) oraz pewne odbudowanie utraconych wolumenów, przy utrzymaniu wysokiej dyscypliny kosztowej. Ostatnia przecena walorów powoduje, że spółka ponownie handlowana jest poniżej swojej długoterminowej średniej na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA, wracając do bardzo atrakcyjnej stopy dywidendy (~7%). Dobra struktura wyników 3Q oraz utrzymana dyscyplina kosztowa powodują, że aktualizujemy in-plus nasze prognozy dla AC. Z powrotem, do w pełni pozytywnego nastawienia wstrzymujemy się do pierwszych sygnałów o rosnącej sprzedaży (przede wszystkim zagranicznej).

Alumetal (równoważ)

W 2020 roku naszym zdaniem Alumetal ma szanse na stabilizację wolumenów sprzedaży. Wyzwaniem będą wyższe koszty zakupu energii elektrycznej (oczekujemy +2 mln PLN) i pracy (+3 m PLN), które prawdopodobnie nie zostaną zrekompensowane przez niższe koszty zakupu gazu ziemnego (-1 mln PLN). Alumetal wydaje się już mieć najgorsze za sobą, a zważając na mocny bilans (zadłużenie netto poniżej 1,0x w 2020 i 2021 roku) oraz zdolność do wypłaty dywidendy (6-7% DYield w dwóch nadchodzących latach) może stać się dodatkowym argumentem dla inwestorów, w przypadku poprawy sentymentu do polskich spółek. Podtrzymujemy nasze zalecenie inwestycyjne równoważ dla Grupy Alumetal.

Amica (równoważ)

Mimo rosnących kosztów pracy (+19,4 mln PLN w 2019 roku) oraz wyższych kosztów energii elektrycznej (+0,9 mln PLN) Amica w 2020 roku może naszym zdaniem zanotować niską dynamikę wzrostu wyników finansowych. Pomagać w tym będzie rosnąca sprzedaż na rynkach wschodnich i odbudowa pozycji Fagor na rynkach krajów Półwyspu Iberyjskiego. Sprzyjać będzie również dobre zabezpieczenie walut na rynkach Europy Zachodniej (dobry zawarty wcześniej hedging) oraz niższe kontraktowane ceny stali. Amica naszym zdaniem może się pod względem wyników pozytywnie wyróżniać na tle innych spółek przemysłowych w Polsce. Szansą jest również możliwe wezwanie ze strony większych producentów AGD na świecie (widoczna konsolidacja w branży). Podnosimy w górę nasze prognozy wyników finansowych na 2019 i 2020 rok oraz podtrzymujemy pozycjonowanie równoważ.

Apator (równoważ)

W 2020 roku naszym zdaniem wyniki Grupy Apator nadal znajdować się będą pod presją rosnących kosztów pracy (budżet ponad 200 mln PLN rocznie – 27% kosztów ogółem) oraz rosnącego zadłużenia (chęć utrzymania strumienia dywidend przy rosnących wydatkach inwestycyjnych). Apator pozostaje w czołówce spółek przemysłowych z największym udziałem płac w kosztach ogółem oraz największą wrażliwością wyników na wzrosty wynagrodzeń (5% wzrost kosztów pracy przekłada się na 7-8% spadek EBITDA Grupy). Kolejnym wyzwaniem jest obserwowane w drugiej połowie 2019 roku osłabienie PLN do USD, co negatywnie wpływa na koszt zakupów elektroniki od zewnętrznych dostawców (nawet 50 mln PLN zakupów w skali roku). Po wyraźnych spadkach kursu akcji w efekcie obniżenia całorocznych prognoz wyników finansowych podwyższamy nasze pozycjonowanie Grupy Apator z niedoważaj do równoważ.

Astarta (przeważaj)

Wyraźnie słabsza produkcja cukru na Ukrainie niż jego konsumpcja naszym zdaniem przekładać się będzie na wzrost jego cen od 1Q'20 (zakładamy +24% do 12,8 tys. UAH/t). Dodatkowo Grupa powinna korzystać na niższych cenach gazu (+95 mln UAH) oraz wyższych cenach mleka (+91 mln UAH). Naszym zdaniem przy wyraźnej sprzedaży zapasów w 2019 roku wolny przepływ gotówki wyniesie 3,1 mld UAH (wartość bieżącej kapitalizacji i około 30% EV) i wpłynie na znaczne oddłużenie Grupy (o 30% do 6,4 mld UAH). Dodatkowo oczekiwana poprawa wyników w 2020 roku wpływać będzie na zmniejszenie relacji długu netto do EBITDA do poziomu 2,0x (na koniec 2019 4,6x). Obniżamy nasze oczekiwania wyników na 2019 rok (EBITDA z 2,1 mld UAH do 1,4 mld UAH; efekt niższych niepieniężnych rewaluacji biologicznych) oraz długu netto na koniec 2019 roku (z 8,8 mld UAH do 6,4 mld UAH). Podtrzymujemy nasze zalecenie przeważaj.

Boryszew (równoważ)

Rok 2019 Boryszew kończy z zadłużeniem na poziomie 1,6 mld PLN (z IRFS 16; 3,9xEBITDA'19). Grupa aby ograniczyć obecnie rekordowy w historii Spółki poziom długu będzie musiała sprzedać aktywa związane z produkcja blach aluminiowych, które historycznie nawet w okresie dekoniunktury generowały przepływy gotówki z działalności operacyjnej. Transakcja naszym zdaniem nie przyniesie wartości dodanej akcjonariuszom mniejszościowym (sprzedaż po 6x EBITDA vs. 6,7x EBITDA Grupy Boryszew). Środki ze sprzedaży aktywów zostaną natomiast prawdopodobnie przeznaczone na inwestycje w innych aktywach Grupy (Motoryzacja, Alchemia) lub zmniejszą zadłużenie Grupy. W 2020 roku Grupa Boryszew będzie się musiała zmierzyć z wyższymi kosztami energii elektrycznej (+33,5 mln PLN) oraz pracy (11 mln PLN). Naszym zdaniem Boryszewowi nie uda się poprawić wyników finansowych w 2020 roku. Aktualizujemy nasze prognozy o wyższy dług netto oraz podtrzymujemy nasze pozycjonowanie równoważ.

Forte (równoważ)

Kolejny, 2020 rok wydaje się być dużym wyzwaniem ze względu na rosnące koszty pracy (+11,7 mln PLN), energii elektrycznej (+8,2 mln PLN) oraz koszty logistyki (+8 mln PLN). Naszym zdaniem oczyszczona o zdarzenia jednorazowe EBITDA Grupy wzrośnie co najwyżej do 145 mln PLN ze 139 mln PLN w 2019 roku. Nasze prognozy znajdują się poniżej oczekiwań Zarządu (EBITDA 160 mln PLN) oraz konsensusu rynkowego (EBITDA 150 mln PLN). Potencjalnym ryzykiem jest utrzymujące się wysokie zadłużenie (zakładamy 497 mln PLN na koniec 2020 roku; 3,4xEBITDA'20) oraz możliwe spowolnienie wydatków konsumenckich w Europie Zachodniej. Nieznacznie podwyższamy nasze oczekiwania wyników na 2020 roku (EBITDA +8%, zysk netto +10%) oraz podtrzymujemy naszą neutralną rekomendację.

Kruszwica (przeważaj)

Wyraźnie wyższe r/r zbiory rzepaku w Polsce w 2019 roku (2,3 mln ton +4% r/r), to dobry prognostyk dla krajowych producentów oleju rzepakowego. Również obserwowane przez nas marże modelowe na giełdach są wyższe niż miało to miejsce w poprzednim roku. Naszym zdaniem za inwestycją w akcje Kruszwicy przemawia duża ilość gotówki netto na bilansie (270-280 mln PLN w dwóch kolejnych latach) oraz powtarzalna polityka dywidendowa (co najmniej 50% wyniku netto na dywidendę w ostatnich 9-ciu latach). Naszym zdaniem Kruszwica w dwóch kolejnych latach jest w

stanie wypłacać DYield na poziomie 7-8%. Warto również zauważyć, że Kruszwica jest mało wrażliwa na wzrosty kosztów płacy (+4,5 mln PLN w 2020) oraz energii (+1,9 mln PLN w 2020). Delikatnie aktualizujemy nasze prognozy na 2019 rok (EBITDA spadek z 160 mln PLN do 154 mln PLN). Podtrzymujemy nasze zalecenie przeważaj.

Mangata (równoważ)

Oczekiwane wyższe koszty energii elektrycznej (+7,8 mln PLN) oraz płac (+7,1 mln PLN) naszym zdaniem negatywnie wpływać będą na wyniki w 2020 roku. W mijającym roku Grupa Mangata otrzymała około 4 mln PLN rekompensat wyższych kosztów energii elektrycznej, które nie powtórzą się już w kolejnych okresach. Na wynikach 2020 roku być może wciąż widoczne będzie słabsze otoczenie w sektorze motoryzacyjnym oraz elementach złącznych. Naszym zdaniem ubytek w wynikach może być widoczny w 1H'20, gdzie baza rezultatów utrzymuje się na wysokim poziomie. Nie zmieniamy naszego zalecenia równoważ dla Grupy Mangata.

Pozbud (równoważ)

Wyniki 2019 roku w Grupie Pozbud raczej rozczarowują za sprawą słabych przepływów gotówki z działalności operacyjnej (mimo przekazań w ramach działalności deweloperskiej) oraz niższej niż oczekiwaliśmy rentowności w ramach projektu Strzeszyn (wstępne szacunki wskazywały na marże brutto ze sprzedaży powyżej 30%, a realnie, dane wskazują bliżej 20%). Naszym zdaniem największym wyzwaniem dla Spółki na 2020 rok jest zadłużenie netto, które w związku z rozpoczęciem inwestycji Strzeszyn II wzrosnąć może do ponad 3x EBITDA na lekko spadkowych wynikach finansowych. Szansą na pozytywne zaskoczenie jest możliwe pozyskanie partnera eksportowego na rynku amerykańskim i wzrost obrotów w segmencie stolarki otworowej. Po raz kolejny obniżamy nasze prognozy dla Grupy Pozbud (EBITDA'19 z 27 mln PLN do 25 mln PLN) oraz podwyższamy projekcję zadłużenia na 2020 rok (z 62 mln PLN do 71 mln PLN). Podtrzymujemy nasze zalecenie równoważ.

TIM (przeważaj)

Rok 2019 jest wyjątkowo udany dla Grupy TIM. Spółka rośnie szybciej niż rynek, korzysta z efektów dźwigni operacyjnej, osiąga nowe rekordy sprzedażowe (w październiku miesięczna sprzedaż pierwszy raz przekroczyła 80 mln PLN), a wprowadzenie standardu MSSF16 pozytywnie przełożyło się na sposób prezentowania danych (ale również na raportowanie zadłużenia netto na poziomie ok. 2x EBITDA). Dodatkowo, rozpoczęcie współpracy z IKEA oraz rozszerzenie współpracy z jedną z największych firm oponiarskich w kraju są bardzo dobrymi prognostykami na rok 2020 dla segmentu logistyki (długoterminowo, najciekawszego aktywa w Grupie). W 2020 r. oczekujemy kontynuacji wzrostów sprzedaży, jednakże z malejącą dynamiką (efekt bazy oraz możliwe spowolnienie gospodarcze). Pomimo, że od momentu kiedy polecamy akcje Grupy TIM ich wartość wzrosła o ponad 50% (uwzględniając wypłaconą dywidendę) to nadal dostrzegamy potencjał w Grupie, która niedawno zapowiedziała, że rozważy publikację polityki dywidendowej (a aktualnie jest w trakcie przeglądu opcji strategicznych). Aktualizujemy nasze prognozy i zalecamy przeważanie akcji TIM.

Cognor

trzymaj (podtrzymana)

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

W 2020 roku Cognor będzie się musiał zmierzyć z kolejnym wzrostem cen energii elektrycznej (+30,8 mln PLN) oraz wyższymi płacami (+3,5 mln PLN). Naszym zdaniem trudne otoczenie na rynku stalowym nie pozwoli na zrekompensowanie negatywnych czynników kosztowych, a w rezultacie oczyszczona o zdarzenia jednorazowe EBITDA Grupy spadnie o 29% r/r. W efekcie zmniejszenia wyniku, zadłużenie netto do EBITDA wzrośnie na koniec 2020 roku do poziomu 2,9x EBITDA, co negatywnie przełoży się na zdolność do wypłaty dywidendy w 2020 roku. Oczkujemy, że dywidenda spadnie w 2020 roku do 0,11 PLN/akcja (0,28 PLN/akcja w 2019 roku). Obniżamy nasze prognozy na 2019 rok w oparciu o słabszy od oczekiwań outlook Zarządu na 4Q'19 oraz prognozy na lata 2020-2021 z uwagi na presję kosztową i ostrożniejsze podejście do kształtowania się spreadów rynkowych. Obniżamy naszą cenę docelową z 1,55 PLN/akcja do 1,25 PLN/akcja oraz podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Cena bieżąca	1,17 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	1,25 PLN	+6,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**trzymaj**	**1,25 PLN**	**2019-12-05**
poprzednia	trzymaj	1,55 PLN	2019-11-04

Podstawowe dane			**COG PW**	**vs. WIG**
Ticker	COG PW	Zmiana 1M	-17,6%	-12,2%
ISIN	PLCNTSL00014	Zmiana YTD	-11,4%	-8,6%
Liczba akcji (mln)	175,0	Średni obrót 1M		0,1 mln PLN
MC (mln PLN)	204,7	Średni obrót 6M		0,1 mln PLN
EV (mln PLN)	440,5	EV/EBITDA 12M fwd	3,6	+2,1%
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	1 860	1 802	2 009
EBITDA skor.	146	200	103	74	74
marża EBITDA	8,1%	9,6%	5,5%	4,1%	3,7%
EBIT skor.	104	156	56	23	25
Zysk netto skor.	32	94	29	6	9
P/E skor.	6,4	2,2	7,0	36,3	23,4
P/BV	0,9	0,7	0,7	0,8	0,8
EV/EBITDA skor.	3,7	2,2	4,3	5,9	5,7
DPS	0,00	0,07	0,21	0,07	0,03
DYield	0,0%	5,8%	17,6%	6,3%	2,2%

Zmiana prognoz	**2019P**	**2020P**	**2021P**
Przychody ze sprzedaży	-3,1%	+0,2%	-0,5%
EBITDA	-6,8%	-25,8%	-22,8%
Zysk netto	-17,1%	-78,6%	-67,0%
Wolumen sprzedaży	+3,0%	+3,9%	+3,6%
Ceny produktów	+0,1%	-1,1%	-1,6%
Ceny złomu	-1,4%	+3,5%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wol. Ferrostal (tys. ton)	426	401	381	350	424
Wol. HSJ (tys. ton)	231	237	231	255	277
Wol. Złomrex (tys. ton)	131	173	152	155	158
Spread Ferrostal (PLN/t)	953	1 191	1 175	1 090	1 128
Spread HSJ (PLN/t)	1 272	1 723	1 763	1 619	1 607
Przepływy oper.	**145**	**232**	**97**	**85**	**64**
Amortyzacja	41	44	47	50	49
Kapitał obrotowy	11	44	26	13	-7
Przepływy inw.	**-15**	**-38**	**-50**	**-50**	**-35**
CAPEX	16	38	50	50	35
Przepływy fin.	**-53**	**-196**	**-9**	**-79**	**-53**
Dywidenda/buyback	0	-12	-36	-13	-5
FCF	123	179	72	36	30
FCF/EBITDA	87%	90%	70%	48%	41%
CFO/EBITDA	103%	116%	94%	115%	87%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	951	1 001	1 003	935	943
Aktywa trwałe	398	379	401	393	370
Kapitał własny	225	278	275	267	272
Udział mniejszości	225	278	275	267	272
Dług netto	325	209	218	213	202
Dług netto/EBITDA (x)	2,3	1,0	2,1	2,9	2,7
Dług netto/kap. wł. (x)	1,4	0,8	0,8	0,8	0,7

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	4,6	5,9	4,8	3,9	2,9	3,3
Maksimum	125,5	276,4	53,6	10,8	10,6	7,6
Mediana	11,1	12,6	10,5	6,5	6,8	5,8
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Wolumen sprzedaży	612	605	701	749	778	803	817	832	834	836	836
Ceny produktów	2 285,9	2 154,9	2 145,9	2 180,8	2 192,8	2 204,2	2 213,7	2 223,1	2 238,4	2 253,7	2 261,3
Ceny złomu	1 084	1 003	990	1 008	1 008	1 008	1 008	1 008	1 008	1 008	1 008
Przychody	1 860	1 802	2 009	2 151	2 228	2 298	2 343	2 388	2 411	2 433	2 444
EBITDA	103	74	74	71	77	76	75	73	79	85	83
marża EBITDA	5,5%	4,1%	3,7%	3,3%	3,5%	3,3%	3,2%	3,1%	3,3%	3,5%	3,4%
EBIT	56	23	25	24	31	30	29	27	31	37	35
Podatek	6	1	2	2	3	4	3	3	4	5	5
CAPEX	-50	-50	-35	-36	-37	-39	-40	-43	-46	-47	-47
Kapitał obrotowy	26	13	-7	-6	-6	-5	-3	-3	-2	-2	-1
FCF	72	36	30	27	30	28	28	24	27	33	32
PV FCF	72	33	26	21	23	20	18	15	15	17	
WACC	7,2%	7,2%	7,2%	7,3%	7,3%	7,4%	7,4%	7,4%	7,5%	7,5%	7,5%
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	1,2
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	259
Dług netto	245
Inne korekty	18
Wycena DCF na akcję (PLN)	1,71

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	0,63
DCF	50%	1,71
Cena wynikowa		1,17
Koszt kapitału 9M		7,0%
Cena docelowa za 9M		**1,25**

Famur

kupuj (podtrzymana)

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

W 2020 roku oczekujemy lekkiego schłodzenia koniunktury na rynku maszyn i urządzeń dla górnictwa, co wynika ze spadków cen węgla energetycznego i koksowego. Zakładamy, że obroty segmentu Underground spadną o 12% r/r. Dodatkowo naszym zdaniem pod presją znajdą się również przychody w segmencie Surface (-10% r/r), co naszym zdaniem wynikać będzie z ostrożniejszego podejścia Zarządu do podpisywanych kontraktów po znacznych odpisach dokonanych w 2019 roku. Oczekujemy, że spadkom przychodów ze sprzedaży towarzyszyć będzie wzrost rentowności z uwagi na większy udział Aftermining w przychodach. Famur w okres dekoniunktury wchodzi z wyraźnie mocnym bilansem (dług netto/EBITDA'20 poniżej 0,5x) oraz dużą zdolnością do wypłaty dywidendy (przy 75% wypłacie z zysku DPS 0,36PLN; DYield powyżej 10%). Naszym zdaniem potencjał spadku kursu Famur wydaje się mocno ograniczony, co przy jakiejkolwiek pozytywnej informacji skutkować będzie odbiciem notowań. Podtrzymujemy rekomendację kupuj dla spółki Famur, a cenę docelową obniżamy z 5,33 PLN/akcja do 5,18 PLN/akcja.

Cena bieżąca	2,98 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	5,18 PLN	+73,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**5,18 PLN**	**2019-12-05**
poprzednia	kupuj	5,33 PLN	2019-08-07

Podstawowe dane			**FMF PW**	**vs. WIG**
Ticker	FMF PW	Zmiana 1M	-19,0%	-13,6%
ISIN	PLFAMUR00012	Zmiana YTD	-38,8%	-36,1%
Liczba akcji (mln)	574,8	Średni obrót 1M		0,5 mln PLN
MC (mln PLN)	1 712,8	Średni obrót 6M		0,7 mln PLN
EV (mln PLN)	1 936,1	EV/EBITDA 12M fwd	3,2	-42,8%
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	2 105	1 784	1 672
EBITDA	308	491	528	498	438
marża EBITDA	21,1%	22,0%	25,1%	27,9%	26,2%
EBIT	133	300	330	315	270
Zysk netto	49	208	374	245	212
P/E	34,4	8,2	4,6	7,0	8,1
P/BV	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1
EV/EBITDA	6,0	4,0	3,7	3,8	4,1
DPS	0,00	0,44	0,53	0,39	0,33
DYield	0,0%	14,8%	17,8%	13,2%	10,9%

Zmiana prognoz	**2019P**	**2020P**	**2021P**
Przychody	-0,9%	+1,1%	+0,7%
EBITDA	-4,5%	+6,1%	+11,3%
Zysk netto	-17,4%	-1,7%	+8,3%
Obroty Underground	+1,2%	+1,6%	+1,6%
Obroty Surface	-21,0%	-26,2%	-27,3%
Marża Underground	+0,9 p.p.	-0,3 p.p.	+1,6 p.p.
Marża Surface	-7,1 p.p.	-4,5 p.p.	-5,0 p.p.

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Obroty Underground	1 019	1 407	1 527	1 340	1 234
Obroty Surface	292	371	285	256	254
Marża Underground	25,0%	30,6%	33,8%	33,0%	32,4%
Marża Surface	8,3%	3,9%	0,0%	1,7%	1,7%
Przepływy oper.	**192**	**215**	**405**	**374**	**395**
Amortyzacja	175	191	198	183	168
Kapitał obrotowy	-16	-127	-51	-66	7
Przepływy inw.	**-231**	**-138**	**-16**	**-95**	**-95**
CAPEX	132	141	16	95	95
Przepływy fin.	**287**	**-458**	**-520**	**-318**	**-304**
Zmiana długu	-88	-213	-200	-100	-100
Dywidenda/buyback	0	-253	-305	-206	-196
FCF	-91	173	413	279	300
FCF/EBITDA	-30%	35%	78%	56%	69%
CFO/EBITDA	44%	44%	77%	75%	90%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	3 138	2 880	2 614	2 474	2 363
Aktywa trwałe	1 099	1 158	1 016	928	855
Goodwill	222	222	222	222	222
Kapitał własny	1 437	1 625	1 558	1 598	1 614
Udział mniejszości	115	-37	-34	-34	-34
Dług netto	80	286	257	196	100
Dług netto/EBITDA (x)	0,3	0,6	0,5	0,4	0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	9,7	11,8	11,2	6,2	6,9	6,2
Maksimum	21,1	19,8	18,7	13,3	12,2	11,5
Mediana	16,4	14,6	12,9	9,7	9,2	8,4
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Przychody	2 105	1 784	1 672	1 735	1 796	1 827	1 859	1 891	1 924	1 958	1 992
zmiana (r/r)	-5,6%	-15,3%	-6,3%	3,8%	3,5%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
EBITDA	528	498	438	426	420	414	418	421	410	409	412
marża EBITDA	25,1%	27,9%	26,2%	24,6%	23,4%	22,7%	22,5%	22,2%	21,3%	20,9%	20,7%
Amortyzacja	198	183	168	160	146	138	138	138	138	135	135
EBIT	330	315	270	266	274	277	280	283	271	274	277
Podatek	48	57	50	50	52	52	53	54	52	53	54
NOPAT	281	258	220	216	222	224	227	229	219	221	223
CAPEX	-16	-95	-95	-122	-125	-127	-130	-132	-135	-135	-135
Kapitał obrotowy	-51	-66	7	-87	-36	-18	-19	-19	-20	-20	-20
FCF	413	279	300	166	207	216	216	215	203	202	205
PV FCF	410	256	254	130	149	143	132	121	105	96	
WACC	8,1%	8,2%	8,3%	8,3%	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 795
Dług netto	590
Inne korekty	58
Wycena DCF na akcję (PLN)	4,74

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	5,00
DCF	50%	4,74
Cena wynikowa		4,87
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		**5,18**

Grupa Kęty

trzymaj (podtrzymana)

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

W 2020 roku Grupa Kęty będzie się musiała zmierzyć z osłabienie PLN do USD i wzrostem cen aluminium w PLN (+8% w PLN, +34 mln PLN dodatkowego kosztu w SSA, choć w prognozach zakładamy +20 mln PLN), wyższymi płacami (zakładamy +5% r/r; +23 mln PLN) oraz wyższymi kosztami energii elektrycznej (+15 mln PLN). W efekcie oczekujemy, że EBITDA Grupy w 2020 roku spadnie o 6% do 473 mln PLN z czego największą kontrybucję będą miały segmenty SSA (-27 mln PLN), SOG (-9 mln PLN) i SWW (-4 mln PLN). Naszym zdaniem biorąc pod uwagę wzrost cen aluminium w PLN w 2020 wartość przepływu gotówki z działalności operacyjnej spadnie z rekordowych 501 mln PLN w 2019 roku do 320 mln PLN w 2020 roku. Oczekujemy również, że w dwóch kolejnych latach zadłużenie netto do EBITDA wzrośnie do poziomu 1,8x EBITDA. Nieznacznie aktualizujemy nasze dotychczasowe prognozy. Podnosimy naszą cenę docelową z 333,45 PLN/akcja do 335,44 PLN/akcja oraz podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Cena bieżąca	338,50 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	335,44 PLN	-0,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**trzymaj**	**335,44 PLN**	**2019-12-05**
poprzednia	trzymaj	333,45 PLN	2019-11-06

Podstawowe dane			**KTY PW**	**vs. WIG**
Ticker	KTY PW	Zmiana 1M	+6,4%	+11,8%
ISIN	PLKETY000011	Zmiana YTD	+5,1%	+7,8%
Liczba akcji (mln)	9,5	Średni obrót 1M		1,3 mln PLN
MC (mln PLN)	3 231,1	Średni obrót 6M		0,7 mln PLN
EV (mln PLN)	4 010,5	EV/EBITDA 12M fwd	8,3	-9,8%
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	3 074	3 048
EBITDA	421	463	506	473	458
marża EBITDA	15,9%	15,5%	16,0%	15,4%	15,0%
EBIT	301	338	368	329	320
Zysk netto	236	268	280	244	237
P/E	13,6	12,0	11,5	13,2	13,6
P/BV	2,4	2,3	2,2	2,2	2,1
EV/EBITDA	9,0	8,6	7,9	8,6	8,9
DPS	30,00	23,94	24,00	23,48	19,19
DYield	8,9%	7,1%	7,1%	6,9%	5,7%

Zmiana prognoz	**2019P**	**2020P**	**2021P**
EBITDA	-0,1%	+0,2%	-0,5%
Zysk netto	-0,7%	-0,5%	-1,5%
Aluminium (PLN/t)	0,0%	+0,4%	-2,7%
Premia producencka (USD/t)	0,0%	-6,7%	-6,7%
EBITDA SOG	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA SWW	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA SSA	0,0%	+0,1%	-0,9%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA SOG	113	119	140	131	129
EBITDA SWW	150	163	149	144	143
EBITDA SSA	172	190	233	206	194
EBITDA pozostałe	-13	-8	-8	-8	-8
EBITDA/użyte aluminium	5	5	5	5	5
Przepływy oper.	**276**	**293**	**501**	**320**	**368**
Amortyzacja	120	126	137	144	138
Kapitał obrotowy	-91	-114	133	-92	-29
Przepływy inw.	**-187**	**-229**	**-250**	**-150**	**-120**
CAPEX	187	229	250	150	120
Przepływy fin.	**-85**	**-43**	**-155**	**-272**	**-230**
Dywidenda/buyback	-285	-229	-229	-224	-183
FCF	86	72	328	174	254
FCF/EBITDA	20%	15%	64%	37%	55%
CFO/EBITDA	66%	63%	99%	68%	80%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	2 499	2 780	2 956	2 945	2 972
Aktywa trwałe	1 439	1 575	1 760	1 770	1 757
Kapitał własny	1 363	1 396	1 447	1 467	1 521
Udział mniejszości	1	1	1	1	1
Dług netto	591	774	778	860	822
Dług netto/EBITDA (x)	1,4	1,7	1,5	1,8	1,8
Dług netto/kap. wł. (x)	0,4	0,6	0,5	0,6	0,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	5,2	4,0	3,7	1,7	1,6	1,5
Maksimum	66,0	399,9	19,6	15,1	12,1	10,3
Mediana	17,2	16,6	13,1	8,1	7,4	6,2
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

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	140	140	140	140	140	140	140	140	140	140
Użyte alum. (tys. t)	94	95	98	100	102	104	106	108	110	112	113
Przychody	3 164	3 074	3 048	3 098	3 133	3 176	3 229	3 273	3 310	3 348	3 386
EBITDA	506	473	458	461	464	467	472	476	478	483	488
marża EBITDA	16,0%	15,4%	15,0%	14,9%	14,8%	14,7%	14,6%	14,5%	14,4%	14,4%	14,4%
EBIT	368	329	320	325	332	333	337	339	339	341	350
Podatek	62	57	56	57	58	59	60	60	61	61	63
CAPEX	-250	-150	-120	-122	-125	-127	-130	-132	-135	-138	-138
Kapitał obrotowy	133	-92	-29	-15	-11	-13	-16	-14	-11	-12	-12
FCF	328	174	254	266	270	268	267	269	271	272	276
PV FCF	326	160	217	210	197	181	166	155	144	133	
WACC	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	8,0%	8,0%	8,1%	8,1%	8,1%	8,2%	8,2%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 890
Dług netto	1 003
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	320,89

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	309,30
DCF	50%	320,89
Cena wynikowa		315,10
Koszt kapitału 9M		6,5%
Cena docelowa za 9M		**335,44**

JSW

kupuj (podtrzymana)

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

Przy możliwym w 2020 roku spadku cen węgla koksowego do 145 USD/t wyniki JSW bronić będzie wyższe wydobycie (15,5 mln ton; +3% r/r) oraz większy udział produkcji węgla koksowego (74% vs. 70% w 2019). Po stronie kosztów oczekujemy spadku zużycia energii elektrycznej (-84 mln PLN; efekt rozpoczęcia działalności pierwszych instalacji spalania metanu), pozostałych materiałów (-29 mln PLN; efekt spadków cen stali) oraz oszczędności na pracach przygotowawczych w związku z przejęcie PBSz (-89 mln PLN). Kategorią, która zanotuje dalszy wzrost będą koszty pracy (+161 mln PLN na stabilnym zatrudnieniu; oczekujemy 3% r/r podwyżek oraz 50 mln PLN wypłaty nagrody rocznej). Mimo oczekiwanych ujemnych wolnych przepływów gotówki (FCF) w latach 2020-2021 (odpowiednio -814 mln PLN oraz -311 mln PLN) według nas w dwóch kolejnych latach JSW nadal utrzymywać będzie nadwyżkę gotówki nad kredytami (odpowiednio -985 mln PLN i -586 mln PLN). Przy ograniczonym potencjale spadku JSW ma szansę na mocne odreagowanie kursu w przypadku jakiejkolwiek poprawy w światowej koniunkturze i na rynku stali. Obniżamy nasze prognozy na lata 2020 i 2021 (niższe założone ceny węgla) oraz obniżamy naszą cenę docelową z 39,29 PLN/akcja do 28,04 PLN/akcja. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	18,80 PLN	
Cena docelowa	28,04 PLN	+49,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**28,04 PLN**	**2019-12-05**
poprzednia	kupuj	39,29 PLN	2019-09-05

Podstawowe dane			**JSW PW**	**vs. WIG**
Ticker	JSW PW	Zmiana 1M	-8,6%	-3,2%
ISIN	PLJSW0000015	Zmiana YTD	-71,3%	-68,6%
Liczba akcji (mln)	117,4	Średni obrót 1M	30,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 207,3	Średni obrót 6M	18,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	703,3	EV/EBITDA 12M fwd	1,4	-51,6%
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	9 216	8 586	8 570
EBITDA skor.	3 509	3 101	2 203	797	994
marża EBITDA	39,5%	31,6%	23,9%	9,3%	11,6%
EBIT skor.	2 684	2 335	1 224	-313	-221
Zysk netto skor.	2 189	1 802	819	-284	-213
P/E skor.	1,0	1,2	2,7	-	-
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA skor.	0,2	-	0,3	2,0	2,0
DPS	0,00	0,00	1,71	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	9,1%	0,0%	0,0%

Zmiana prognoz	**2019P**	**2020P**	**2021P**
EBITDA (skor.)	+13,6%	-22,2%	-28,7%
Zysk netto (skor.)	-0,1%	+360,2%	-257,6%
Węgiel koksowy (USD/t)	-4,1%	-4,6%	-3,1%
Węgiel do celów energetycznych (PLN/t)	+2,7%	+9,4%	+9,4%
Koks (USD/t)	+4,7%	+2,0%	-2,0%
Prod. węgla (tys. t)	-2,8%	-2,5%	-5,6%
Prod. w. koks. (tys. t)	-2,1%	+1,6%	-1,7%
Prod. koksu (tys. t)	-7,5%	-11,8%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Prod. węgla (tys. t)	14 768	15 019	15 065	15 500	15 240
Prod. w. koks. (tys. t)	10 675	10 351	10 620	11 470	11 430
Udział węgla koks. (%)	72%	69%	70%	74%	75%
Prod. w. ener. (tys. t)	4 093	4 668	4 444	4 030	3 810
Prod. koksu (tys. t)	3 458	3 559	3 238	3 000	3 400
Przepływy oper.	**2 871**	**2 856**	**1 431**	**825**	**1 034**
Amortyzacja	825	766	979	1 110	1 215
Kapitał obrotowy	-76	338	-574	28	71
Przepływy inw.	**-2 170**	**-1 582**	**-2 050**	**-1 700**	**-1 420**
CAPEX	737	1 248	2 050	1 700	1 420
Przepływy fin.	**-701**	**-755**	**-195**	**-8**	**-13**
Dywidenda/buyback	0	0	-201	0	0
FCF	2 129	1 754	-748	-814	-311
FCF/EBITDA skor.	61%	57%	-34%	-102%	-31%
CFO/EBITDA skor.	82%	92%	65%	104%	104%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	12 090	13 763	14 074	13 584	13 365
Aktywa trwałe	8 118	8 475	9 559	10 186	10 443
Kapitał własny	6 389	8 081	8 321	8 037	7 824
Udział mniejszości	232	364	364	364	364
Dług netto	-1 641	-3 286	-1 868	-985	-586
Dług netto/EBITDA skor.	-0,5	-1,1	-0,8	-1,2	-0,6
Dług netto/kap. wł. (x)	-0,3	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	2,6	3,8	3,8	0,9	0,5	0,2
Maksimum	51,6	14,9	14,6	11,6	11,5	10,2
Mediana	6,7	7,3	7,1	3,7	4,1	4,2
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
W. koksowy (USD/t)	168	148	155	155	155	155	155	155	155	155	155
W. energet. (PLN/t)	275	273	270	248	248	248	248	248	248	248	248
Koks (USD/t)	1 080	895	879	879	879	879	879	879	879	879	880
Przychody	9 216	8 586	8 570	9 247	9 590	9 776	9 972	9 928	9 926	9 928	9 933
EBITDA	2 065	797	994	1 430	1 655	1 773	1 881	1 810	1 751	1 692	1 693
marża EBITDA	22,4%	9,3%	11,6%	15,5%	17,3%	18,1%	18,9%	18,2%	17,6%	17,0%	17,0%
EBIT	1 086	-313	-221	101	260	379	484	414	353	293	293
Podatek	327	-61	-44	17	47	70	90	76	65	53	53
CAPEX	-2 050	-1 700	-1 420	-1 400	-1 400	-1 400	-1 400	-1 400	-1 400	-1 400	-1 400
Kapitał obrotowy	-574	28	71	99	61	39	32	-7	-4	-3	2
FCF	-748	-814	-311	113	269	342	424	327	283	236	242
PV FCF	-742	-745	-262	88	193	226	258	183	146	113	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	-543
Dług netto	-3 085
Inne korekty	364
Wycena DCF na akcję (PLN)	30,13

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	22,62
DCF	50%	30,13
Cena wynikowa		26,37
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		**28,04**

Kernel

trzymaj (podwyższona)

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

W sezonie 2019/2020 Kernel będzie beneficjentem poprawiających się marży na przerobie słonecznika oraz wyższych dobrych zbiorów zbóż. Oczekujemy, że segment olejów roślinnych w sezonie 2019/20 zanotuje poprawę EBITDA o 13% r/r, a infrastruktury o 23% r/r. Jednocześnie słabsze osiągane zbiory na własnej produkcji rolnej i niższe rynkowe ceny przełożą się na wyraźny spadek wyniku w segmencie produkcji rolnej (EBITDA -47% r/r). Wyzwaniem dla Kernel jest również rekordowy w historii Spółki Capex oraz wzrost zadłużenia wynikający z implementacji standardu IFRS 18. Oczekujemy, że przy ujemnym wolnym przepływie pieniężnym (FCF w 2020 -24 mln USD) raportowany dług netto Grupy wzrośnie do poziomu 1182 mln USD (3,7xEBITDA) na koniec sezonu 2019/2020. W związku ze spadkiem kursu akcji zmieniamy naszą negatywną rekomendację na trzymaj (wcześniej redukuj), a cenę docelową podwyższamy do 41,60 PLN/akcja (wcześniej 40,76 PLN/akcja).

Cena bieżąca	41,20 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	41,60 PLN	+1,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**trzymaj**	**41,60 PLN**	**2019-12-05**
poprzednia	redukuj	40,76 PLN	2019-10-07

Podstawowe dane			**KER PW**	**vs. WIG**
Ticker	KER PW	Zmiana 1M	-3,2%	+2,2%
ISIN	LU0327357389	Zmiana YTD	-15,8%	-13,1%
Liczba akcji (mln)	82,7	Średni obrót 1M	1,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 405,6	Średni obrót 6M	2,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	6 055,7	EV/EBITDA 12M fwd	5,0	+17,0%
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	322	345
marża EBITDA	14,7%	9,3%	8,7%	7,6%	7,2%
EBIT	265	140	269	226	236
Zysk netto	176	52	189	112	121
P/E	5,0	16,9	4,7	7,9	7,3
P/BV	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	4,4	6,8	4,5	6,4	6,0
DPS	0,24	0,25	0,25	0,25	0,25
DYield	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%

Zmiana prognoz	**19/20P**	**20/21P**	**21/22P**
EBITDA	+2,4%	+0,4%	+0,4%
Zysk netto	-4,1%	-12,0%	-8,9%
Marża olej (USD/t)	+9,1%	+2,9%	+2,8%
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	17	17	18
EBITDA olej luzem	63	93	106	111	134
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**	**245**	**270**	**300**
Amortyzacja	83	76	96	108	107
Kapitał obrotowy	-63	-305	-37	-53	-50
Przepływy inw.	**-156**	**-241**	**-300**	**-145**	**-104**
CAPEX	179	234	300	145	104
Przepływy fin.	**76**	**29**	**44**	**-127**	**-186**
Dywidenda/buyback	-20	-20	-21	-21	-30
FCF	-14	-205	-24	136	212
FCF/EBITDA	-6%	-59%	-7%	40%	56%
CFO/EBITDA	37%	55%	76%	78%	79%

Bilans

(mln USD)	17/18	18/19	19/20P	20/21P	20/21P
Aktywa	2 211	2 464	3 039	3 173	3 270
Aktywa trwałe	1 006	1 207	1 714	1 756	1 758
Kapitał własny	1 171	1 351	1 443	1 543	1 666
Udział mniejszości	7	-5	-5	-5	-5
Dług netto	619	691	1 182	1 185	1 125
Dług netto/EBITDA (x)	2,8	2,0	3,7	3,4	3,0
Dług netto/kap. wł. (x)	0,5	0,5	0,8	0,8	0,7

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	3,0	1,9	4,3	3,6	3,4	3,7
Maksimum	44,3	26,1	17,1	14,0	13,3	8,0
Mediana	14,4	13,1	11,4	8,9	8,0	5,8
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln USD)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Marża olej (USD/t)	74	73	75	73	70	68	66	63	60	57	56
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	322	345	378	365	362	376	372	368	364	360	371
marża EBITDA	7,6%	7,2%	7,3%	7,0%	6,8%	7,0%	6,8%	6,6%	6,5%	6,4%	6,5%
EBIT	226	236	271	257	252	258	247	236	227	222	236
Podatek	9	10	12	12	11	12	12	11	10	10	11
CAPEX	-300	-145	-104	-109	-114	-119	-125	-130	-135	-135	-135
Kapitał obrotowy	-37	-53	-50	-20	-21	-20	-21	-19	-19	-20	-21
FCF	-24	136	212	225	216	224	215	207	199	196	204
PV FCF	-22	110	149	138	115	103	86	72	60	51	
WACC	14,6%	14,6%	14,7%	14,8%	14,8%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	15,0%	15,0%
Risk-free rate	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%

Podsumowanie DCF

(mln USD)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	863
Dług netto	691
Inne korekty	-5
Wycena DCF na akcję (PLN)	29,17

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	44,99
DCF	50%	29,17
Cena wynikowa		37,08
Koszt kapitału 9M		12,2%
Cena docelowa za 9M		**41,60**

KGHM

trzymaj (podtrzymana)

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

W 2020 roku zakładamy, że wolumen produkcji miedzi w Grupie wyniesie 692 tys. ton miedzi (-1,4% r/r), srebra 1312 ton (-2,4% r/r), złota 207 tys. troz (-0,8% r/r) i molibdenu 4,5 mln lb (-58% r/r). Wyniki wspierać będą wyższe ceny srebra (+4% r/r w PLN), z kolei przeszkadzać niższe ceny molibdenu (-26% r/r w PLN). Zakładamy stabilne ceny miedzi i złota w PLN. Po stronie kosztowej głównymi czynnikami ryzyka są oczekiwane wyższe koszty płac (+103 mln PLN) oraz energii elektrycznej (+107 mln PLN). Szansą z kolei będą niższe koszty związane z podatkiem od wydobycia (+85 mln PLN). W naszym bazowy scenariuszu zakładamy pogorszenie wyników Grupy w 2020 roku (o 12% r/r do 4,9 mld PLN). Sentyment na początku roku do KGHM ustawią negocjacje miedzy USA, a Chinami, które mogą zdecydować jaki będzie sentyment do surowców. Obniżamy naszą cenę docelową z 96,13 PLN/akcja do 85,54 PLN/akcja oraz podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj.

Cena bieżąca	88,66 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	85,54 PLN	-3,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**trzymaj**	**85,54 PLN**	**2019-12-05**
poprzednia	trzymaj	96,13 PLN	2019-11-08

Podstawowe dane			**KGH PW**	**vs. WIG**
Ticker	KGH PW	Zmiana 1M	-0,3%	+5,1%
ISIN	PLKGHM000017	Zmiana YTD	-0,2%	+2,5%
Liczba akcji (mln)	200,0	Średni obrót 1M	60,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	17 732,0	Średni obrót 6M	52,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	25 089,3	EV/EBITDA 12M fwd	4,5	-6,0%
Free float	63,2%	EV/EBITDA 5Y avg	4,8	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	20 275	20 526	22 930	22 306	22 322
EBITDA skor.	5 753	4 972	5 531	4 884	4 524
marża EBITDA	28,4%	24,2%	24,1%	21,9%	20,3%
EBIT skor.	4 144	3 176	3 599	2 861	2 510
Zysk netto skor.	1 792	1 888	2 025	1 919	1 638
P/E skor.	9,9	9,4	8,8	9,2	10,8
P/BV	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8
EV/EBITDA skor.	4,2	5,0	4,5	4,9	5,1
DPS	1,00	0,00	0,00	1,50	2,88
DYield	1,1%	0,0%	0,0%	1,7%	3,2%

Zmiana prognoz	**2019P**	**2020P**	**2021P**
EBITDA (skor.)	+3,7%	+1,3%	-11,1%
Zysk netto (skor.)	-16,5%	-2,0%	-22,7%
Miedź (USD/t)	-1,7%	-3,9%	-3,0%
Srebro (USD/oz)	-1,6%	+2,9%	0,0%
Molibden (USD/t)	+4,4%	0,0%	0,0%
Prod. miedź (tys. ton)	+0,8%	-2,6%	-2,4%
Prod. srebro (ton)	-0,7%	-3,0%	-1,7%
Prod. molibden (mln lb)	-5,8%	-3,5%	-3,5%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Cu KGHM Pol (tys. ton)	359	385	416	392	382
Cu KGHM Int (tys. ton)	81	79	79	86	89
Cu Sierra Gorda (tys. ton)	53	53	60	66	70
Srebro Grupa (ton)	1 234	1 205	1 344	1 312	1 320
Złoto Grupa (tys. troz)	219	174	209	207	210
Przepływy oper.	**3 054**	**3 826**	**4 150**	**4 097**	**3 780**
Amortyzacja	1 609	1 796	1 932	2 023	2 014
Kapitał obrotowy	-1 270	1 412	77	26	-1
Przepływy inw.	**-3 340**	**-3 539**	**-2 354**	**-2 461**	**-2 461**
CAPEX	3 257	3 541	2 354	2 461	2 461
Przepływy fin.	**12**	**84**	**-116**	**-429**	**-704**
Dywidenda/buyback	-200	0	0	-300	-576
FCF	788	1 924	2 181	1 637	1 319
FCF/EBITDA	27%	41%	39%	34%	29%
CFO/EBITDA	53%	77%	75%	84%	84%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	34 122	37 237	39 901	41 354	42 420
Aktywa trwałe	26 515	29 375	29 797	30 235	30 683
Kapitał własny	17 694	19 133	19 205	20 824	21 886
Udział mniejszości	91	92	92	92	92
Dług netto	6 570	6 992	7 265	6 058	5 445
Dług netto/EBITDA (x)	2,2	1,5	1,3	1,2	1,2
Dług netto/kap. wł. (x)	0,4	0,4	0,4	0,3	0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	6,4	6,4	5,8	2,5	2,0	1,4
Maksimum	2322,0	21,9	17,3	13,7	9,5	8,9
Mediana	13,6	11,4	10,8	5,8	5,7	5,0
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Miedź (USD/t)	5 999	6 200	6 500	6 600	6 600	6 600	6 600	6 600	6 600	6 600	6 600
Srebro (USD/oz)	16,2	17,5	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0
Molibden (USD/t)	26 109	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000
Przychody	22 930	22 306	22 322	22 733	22 667	22 624	22 447	21 051	21 092	21 133	21 172
EBITDA	5 531	4 884	4 524	4 665	4 578	4 466	4 238	4 208	4 192	3 954	3 905
marża EBITDA	15,7%	12,8%	11,2%	11,9%	11,8%	11,7%	10,8%	11,4%	11,4%	10,3%	10,9%
EBIT	3 599	2 861	2 510	2 694	2 665	2 642	2 426	2 409	2 411	2 175	2 315
Podatek	1 072	812	743	784	778	772	731	727	727	682	708
CAPEX	-2 354	-2 461	-2 461	-2 020	-1 590	-1 617	-1 643	-1 670	-1 696	-1 723	-1 590
Kapitał obrotowy	77	26	-1	-17	3	2	7	59	-2	-2	-2
FCF	2 181	1 637	1 319	1 843	2 213	2 079	1 872	1 870	1 768	1 548	1 605
PV FCF	2 169	1 517	1 139	1 475	1 636	1 418	1 177	1 079	934	751	
WACC	7,1%	7,2%	7,3%	7,5%	7,7%	7,8%	7,9%	8,1%	8,2%	8,3%	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	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	13 296
Dług netto	6 992
Inne korekty	272
Wycena DCF na akcję (PLN)	79,13

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	81,79
DCF	50%	79,13
Cena wynikowa		80,46
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		**85,54**

PKP Cargo

redukuj (podtrzymana)

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

O ile w 2020 roku oczekujemy odbicia pracy przewozowej na kolei (+4% r/r) w Polsce, to w przypadku PKP Cargo będzie ona rosnąć jedynie o 1% r/r z uwagi na ryzyko spadku wolumenów na rzecz jednego z największych klientów – ArcelorMittal (po czasowym wyłączeniu wielkiego pieca w Krakowie). Przy spodziewanym przez nas 2,5% r/r wzroście przychodów ze sprzedaży Grupy w 2020 roku naszym zdaniem znacznie dynamiczniej rosnąć będą koszty – w tym przede wszystkim energii elektrycznej (+57 mln PLN) oraz pracy (+112 mln PLN). Naszym zdaniem wiekowa struktura kadry pracowniczej PKP Cargo (70% pracowników powyżej 46. roku życia) będzie jednym z najistotniejszych wyzwań na nadchodzące lata (za 6-7 lat co najmniej 15% pracowników przejdzie na emeryturę). Oczekujemy 9% spadku skorygowanej EBITDA Grupy w 2020 roku (805 mln PLN), co przy wysokich wydatkach inwestycyjnych (969 mln PLN) prowadzić będzie do pogłębienia ujemnych przepływów gotówki (FCF -132 mln PLN vs -103 mln PLN w 2019 r). Naszym zdaniem taka sytuacja zmusi Zarząd do zawieszenia polityki dywidendowej na okres najbliższych trzech lat. Naszym zdaniem już niedługo konsensus będzie się musiał obniżyć na EBITDA na 2020 i 2021 o odpowiednio 18% i 20%. Aktualizujemy naszą cenę docelową o zmianę wyceny spółek porównywalnych (zwiększamy również wagę lat 2020 i 2021, gdyż uważamy, że rynek bardziej skupiać się będzie teraz nad słabszymi perspektywami tych lat) do 18,13 PLN/akcja (wcześniej 20,44 PLN/akcja) oraz podtrzymujemy rekomendację redukuj dla PKP Cargo.

Cena bieżąca	20,00 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	18,13 PLN	-9,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**redukuj**	**18,13 PLN**	**2019-12-05**
poprzednia	redukuj	20,44 PLN	2019-11-26

Podstawowe dane			**PKP PW**	**vs. WIG**
Ticker	PKP PW	Zmiana 1M	-16,7%	-11,3%
ISIN	PLPKPCR00011	Zmiana YTD	-52,8%	-50,1%
Liczba akcji (mln)	44,8	Średni obrót 1M	0,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	895,7	Średni obrót 6M	0,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	2 604,8	EV/EBITDA 12M fwd	2,9	-27,5%
Free float	67,0%	EV/EBITDA 5Y avg	4,0	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	4 689	5 183	4 864	4 987	5 262
EBITDA skor.	693	901	889	805	828
marża EBITDA	14,8%	17,4%	18,3%	16,2%	15,7%
EBIT skor.	147	272	159	32	14
Zysk netto skor.	49	242	94	-1	-15
P/E skor.	18,1	3,7	9,5	-	-
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA skor.	2,6	1,9	2,9	3,4	3,4
DPS	0,00	0,00	1,50	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	7,5%	0,0%	0,0%

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%
Praca przewozowa (mln tkm)	0,0%	0,0%	0,0%
Masa towarowa (mln ton)	0,0%	0,0%	0,0%
Koszty / tkm	0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Energia trakcyjna	645	703	611	619	641
Paliwo trakcyjne	45	45	39	40	42
Wynagrodzenia	1 510	1 651	1 760	1 872	2 026
Dostęp do infrastruktury	718	732	579	597	640
Pozostałe	1 198	1 292	1 051	1 093	1 121
Przepływy oper.	**601**	**863**	**866**	**812**	**846**
Amortyzacja	547	629	729	773	813
Kapitał obrotowy	-62	20	-17	6	14
Przepływy inw.	**-740**	**-612**	**-845**	**-944**	**-853**
CAPEX	-502	-695	-969	-944	-853
Przepływy fin.	**-99**	**-323**	**-202**	**-4**	**-14**
Dywidenda/buyback	0	0	-67	0	0
FCF	101	173	-103	-132	-7
FCF/EBITDA	6%	10%	-4%	-5%	0%
CFO/EBITDA	86%	95%	95%	101%	102%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	6 646	6 806	7 539	7 595	7 659
Aktywa trwałe	4 952	5 187	6 277	6 448	6 489
Kapitał własny	3 317	3 484	3 535	3 534	3 519
Udział mniejszości	0	0	0	0	0
Dług netto	931	779	1 709	1 875	1 916
Dług netto/EBITDA (x)	1,3	0,9	1,9	2,3	2,3
Dług netto/kap. wł. (x)	0,3	0,2	0,5	0,5	0,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			FCF/EV		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	5,0	4,6	4,1	3,5	3,8	3,9	-33%	-2%	0%
Maksimum	530,0	31,1	24,7	13,6	12,7	12,1	7%	7%	9%
Mediana	18,0	15,8	14,7	11,0	8,4	9,5	3%	4%	5%
Waga	0%	17%	17%	0%	17%	17%	0%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Praca przewozowa	27 287	27 748	28 890	28 562	27 651	27 649	27 844	28 055	28 283	28 528	28 791
Średnie ceny	150	152	154	158	162	165	169	172	175	179	183
Koszt / tkm	172	179	182	184	188	191	194	197	200	204	207
Przychody	4 864	4 987	5 262	5 329	5 293	5 394	5 533	5 679	5 832	5 992	6 159
EBITDA	914	805	828	849	864	892	911	933	955	976	995
marża EBITDA	18,8%	16,2%	15,7%	15,9%	16,3%	16,5%	16,5%	16,4%	16,4%	16,3%	16,2%
EBIT	184	32	14	76	107	125	139	153	166	180	197
Podatek	31	0	-5	10	18	23	26	30	33	36	41
CAPEX	-969	-944	-853	-799	-773	-778	-783	-787	-792	-798	-799
Kapitał obrotowy	-17	6	14	3	-2	5	7	8	8	8	9
FCF	-103	-132	-7	44	70	96	110	124	137	150	165
PV FCF	-102	-123	-6	36	56	72	77	82	86	89	
WACC	6,0%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,9%	5,9%	5,9%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Wartość firmy (EV)	1 913
Dług netto	846
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	23,84

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	10,28
DCF	50%	23,84
Cena wynikowa		17,06
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		**18,13**

Stelmet

trzymaj (podtrzymana)

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

Rosnące koszty pracy (+4,7 mln PLN), rosnące koszty energii (+1,7 mln PLN) oraz wyższe koszty zakupu drewna (+4,9 mln PLN), to główne wyzwania Grupy Stelmet na 2020 rok. W tym kontekście przy ograniczonych możliwościach podwyżek cen dla klientów, naszym zdanie Grupie trudno będzie poprawić wyniki w nadchodzącym roku. Z drugiej strony brak znaczących nakładów inwestycyjnych na horyzoncie przekładać się powinno na zwiększenie strumienia gotówki do dystrybucji dla akcjonariuszy. Naszym zdaniem 2020 rok może być pierwszym od 2015 roku, kiedy Stelmet wypłaci dywidendę (oczekujemy DPS 0,19 PLN/akcja). Aktualizujemy nasze prognozy oraz podwyższamy naszą cenę docelową z 8,10 PLN/akcja do 8,78 PLN/akcja. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Cena bieżąca	8,20 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	8,78 PLN	+7,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**trzymaj**	**8,78 PLN**	**2019-12-05**
poprzednia	trzymaj	8,10 PLN	2019-10-07

Podstawowe dane			**STL PW**	**vs. WIG**
Ticker	STL PW	Zmiana 1M	-0,6%	+4,8%
ISIN	PLSTLMT00010	Zmiana YTD	+13,3%	+16,0%
Liczba akcji (mln)	29,4	Średni obrót 1M		0,0 mln PLN
MC (mln PLN)	240,8	Średni obrót 6M		0,0 mln PLN
EV (mln PLN)	391,1	EV/EBITDA 12M fwd	5,1	-22,0%
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	600	618
EBITDA	58	69	70	68	69
marża EBITDA	10,7%	12,4%	12,1%	11,3%	11,2%
EBIT	21	27	28	25	25
Zysk netto	19	10	19	19	19
P/E	12,4	25,1	12,8	12,8	12,6
P/BV	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	7,3	6,1	5,6	5,3	4,9
DPS	0,00	0,00	0,00	0,19	0,32
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	2,3%	3,9%

Zmiana prognoz	**2019P**	**2020P**	**2021P**
EBITDA	-4,9%	-0,6%	-0,9%
Zysk netto	-13,4%	-1,7%	-2,7%
DAO (PLN/m3)	0,0%	+0,5%	+0,5%
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	103	105
Sprzedaż DAO (DE)	101	113	155	168	174
Sprzedaż Pellet	68	89	90	94	97
Przepływy oper.	**39**	**32**	**59**	**60**	**62**
Amortyzacja	37	41	42	43	44
Kapitał obrotowy	-2	-30	-6	-4	-4
Przepływy inw.	**-62**	**-24**	**-29**	**-19**	**-28**
CAPEX	62	23	29	19	28
Przepływy fin.	**76**	**-9**	**-29**	**-29**	**-32**
Dywidenda/buyback	0	0	0	-6	-9
FCF	-11	9	31	42	34
FCF/EBITDA	-18%	13%	44%	61%	49%
CFO/EBITDA	68%	46%	83%	89%	89%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	821	816	815	811	804
Aktywa trwałe	554	522	509	485	468
Kapitał własny	454	461	480	493	503
Udział mniejszości	0	0	0	0	0
Dług netto	182	176	150	118	96
Dług netto/EBITDA (x)	3,2	2,6	2,1	1,7	1,4
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	8,6	8,5	8,2	6,3	5,4	4,6
Maksimum	73,7	59,9	396,0	40,4	18,9	17,3
Mediana	22,5	17,0	12,5	12,8	7,1	6,3
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
DAO (PLN/m3)	1 792	1 829	1 853	1 878	1 904	1 930	1 956	1 983	2 010	2 038	2 066
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	600	618	633	649	664	680	696	713	731	749
EBITDA	70	68	69	70	71	71	71	71	70	69	67
marża EBITDA	12,1%	11,3%	11,2%	11,0%	10,9%	10,7%	10,4%	10,2%	9,9%	9,5%	9,0%
EBIT	28	25	25	25	26	26	24	23	21	20	18
Podatek	3,6	3,1	3,0	3,0	2,6	2,1	1,9	1,6	1,4	1,1	0,8
CAPEX	-29	-19	-28	-31	-33	-36	-39	-42	-46	-48	-49
Kapitał obrotowy	-6,3	-4,4	-4,4	-3,5	-3,6	-3,7	-3,7	-3,8	-3,9	-4,2	-4,3
FCF	31	42	34	32	31	30	27	23	20	18	16
PV FCF	31	39	30	26	23	20	17	14	11	9	
WACC	6,9%	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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	220
Dług netto	182
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	6,02

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	10,49
DCF	50%	6,02
Cena wynikowa		8,26
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		**8,78**

Deweloperzy

Atal

kupuj (podwyższona)

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

Dzięki przeskalowaniu działalności, na koniec września Atal miał w ofercie blisko 4,8 tys. lokali (+44% r/r). Ekspansja ofertowa (istotnie przewyższająca szeroki rynek) przy mocnym popycie mieszkaniowym przełożyła się na wzrost sprzedaży o 29% r/r (9M). Realizacja rekordowego celu określonego Zarząd na 3 tys. sprzedanych lokali w '19 jest naszym zdaniem niezagrożona, a biorąc pod uwagę solidną ofertę (1,7x 12M sprzedaż vs. ~1,1x w 2017-18) ma również szanse utrzymać się w pobliżu tego poziomu w 2020 r. Przy wyższej niż oczekiwaliśmy rozbudowie oferty w '19 (i nieco wyższych założeniach na '20) podwyższamy nasze prognozy wolumenów sprzedaży łącznie o 6,5% na lata 2019-21. Co równie istotne, zwiększenie liczby mieszkań w budowie (7,6 tys., +23% r/r) będzie miało przełożenie na wzrost przekazań i rosnące zyski w latach 2020-22. Z uwagi na przesunięcie harmonogramu przekazań na końcówkę 4Q, w 2019 obniżamy naszą prognozę przekazań i ZN do 145 mln PLN (P/E=9,8x), ale jednocześnie podwyższamy poziom przekazań na lata kolejne (łącznie o +8,5% w 2019-22), oczekując wzrostu ZN do 177 mln PLN w '20 (P/E=8,1x) oraz do poziomu ok. 225-250 mln PLN w latach 2021-22 (P/E=5,8 -6,3x). Ponadprzeciętnie wysoki bank ziemi (12,3 tys.), który razem z lokalami w budowie (7,6 tys.) pozwala na rozliczenie średnio ok. 2,9tys. lokali rocznie przez ponad 6 lat, ogranicza bieżące potrzeby zakupowe gruntów. Przy oczekiwanym obniżeniu wskaźnika DN/KW pozwala to utrzymać wysoki poziom wypłaty dywidendy (DY'20-23=12%). Dodatkowy upside do naszych prognoz stanowi realizacja inwestycji w Dreźnie (przedwstępna umowa zakupu gruntu podpisana w sierpniu w ramach JV). Podwyższamy cenę docelową dla akcji Atalu do 44,9 PLN i rekomendację do kupuj.

Cena bieżąca	37,20 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	44,90 PLN	+20,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**44,90 PLN**	**2019-12-05**
poprzednia	akumuluj	41,89 PLN	2019-07-03

Podstawowe dane			**1AT PW**	**vs. WIG**
Ticker	1AT PW	Zmiana 1M	+7,8%	+13,2%
ISIN	PLATAL000046	Zmiana YTD	+45,0%	+47,7%
Liczba akcji (mln)	38,7	Średni obrót 1M		0,2 mln PLN
MC (mln PLN)	1 440,2	Średni obrót 6M		0,4 mln PLN
EV (mln PLN)	1 913,2	EV/EBITDA 12M fwd	7,9	+0,2%
Free float	11,6%	EV/EBITDA 5Y avg	7,8	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	866	1 055	813	1 037	1 294
ZBNS	248	284	222	270	333
marża ZBNS	28,6%	26,9%	27,3%	26,0%	25,8%
EBIT	222	260	190	235	296
Zysk netto	171	201	145	177	226
P/E	8,4	7,2	9,9	8,1	6,4
P/BV	1,8	1,7	1,8	1,7	1,6
EV/EBITDA	7,4	6,8	10,0	7,8	6,3
DPS	1,68	3,54	4,70	3,44	4,16
DYield	4,5%	9,5%	12,6%	9,3%	11,2%

Zmiana prognoz	**2019P**	**2020P**	**2021P**
Przychody	-16,6%	+3,8%	+16,6%
MBNS	+0,0 p.p.	-0,2 p.p.	-0,2 p.p.
EBIT	-19,0%	+3,2%	+17,4%
Zysk netto	-19,7%	+2,5%	+18,2%
Przekazane lokale	-15,0%	+1,8%	+15,8%

Rachunek wyników i bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przekazane lokale (szt.)	2 308	2 678	2 188	2 871	3 327
Przychód (tys. PLN)/lokal	375	394	372	361	389
SG&A	28	31	33	35	36
SG&A/przychody	**3,3%**	**2,9%**	**4,1%**	**3,3%**	**2,8%**
Marża EBIT	25,6%	24,6%	23,4%	22,6%	22,9%
Marża zysku netto	19,8%	19,0%	17,8%	17,0%	17,5%
Gotówka	266	192	328	274	235
Dług netto	214	333	568	473	483
Dług netto/kap. włas.	**27%**	**39%**	**58%**	**47%**	**48%**
Zapasy	1 342	1 487	1 797	1 725	1 778
Zapasy/przychody	**155%**	**141%**	**210%**	**161%**	**135%**
Zaliczki	365	225	326	300	277
Zaliczki/zapasy	**27%**	**15%**	**18%**	**17%**	**16%**
Kapitał własny	795	858	820	864	929
ROE	**24,9%**	**25,3%**	**16,9%**	**21,5%**	**26,2%**

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	**198**	**38**	**56**	**214**	**138**
Amortyzacja	1	1	2	2	2
Kapitał obrotowy	-13	-194	-71	19	-106
CF inwestycyjny	**1**	**1**	**12**	**5**	**4**
CAPEX	-1	-1	-1	-2	-2
CF finansowy	**-121**	**-113**	**68**	**-273**	**-181**
Dywidenda	-65	-137	-183	-133	-161

Analiza porównawcza

	P/BV			P/E		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	0,68	0,87	0,71	4,6	7,3	5,9
Maksimum	2,22	2,18	2,15	9,5	15,0	9,6
Mediana	0,99	1,18	0,93	6,3	8,8	8,3
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Przychody	813	1 037	1 294	1 332	949	968	987	1 007	1 027	1 047	1 068
EBITDA	192	237	298	322	198	183	186	190	193	197	201
marża EBITDA	23,6%	22,8%	23,0%	24,2%	20,9%	18,9%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%
Amortyzacja	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
EBIT	190	235	296	320	196	181	184	188	191	195	199
Podatek	37	45	56	61	37	34	35	36	36	37	38
NOPLAT	153	190	240	260	159	146	149	152	155	158	161
CAPEX	-1	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2
Kapitał obrotowy	-71	19	-106	3	32	-9	-9	-8	-8	-8	-8
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	83	209	134	263	191	137	140	144	147	150	153
PV FCF	83	193	115	210	141	94	89	86	81	77	
WACC	7,5%	7,6%	7,5%	7,7%	7,6%	7,6%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	2 555
Skor. dług netto*	516
Inne korekty	-1
Wycena DCF na akcję (PLN)	52,69

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	28,58
DYield-porównawcza	17%	38,19
DCF	50%	52,69
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		**44,90**

Dom Development

trzymaj (podtrzymana)

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

W 2019 r. Spółka pozytywnie zaskoczyła lepszą od oczekiwań rentownością, co przy dobrym popycie mieszkaniowym dało wzrost kursu +68% YTD. Ostatni guidance Zarządu (ZN'2019 +10% r/r) sugeruje, że wynik roczny będzie o ~6% lepszy od konsensusu. Perspektywy na lata 2020-21 również wyglądają obiecująco, a w świetle mocnego wzrostu cen mieszkań spodziewamy się, że i konsensus na lata 2020-21 może być niedoszacowany. Podwyższamy nasze prognozy ZN o +8% w '20 (271 mln PLN) i o 26% w '21 (287 mln PLN), o 11% i 31% powyżej konsensusu. W 2020 r. mimo spadku r/r poziomu przekazań oczekujemy wzrostu ZN z uwagi na rozliczenie projektów z wysoką ceną i marżą. Przy kumulacji przekazań w 4Q'20 (z ~3,8k lokali, których budowa zakończy się w '20, ok. 45% przypada na 4Q) zakładamy, że 950 lokali przejdzie w wyniki 2021 r., a to – przy utrzymaniu tempa nowych uruchomień w 4Q'19-1H'20 generuje potencjał dla wysokiego poziomu przekazań i ZN także w 2021. Co równie istotne, przy trudnej sytuacji ofertowej w Warszawie (oferta -25% r/r), DOM z powodzeniem kompensuje to rozwojem biznesu w Trójmieście (oferta +31%) i Wrocławiu (+50%)i pozwala utrzymać stabilne wolumeny sprzedaży (+4% r/r w 9M'19). Plany Spółki zakładają częściową odbudowę oferty w Warszawie w 4Q a rozbudowany bank ziemi w Trójmieście daje podstawy do dalszego zwiększenia tam skali działalności. Oczekujemy zatem utrzymania porównywalnego poziomu zagregowanych przekazań w '20-21 jak w '18-19, choć inna jest ich struktura (WRO, TRI:↑, WWA↓) oraz wzrostu zagregowanych ZN. Wysokie perspektywy zysków sprzyjają również utrzymaniu wysokich dywidend (DY'20-21=11%). Naszym zdaniem obecna cena rynkowa DOM uwzględnia jednak jej atuty tj. sprawność operacyjną, silny bilans, potencjał dywidendy. Podtrzymujemy zatem rekomendację trzymaj i podnosimy cenę docelową o 9,6% do 88,92 PLN.

Cena bieżąca	93,00 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	88,92 PLN	-4,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**trzymaj**	**88,92 PLN**	**2019-12-05**
poprzednia	trzymaj	81,10 PLN	2019-09-05

Podstawowe dane			**DOM PW**	**vs. WIG**
Ticker	DOM PW	Zmiana 1M	+9,4%	+14,8%
ISIN	PLDMDVL00012	Zmiana YTD	+72,4%	+75,1%
Liczba akcji (mln)	25,1	Średni obrót 1M		0,2 mln PLN
MC (mln PLN)	2 331,4	Średni obrót 6M		0,3 mln PLN
EV (mln PLN)	2 474,2	EV/EBITDA 12M fwd	7,9	-9,7%
Free float	25,2%	EV/EBITDA 5Y avg	8,7	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	1 405	1 654	1 689	1 738	1 906
ZBNS	386	455	481	509	537
marża ZBNS	27,5%	27,5%	28,5%	29,3%	28,2%
EBIT	235	282	314	336	358
Zysk netto	191	227	252	271	287
P/E	12,1	10,2	9,2	8,6	8,1
P/BV	2,3	2,2	2,2	2,1	2,1
EV/EBITDA	9,8	8,2	7,5	7,5	7,4
DPS	5,05	7,60	9,05	10,06	10,81
DYield	5,4%	8,2%	9,7%	10,8%	11,6%

Zmiana prognoz	**2019P**	**2020P**	**2021P**
Przychody	-0,0%	-4,3%	+6,9%
MBNS	+1,2 p.p.	+2,4 p.p.	+2,0 p.p.
EBIT	+7,3%	+7,4%	+25,9%
Zysk netto	+7,1%	+7,9%	+26,2%
Przekazane lokale	-0,4%	-6,6%	+2,8%

Rachunek wyników i bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przekazane lokale (szt.)	2 929	3 633	3 512	3 189	3 892
Przychód (tys. PLN)/lokal	480	455	481	545	490
SG&A	138	162	161	167	173
SG&A/przychody	**9,9%**	**9,8%**	**9,5%**	**9,6%**	**9,1%**
Marża EBIT	16,8%	17,1%	18,6%	19,4%	18,8%
Marża zysku netto	13,6%	13,7%	14,9%	15,6%	15,1%
Gotówka	331	317	311	241	217
Dług netto	64	78	143	319	442
Dług netto/kap. włas.	**6%**	**7%**	**13%**	**29%**	**40%**
Zapasy	1 989	2 114	2 370	2 472	2 621
Zapasy/przychody	**142%**	**128%**	**140%**	**142%**	**138%**
Zaliczki	568	625	707	685	705
Zaliczki/zapasy	**29%**	**30%**	**30%**	**28%**	**27%**
Kapitał własny	1 002	1 046	1 077	1 096	1 112
ROE	**20,5%**	**22,7%**	**24,1%**	**25,2%**	**26,2%**

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	**198**	**233**	**166**	**89**	**162**
Amortyzacja	7	10	15	15	15
Kapitał obrotowy	-9	-1	-95	-181	-144
CF inwestycyjny	**-213**	**-43**	**-17**	**-16**	**-11**
CAPEX	-8	-11	-13	-11	-11
CF finansowy	**-120**	**-187**	**-169**	**-149**	**-175**
Dywidenda	-126	-190	-227	-252	-271

Analiza porównawcza

	P/BV			P/E		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	0,68	0,87	0,71	4,6	7,3	5,9
Maksimum	1,74	1,65	1,54	9,8	15,0	9,6
Mediana	0,99	1,18	0,93	6,3	8,1	7,4
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Przychody	1 689	1 738	1 906	1 699	1 631	1 663	1 697	1 731	1 765	1 800	1 836
EBITDA	325	347	369	281	226	221	223	228	232	236	241
marża EBITDA	19,2%	20,0%	19,4%	16,5%	13,9%	13,3%	13,2%	13,2%	13,1%	13,1%	13,1%
Amortyzacja	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11
EBIT	314	336	358	270	215	210	212	217	221	225	230
Podatek	61	64	68	51	41	40	40	41	42	43	44
NOPLAT	253	272	290	218	174	170	172	175	179	183	186
CAPEX	-12	-11	-11	-11	-11	-11	-11	-11	-11	-11	-11
Kapitał obrotowy	-95	-181	-144	39	91	-8	-8	-8	-8	-8	-8
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	157	91	147	257	265	161	163	167	170	174	178
PV FCF	156	84	125	203	195	110	103	98	92	87	0
WACC	8,3%	8,0%	7,8%	7,8%	7,9%	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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	2 778
Skor. Dług netto*	305
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	98,67

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	58,50
DYield-porównawcza	17%	88,73
DCF	50%	98,67
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		**88,92**

Handel

AmRest

trzymaj (podtrzymana)

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

Po serii przejęć dokonanych w poprzednich latach, wskaźnik zadłużenia AmRest wzrósł do poziomu 2,9x na koniec 3Q'19. Pozytywny efekt konsolidacji restauracji Sushi Shop na dynamikę wyników Grupy zostanie ograniczony w 4Q'19. Wyniki w 4Q'19 mogą być wspierane przez rozpoznanie jednorazowego zysku na sprzedaży pizzaportal.pl do Glovo (zakładamy 30 mln EUR). Oczekujemy, że tempo poprawy organicznej EBTIDA spadnie do kilkunastu procent r/r vs. 20%+ r/r raportowane w 1Q-3Q'19. Na konferencji za 3Q'19 spółka ponownie obniżyła tempo otwarć restauracji do około 260-70 restauracji brutto (z 300 otwarć wcześniej), a większość nowych placówek zostanie dodanych w 4Q'19. Biorąc pod uwagę niższe tempo otwarć, utrzymywanie się dodatkowych kosztów związanych z integracją przejętych biznesów oraz efekt bazy, oczekujemy spowolnienia tempa poprawy oczyszczonej EBITDA r/r w 2020 roku do 19,7% r/r. Jednocześnie widzimy ograniczony potencjał do przyśpieszenia tempa wzrostu przez akwizycję ze względu na wysoki poziom zadłużenia spółki. Jedną z opcji sfinansowania potencjalnego przejęcia byłaby emisja akcji. AmRest jest obecnie wyceniany z premią do spółki Alsea przedstawiającą bardzo zbliżony model biznesowy. Historycznie premia była uzasadniona ze względu na wzrost biznesu przez szereg akwizycji. Biorąc pod uwagę perspektywy wzrostu biznesu w kolejnych latach, uważamy że spółka jest odpowiednio wyceniona.

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	46,35 PLN	
Cena docelowa	47,00 PLN	+1,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**trzymaj**	**47,00 PLN**	**2019-12-05**
poprzednia	trzymaj	48,00 PLN	2019-11-06

Podstawowe dane			**EAT PW**	**vs. WIG**
Ticker	EAT PW	Zmiana 1M	-2,0%	+3,4%
ISIN	ES0105375002	Zmiana YTD	+15,9%	+18,6%
Liczba akcji (mln)	219,6	Średni obrót 1M	31,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	10 176,3	Średni obrót 6M	8,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	12 847,7	EV/EBITDA 12M fwd	11,9	+7,8%
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	1 238	1 547	1 957	2 226	2 500
EBITDA	131	152	242	262	304
marża EBITDA	10,5%	9,8%	12,3%	11,8%	12,2%
EBIT	63	72	131	135	156
Zysk netto	43	43	63	66	79
P/E	55,4	55,3	37,5	36,2	30,2
P/BV	7,6	5,7	5,0	4,4	3,8
EV/EBITDA	20,9	19,3	12,4	11,6	9,9
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Zmiana prognoz	**2019P**	**2020P**	**2021P**
EBITDA	+17,5%	+2,9%	-2,8%
Zysk netto	+16,1%	-12,0%	-25,0%
Sprzedaż/rest.	+1,3%	+2,4%	+2,6%
marża EBITDA oczyszczona	+0,9p.p.	+0,9p.p.	+0,3p.p.
Liczba rest.	-5,2%	-7,6%	-7,2%

Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln EUR)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA (PL)	370	409	461	516	559
EBITDA (WE)	400	570	802	866	954
EBITDA (ES)	217	244	281	320	348
EBITDA (RU)	142	169	206	255	300
EBITDA (CZ)	139	170	197	234	276
Przepływy oper.	**150**	**164**	**213**	**227**	**262**
Amortyzacja	78	92	111	127	148
Amortyzacja (MSSF 16)	0	0	143	161	181
Kapitał obrotowy	-22	-7	3	20	20
Przepływy inw.	**-230**	**-421**	**-262**	**-256**	**-236**
CAPEX	-217	-398	-255	-256	-236
Przepływy fin.	**139**	**242**	**-120**	**-101**	**-181**
Wpływy/spłaty pożyczek	436	283	61	60	0
FCF	-117	-266	-49	-6	51
CFO/EBITDA	101%	94%	85%	86%	86%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln EUR)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
marża EBITDA (PL)	12,6%	11,8%	12,3%	11,4%	11,4%
marża EBITDA (WE)	11,6%	10,1%	9,8%	10,6%	11,1%
marża EBITDA (ES)	22,6%	22,0%	19,5%	19,2%	18,7%
marża EBITDA (RU)	11,8%	13,5%	12,1%	12,6%	12,5%
marża EBITDA (CZ)	19,7%	20,8%	19,4%	18,9%	18,9%
Dług netto	340	543	614	643	616
Dług netto/EBITDA (x)	2,3	3,1	2,5	2,4	2,0

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	12,3	11,7	11,1	8,1	8,0	7,8
Maksimum	58,6	45,5	36,1	35,0	27,3	22,4
Mediana	26,5	24,2	21,7	15,8	13,5	12,5
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln EUR)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Sprzedaż/rest.	204	206	207	211	213	215	215	216	216	217	217
zmianar/r	12,1%	0,9%	0,5%	1,8%	1,1%	0,8%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Liczba rest.	2 393	2 698	3 017	3 288	3 519	3 715	3 901	4 077	4 245	4 405	4 405
Przychody	1 547	1 957	2 226	2 500	2 775	3 001	3 193	3 362	3 523	3 676	3 676
EBITDA	174	250	263	305	345	381	409	431	452	472	472
marża EBITDA	11,2%	12,8%	11,8%	12,2%	12,4%	12,7%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%
EBIT	72	131	135	156	185	216	245	271	296	322	322
Podatek	20	32	32	37	44	52	59	65	71	77	77
CAPEX	-398	-255	-256	-236	-205	-180	-158	-153	-148	-143	-143
Kapitał obrotowy	-12	-3	20	20	20	17	14	12	12	11	11
FCF	-266	-49	-6	51	115	165	204	223	241	259	259
PV FCF	0	-48	-6	43	89	117	133	133	132	130	
WACC	8,6%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln EUR)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	2 652
Dług netto	543
Inne korekty	43
Wycena DCF na akcję (PLN)	40,50

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	48,45
DCF	50%	40,50
Cena wynikowa		44,48
Koszt kapitału 9M		6,6%
Cena docelowa za 9M		**47,00**

CCC

kupuj (podtrzymana)

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

Rok 2019 nie jest udany dla CCC. W 9M'19 wyniki CCC obciążone były przez (1) optymalizację struktury zapasów, (2) wprowadzenie nowego systemu do obsługi logistyki (obciążenie wyniku 1Q'19), (3) konsolidację straty KVAG, (4) restrukturyzację KVAG, (5) konsolidację i restrukturyzację Gino Rossi, (6) dodatkowe nakłady na sponsoring oraz (7) zawyżone koszty marketingu (2Q'19 w e-commerce). Spółka poszerzyła ofertę o buty Gino Rossi, buty DeeZee oraz marki sportowe. Poprawa struktury zapasów, którą odzwierciedla spadek wskaźnika zapasów/mkw. o 12% r/r na koniec 3Q'19 pomimo dodania do oferty Gino Rossi, DeeZee, butów marek sportowych (zapasy/mkw. -25% r/r w markach CCC), powinna pozytywnie wpłynąć na wyniki 4Q'19 (mniejsza aktywność promocyjna). Naszym zdaniem EBITDA spółki w 4Q'19 (bez MSSF 16) ulegnie poprawie r/r, na co wpływać powinny (1) utrzymanie płaskiej marży brutto na sprzedaży r/r pomimo wzrostu udziału marek sportowych i e-commerce w sprzedaży, (2) utrzymania dyscypliny kosztów G&A, (3) niższych kosztów KVAG, (4) pozytywnego efektu konsolidacji Gino Rossi, oraz (5) efektu niskiej bazy w segmencie e-commerce. Oczekujemy kontynuacji poprawy wyników w kolejnych kwartałach, wspieranych przez (1) poprawę r/r wyników w KVAG, (2) zwiększenie atrakcyjności oferty (3) poprawę wyniku w e-commerce, (4) efekt niskiej bazy (jednorazowe zdarzenia mające miejsce w 2019 roku), oraz (5) poprawę wyniku Gino Rossi. Nieznacznie rewidujemy nasze prognozy przyjmując bardziej konserwatywne podejście przy szacowaniu sprzedaży/mkw. Uwzględniając powyższe uważamy, że kurs zbyt mocno dyskontuje negatywne zdarzenia z 2019 roku oraz nie uwzględnia oczekiwanej ścieżki poprawy wyników w spółce od 4Q'19.

Cena bieżąca	108,10 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	157,00 PLN	+45,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**157,00 PLN**	**2019-12-05**
poprzednia	kupuj	160,00 PLN	2019-11-06

Podstawowe dane			CCC PW	vs. WIG
Ticker	CCC PW	Zmiana 1M	-4,8%	+0,6%
ISIN	PLCCC0000016	Zmiana YTD	-43,9%	-41,2%
Liczba akcji (mln)	41,1	Średni obrót 1M	10,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 445,8	Średni obrót 6M	18,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	5 494,3	EV/EBITDA 12M fwd	6,3	-56,2%
Free float	59,4%	EV/EBITDA 5Y avg	14,5	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	3 938	4 726	6 021	7 147	8 080
EBITDA skor.	481	526	369	612	751
marża EBITDA	12,2%	11,1%	6,1%	8,6%	9,3%
EBIT	463	279	202	433	567
Zysk netto skor.	347	133	44	196	295
P/E skor.	12,8	33,4	101,8	22,7	15,0
P/BV	3,8	3,9	3,9	3,6	3,1
EV/EBITDA skor.	10,2	9,9	14,9	9,2	7,4
DPS	2,47	2,30	0,48	2,00	2,00
DYield	2,3%	2,1%	0,4%	1,9%	1,9%
Zmiana prognoz			**2019P**	**2020P**	**2021P**
EBITDA			-7,2%	-4,0%	-3,7%
Zysk netto			-29,1%	-9,2%	-7,0%
MBNS			-0,2 p.p.	-0,2 p.p.	-0,2 p.p.
Sprzedaż det/mkw.			-1,6%	-1,9%	-1,9%
SG&A/mkw.			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Sprzedaż (stacjonarne)	3 332	3 748	4 567	5 257	5 718
EBITDA (stacjonarne)	393	423	300	454	530
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%	49,4%	49,3%	48,5%
Przepływy oper.	**78**	**996**	**1 027**	**1 010**	**1 195**
Amortyzacja	93	602	729	822	877
Kapitał obrotowy	-383	244	151	-152	-117
Przepływy inw.	**-222**	**-621**	**-717**	**-246**	**-228**
CAPEX	245	439	486	246	228
Przepływy fin.	**515**	**-515**	**-276**	**-669**	**-1 115**
Dywidenda/buyback	-101	-95	-20	-82	-82
FCF	-189	274	-87	131	298
FCF/EBITDA	-39%	52%	-24%	21%	40%
CFO/EBITDA	16%	189%	279%	165%	159%

*szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Polska (wynik segmentu)	378	283	339	393	411
CEE (wynik segmentu)	111	110	85	116	137
WE (Wynik segmentu)	-38	-72	-106	-42	-13
eobuwie.pl (% sprzedaży)	15,4%	20,7%	24,1%	26,4%	29,2%
Środki pieniężne	512	376	407	502	354
Dług netto	406	641	942	1 048	996
Dług netto/EBITDA (x)	0,8	0,7	1,0	0,8	0,7

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	8,8	8,1	7,6	7,6	7,7	7,6
Maksimum	339,7	90,2	43,7	43,7	26,3	23,7
Mediana	24,9	22,6	20,2	20,2	15,9	14,9
waga	10%	20%	20%	10%	20%	20%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Sprzedaż det/mkw.	537	552	550	539	536	525	514	506	501	499	499
SG&A/mkw.	255	248	244	240	239	239	238	238	237	237	237
Powierzchnia	754	832	900	936	975	1 009	1 039	1 061	1 085	1 110	1 110
Przychody	6 021	7 147	8 080	8 537	9 001	9 391	9 778	10 176	10 640	11 177	11 457
EBITDA	369	612	751	815	863	858	862	875	904	953	976
marża EBITDA	6,1%	8,6%	9,3%	9,5%	9,6%	9,1%	8,8%	8,6%	8,5%	8,5%	8,5%
EBIT	202	433	567	634	685	684	692	709	742	793	813
Podatek	120	82	108	120	130	130	131	135	141	151	155
CAPEX	-486	-246	-228	-155	-168	-155	-149	-133	-141	-150	-150
Kapitał obrotowy	151	-152	-117	-97	-69	-80	-67	-68	-72	-83	-83
FCF	-87	131	298	442	496	493	514	539	549	569	583
PV FCF	-86	120	254	348	360	329	315	303	283	269	253
WACC	7,5%	7,7%	7,8%	8,1%	8,4%	8,7%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdyskontowana wartość FCF	6 741
Dług netto	641
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	148,30

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	147,40
DCF	50%	148,30
Cena wynikowa		147,85
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		**157,00**

Dino

akumuluj (bez zmian)

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

Naszym zdaniem kurs akcji za mocno zdyskontował komentarz Zarządu dotyczący trudności z poprawą marży EBITDA w 4Q'19 r/r (część uczestników rynku odniosła deklarację do całego 2019 roku) oraz informację o planowanym dodaniu przynajmniej takiej samej ilości sklepów w 2020 roku, co w 2019 roku. Zwracamy uwagę, że pomimo zakładanego przez nas pogorszenia marży EBITDA o 0,2p.p. r/r w 4Q'19 (negatywny efekt bazy), spółka powinna poprawić rentowność EBITDA o 0,1p.p. r/r w 2019 roku. W kwestii otwarć retoryka Zarządu była podobna jak w poprzednich latach, kiedy spółka finalnie otwierała około 120% ilości sklepów z poprzedniego roku. Biorąc pod uwagę szacowaną ilość zabezpieczonych działek pod sklepy (szacowane 900+ działek) nie widzimy ryzyka do realizacji zakładanego przez nas tempa ekspansji (powiększenie sieci o 293 sklepy w 2020 roku). Ryzykiem dla zakładanej dynamiki otwarć może być obecnie niska stopa bezrobocia. W 2020 roku zakładamy, ze presja ze strony kosztów wynagrodzeń na marżę EBITDA zostanie skompensowana przez kontynuację wzrostu efektywności sprzedaży (spółka jest najmocniej eksponowana na ten segment rynku, gdzie dochód rozporządzalny powinien rosnąć najszybciej) oraz poprawę warunków zakupowych. W efekcie oczekujemy nieznacznej poprawy marży EBITDA o 0,1p.p. r/r do 9,5% oraz wzrostu EBITDA w tempie 31% w 2020 roku. Prognozujemy, że spółka będzie poprawiała EBITDA w tempie 24,7% CAGR 2019-23, co stawia Dino wśród najszybciej rosnących podmiotów w sektorze. Uwzględniając powyższe, wykorzystywalibyśmy obecną korektę kursu do kupna akcji Dino.

Cena bieżąca	136,00 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	148,60 PLN	+9,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**akumuluj**	**148,60 PLN**	**2019-11-25**

Podstawowe dane			**DNP PW**	**vs. WIG**
Ticker	DNP PW	Zmiana 1M	-13,5%	-8,1%
ISIN	PLDINPL00011	Zmiana YTD	+41,9%	+44,6%
Liczba akcji (mln)	98,0	Średni obrót 1M	45,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	13 333,4	Średni obrót 6M	24,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	13 980,7	EV/EBITDA 12M fwd	15,3	-4,4%
Free float	48,9%	EV/EBITDA 5Y avg	16,0	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	4 463	5 839	7 628	9 923	12 611
EBITDA	389	541	717	939	1 205
marża EBITDA	8,7%	9,3%	9,4%	9,5%	9,6%
EBIT	303	429	565	739	947
Zysk netto	214	308	407	547	728
P/E	62,4	43,4	32,8	24,4	18,3
P/BV	14,7	11,0	8,2	6,1	4,6
EV/EBITDA	35,5	25,7	19,5	14,8	11,4
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	1 837
Powierzchnia	295	376	474	592	724
Średnia powierzchnia skl.	381	385	388	391	394
MBNS	23,3%	24,2%	24,4%	25,1%	25,4%
Sklepów/centrum dystryb.	258	244	305	303	306
Przepływy oper.	**497**	**643**	**826**	**1 107**	**1 386**
Amortyzacja	86	112	152	201	258
Kapitał obrotowy	131	125	214	288	343
Przepływy inw.	**-402**	**-634**	**-926**	**-956**	**-1 137**
CAPEX	-411	-636	-928	-956	-1 137
Przepływy fin.	**41**	**82**	**184**	**-266**	**-253**
Wpływy/spłaty pożyczek	31	174	117	-200	-203
FCF	50	-55	-102	131	231
FCF/EBITDA	13%	-10%	-14%	14%	19%
CFO/EBITDA	128%	119%	115%	118%	115%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(dni)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Cykl konw. zapasów	39,3	36,7	35,5	34,5	33,3
Cykl konw. należności	3,1	2,4	1,3	1,3	1,3
Cykl konw. zobowiązań	86,5	94,2	87,2	89,2	90,2
Cykl konw. gotówki	-44,1	-55,0	-50,3	-53,3	-55,5
Narzut SG&A	16,6%	16,9%	17,0%	17,7%	17,9%
Dług netto (mln PLN)	485	565	647	561	362
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	-5,4	-4,7	-4,7	11,8	10,4	9,8	6,1	6,8	6,6
Maksimum	2,3	1,8	1,6	35,2	24,9	21,8	13,1	12,2	11,4
Mediana	1,3	1,2	1,1	15,7	13,6	12,3	9,8	7,7	7,3
waga	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Liczba sklepów	1 221	1 514	1 837	2 153	2 453	2 738	3 009	3 266	3 511	3 743	3 743
Sprzedaż/mkw.	1 497	1 552	1 597	1 594	1 608	1 622	1 621	1 620	1 619	1 618	1 618
narzut SG&A	17,0%	17,7%	17,9%	17,9%	17,9%	18,0%	18,3%	18,3%	18,3%	18,3%	18,3%
Przychody	7 628	9 923	12 611	15 112	17 741	20 343	22 692	24 970	27 178	29 321	29 321
EBITDA	707	929	1 195	1 437	1 695	1 919	2 139	2 346	2 551	2 738	2 748
marża EBITDA	9,3%	9,4%	9,5%	9,5%	9,6%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,3%	9,4%
EBIT	565	739	947	1 123	1 328	1 502	1 674	1 842	2 004	2 161	2 161
Podatek	105	140	180	213	252	285	318	350	381	411	1 892
CAPEX	-928	-956	-1 137	-1 121	-1 127	-1 179	-1 056	-1 138	-1 158	-587	-587
Kapitał obrotowy	214	288	343	327	352	308	261	268	260	-345	-345
FCF	-102	131	231	439	678	773	1 036	1 137	1 281	1 405	1 440
PV FCF	-94	112	183	322	459	484	599	607	631	638	654
WACC	8,4%	8,4%	7,7%	7,9%	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	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdyskontowana wartość FCF	11 023
Dług netto	565
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	146,87

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	122,20
DCF	50%	146,87
Cena wynikowa		139,47
Koszt kapitału 9M		6,5%
Cena docelowa za 9M		**148,60**

Eurocash

redukuj (bez zmian)

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

Reorganizacja oraz optymalizacja kosztowa pozwalają Eurocash na stopniową poprawę wyniku w segmencie hurtu. Naszym zdaniem przeprowadzone działania pozwoliły spółce na skompensowanie presji ze strony kosztów wynagrodzeń na rentowność biznesu. W 3Q'19 istotnej poprawie uległ wynik w segmencie detalicznym, gdzie zgodnie z komentarzem zarządu największy wpływ miała poprawa warunków zakupowych (dynamika sprzedaży porównywalnej w sklepach była na niskim poziomie). Kluczowym dla segmentu detalicznego w kolejnych okresach będzie (1) poprawa efektywności sprzedaży, co powinno pomóc ograniczyć efekt rosnących płac na rentowność EBITDA, (2) oraz tempo ekspansji sieci Delikatesy Centrum (spółka powinna ogłosić nowe założenia strategii w 2020 roku). Zwracamy uwagę na rozbieżność pomiędzy Cash EBTIDA (wyliczoną z przepływów z działalności operacyjnej) oraz raportowaną EBITDA, która wyniosła odpowiednio –30/-17 mln PLN w 2018/9M'19. Główną przyczyną rozbieżności jest inny sposób rozpoznawania kosztów odsetek od 2018 roku. Dynamika wyliczonej Cash EBITDA wyniosła -7,7%/+9,8% r/r odpowiednio w 2018/9M vs. zaraportowana EBITDA +3%/+10% r/r odpowiednio w 2018/9M'19. W celu zachowania porównywalności danych z innymi spółkami z sektora, korygujemy nasz szacunek wyniku EBITDA w wycenie. Pomimo poprawy EBITDA r/r w 3Q'19, spółka odnotowała niską dynamikę sprzedaży w C&C, EC Dystrybucja (liczona razem z EC Alkohole), Delikatesy Centrum własne i sieci Eko. Biorąc pod uwagę efekt bazy oczekujemy spowolnienia sprzedaży porównywalnej w 4Q'19. Niska poprawa efektywności sprzedaży może wpłynąć na trudności spółki z kompensowaniem negatywnego efektu wzrostu płac w 2020.

Cena bieżąca	21,96 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	19,80 PLN	-9,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**redukuj**	**19,80 PLN**	**2019-11-25**

Podstawowe dane			**EUR PW**	**vs. WIG**
Ticker	EUR PW	Zmiana 1M	-3,3%	2,1%
ISIN	PLEURCH00011	Zmiana YTD	32,3%	35,0%
Liczba akcji (mln)	139,2	Średni obrót 1M		5,9 mln PLN
MC (mln PLN)	3 056,0	Średni obrót 6M		5,5 mln PLN
EV (mln PLN)	3 558,6	EV/EBITDA 12M fwd	8,9	-11,7%
Free float	53,0%	EV/EBITDA 5Y avg	10,0	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**
Przychody	20 814	22 833	24 581	25 163	25 705
EBITDA skor.	361	341	379	399	418
marża EBITDA	1,7%	1,5%	1,5%	1,6%	1,6%
EBIT skor.	38	214	195	212	225
Zysk netto skor.	85	67	83	105	136
P/E skor.	36,0	45,7	36,9	29,0	22,5
P/BV	3,0	2,9	3,3	3,3	3,4
EV/EBITDA skor.	9,0	10,2	9,4	8,8	8,3
DPS	0,80	0,76	1,03	0,60	0,76
DYield	3,6%	3,5%	4,7%	2,7%	3,5%
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)	18 539	18 850	19 055	19 109	19 122
Detal (S)	5 829	6 105	6 441	6 771	7 092
Projekty (S)	81	81	81	81	81
Inne (EBITDA)	-116	-109	-108	-107	-105
Przepływy oper.	**494**	**582**	**745**	**763**	**780**
D&A	183	204	214	217	222
D&A (leasing)			323	327	321
Kapitał obrotowy	247	196	95	28	42
Przepływy inw.	**-336**	**-462**	**-272**	**-196**	**-215**
CAPEX	-307	-445	-241	-196	-215
Przepływy fin.	**-117**	**-126**	**-563**	**-532**	**-622**
Dywidenda/buyback	-111	-106	-143	-83	-105
FCF	-64	83	155	163	177
FCF/EBITDA	-26%	24%	41%	41%	42%
CFO/EBITDA	223%	139%	167%	164%	161%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln PLN)	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**
Cykl konwersji zapasów	26,3	23,6	23,8	23,9	23,9
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	-24,8	-25,0
Narzut SG&A	11%	12%	12%	12%	12%
Dług netto	115	346	442	406	363
Dług netto/EBITDA (x)	0,5	0,8	1,0	0,9	0,7

Analiza porównawcza

	P/E			**EV/EBITDA**		
	19P	**20P**	**21P**	**19P**	**20P**	**21P**
Minimum	13,4	10,4	9,8	8,2	7,1	6,8
Maksimum	31,8	24,2	19,8	19,5	15,1	12,3
Mediana	16,5	13,6	12,3	9,9	7,7	7,3
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	**19P**	**20P**	**21P**	**22P**	**23P**	**24P**	**25P**	**26P**	**27P**	**28P**	**+**
Hurt (EBITDA)	422	420	415	407	397	395	393	392	392	393	393
Detal (EBITDA)	147	160	182	252	299	327	336	340	342	344	344
Projekty (EBITDA)	-44	-42	-41	-40	-40	-40	-40	-40	-40	-40	-40
Przychody	24 581	25 163	25 705	26 089	26 422	26 643	26 763	26 769	26 845	26 921	26 921
EBITDA	379	399	418	482	521	548	556	559	563	566	566
marża EBITDA	1,54%	1,59%	1,63%	1,85%	1,97%	2,06%	2,08%	2,09%	2,10%	2,10%	2,10%
EBIT	181	197	211	266	300	322	327	329	351	354	354
Podatek	51	84	83	95	99	104	102	102	109	110	110
CAPEX	-283	-196	-215	-217	-220	-222	-192	-197	-207	-246	-246
Kapitał obrotowy	95	28	42	34	32	26	21	15	19	19	19
FCF	155	163	177	218	249	263	298	289	299	263	263
PV FCF	155	150	152	173	183	179	188	169	162	132	
WACC	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,5%
Zdyskontowana wartość FCF	3 395
Dług netto	346
Inne korekty	61
Wycena DCF na akcję (PLN)	21,47

Wycena

(PLN)	**waga**	**cena**
Porównawcza	50%	16,05
DCF	50%	21,47
Cena wynikowa		18,76
Koszt kapitału 9M		5,7%
Cena docelowa za 9M		**19,80**

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, a spółka zaraportowała wysoki wzrost sprzedaży porównywalnej częściowo wspierany przez efekt bazy i wysoką inflację cen żywności. Wzrost sprzedaży porównywalnej pozwala na kompensowanie negatywnego wpływu rosnących kosztów wynagrodzeń i marketingu na rentowność sieci Biedronka (sieć odnotowała płaską marżę EBITDA r/r). W 2019 roku nieznaczną poprawę sprzedaży porównywalnej i marży EBITDA odnotował biznes portugalski. Zastanawiająca jest zapowiedź ograniczenia tempa ekspansji sieci Ara w Kolumbii oraz skupienie się na rentowności sieci vs. plany szybkiej ekspansji (sieć liczyła 578 sklepów na koniec 3Q'19). Jednocześnie przedstawiciele JMT wspominają o szukaniu potencjalnych celów akwizycyjnych. W sieci Biedronka oczekujemy utrzymania wysokiej dynamiki sprzedaży porównywalnej w 4Q'19/1Q'20, która powinna być wspierana przez efekt bazy i inflację cen żywności. Od 2Q'20 oczekujemy spowolnienia dynamiki lfl w sieci Biedronka, co w połączeniu z presją ze strony wynagrodzeń może zmusić spółkę do skoncentrowania się na poprawie marży brutto na sprzedaży w celu utrzymania płaskiej rentowności na poziomie EBITDA w 2020 roku. Wzrost EBITDA r/r w 2020 roku powinien być wspierany przez dalszą poprawę wyniku w sieci Hebe oraz ograniczenie straty w sieci Ara. Z czynników ryzyka na 2020 rok identyfikujemy: (1) dwa postępowania prowadzone przez UOKiK przeciwko sieci Biedronka oraz (2) ponadprzeciętny wzrost płacy minimalnej w 2020 roku.

Cena bieżąca	14,54 EUR	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	14,30 EUR	-1,6%

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

Podstawowe dane			**JMT PL**	**vs. WIG**
Ticker	JMT PL	Zmiana 1M	-3,9%	+1,5%
ISIN	PTJMT0AE0001	Zmiana YTD	+45,1%	+47,8%
Liczba akcji (mln)	629,3	Średni obrót 1M	13,1 mln EUR	
MC (mln EUR)	9 146,8	Średni obrót 6M	12,5 mln EUR	
EV (mln EUR)	9 541,3	EV/EBITDA 12M fwd	8,3	-12,5%
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.	23,7	22,8	20,6	18,5	17,7
P/BV	5,1	5,1	4,7	4,3	3,9
EV/EBITDA skor.	10,0	9,9	9,0	8,2	7,7
DPS	0,69	0,64	0,27	0,29	0,30
DYield	4,8%	4,4%	1,9%	2,0%	2,1%
Zmiana prognoz			**2019P**	**2020P**	**2021P**
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Biedronka (s/mkw. r/r)			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
Pingo Doce (s/mkw. r/r)			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
Recheio (s/mkw. r/r)			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.

Wyniki i przepływy operacyjne (bez MSSF 16)

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

Wskaźniki (bez MSSF 16)

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

*bez MSSF 16

Analiza porównawcza

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

Model DCF (bez MSSF 16)

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

LPP

kupuj (podwyższona)

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

W 2019 roku spółka dostarcza stabilny, dwucyfrowy wzrost wyników r/r. Pozytywnie na efektywność sprzedaży oraz efektywność kosztową wpływają inwestycje poczynione w IT. Duża część pozytywnych efektów (w tym pełna skala wprowadzenia technologii RFID) zostanie rozpoznana w kolejnych okresach. W 4Q'19 spółka powinna utrzymać wysoką dynamikę wyników, która może być dodatkowo wspierane przez efekt niskiej bazy (w 4Q'19 spółka rozpoznała dodatkową rezerwę na zamknięcia sklepów). Pozytywnie oceniamy przyśpieszenie planów wzrostu powierzchni sprzedażowej do 16%/15% r/r odpowiednio w 2019/2020 roku, gdzie głównym czynnikiem wzrostu będzie marka Sinsay w nowym formacie (zwiększenie oferty produktowej oraz poszerzenie grona potencjalnych klientów). Zgodnie z komentarzem Zarządu, spółka powinna odnotować około 3% wzrostu kosztów SG&A/mkw. w 2020 roku pomimo istotnego wzrostu płacy minimalnej (zakładamy spadek najmu/mkw. oraz zwiększenie efektywności kosztowej dzięki rozwiązaniom IT). W 2020 roku spółka powinna kontynuować istotny wzrost sprzedaży w kanale e-commerce, która zgodnie z naszymi szacunkami powinna wzrosnąć o 30% r/r do 1,36 mld PLN (12,5% ogólnej sprzedaży). Koncentrowanie się na skracaniu łańcucha dostaw (dostawy ze sklepów, budowa magazynów obsługujących e-commerce) powinno wspierać rentowność kanału e-commerce. Po uwzględnieniu przyśpieszenia wzrostu powierzchni oraz utrzymania efektywności kosztowej, podwyższamy naszą prognozę EBITDA dla spółki do 1400/1656 mln PLN odpowiednio w latach 2019/20. Biorąc powyższe pod uwagę podwyższamy naszą rekomendację z trzymaj do kupuj.

Cena bieżąca	8 575,00 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	10 100,00 PLN	+17,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**10 100,00 PLN**	**2019-12-05**
poprzednia	trzymaj	8 500,00 PLN	2019-10-07

Podstawowe dane			**LPP PW**	**vs. WIG**
Ticker	LPP PW	Zmiana 1M	+2,8%	+8,2%
ISIN	PLLPP0000011	Zmiana YTD	+10,1%	+12,8%
Liczba akcji (mln)	1,9	Średni obrót 1M	19,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	15 884,5	Średni obrót 6M	17,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	15 187,3	EV/EBITDA 12M fwd	9,4	-29,4%
Free float	69,5%	EV/EBITDA 5Y avg	13,3	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	7 029	8 047	9 226	10 894	12 494
EBITDA skor.	872	1 106	1 400	1 656	1 908
marża EBITDA	12,4%	13,7%	15,2%	15,2%	15,3%
EBIT skor.	578	757	1 010	1 173	1 340
Zysk netto skor.	441	505	625	847	1 063
P/E skor.	36,0	31,4	25,4	18,7	14,9
P/BV	6,5	5,6	4,7	3,8	3,1
EV/EBITDA skor.	17,9	13,7	10,8	9,2	7,9
DPS	35,71	39,96	59,97	44,92	68,36
DYield	0,4%	0,5%	0,7%	0,5%	0,8%

Zmiana prognoz	**2019P**	**2020P**	**2021P**
EBITDA	+11,2%	+17,6%	+21,6%
Zysk netto	-16,7%	+11,5%	+27,8%
Sprzedaż det/mkw.	-0,6%	+0,5%	-1,5%
SG&A/mkw.	-1,3%	-2,1%	-5,5%
Powierzchnia	+2,2%	+6,6%	+11,5%

Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Sprzedaż/mkw (Reserved)	501	513	497	498	501
Sprzedaż/mkw (Cropp)	725	723	730	736	737
Sprzedaż/mkw (House)	631	681	721	733	729
Sprzedaż/mkw (Mohito)	692	616	618	617	622
Sprzedaż/mkw (Sinsay)	682	713	744	762	732
Przepływy oper.	**893**	**1 212**	**1 514**	**1 898**	**2 316**
D&A	293	349	405	483	568
Dodatkowy D&A (MSSF 16)			596	695	795
Kapitał obrotowy	101	125	41	-116	-95
Przepływy inw.	**-384**	**-704**	**-781**	**-1 124**	**-1 226**
Przepływy fin.	**-360**	**21**	**-656**	**-173**	**-185**
Dywidenda/buyback	66	73	110	82	125
FCF	203	-47	217	99	319
FCF/EBITDA	23%	-4%	16%	6%	17%
CFO/EBITDA	102%	110%	76%	79%	84%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Powierzchnia (Reserved)	562	617	672	686	706
Powierzchnia (Cropp)	127	134	151	171	190
Powierzchnia (House)	111	116	130	153	170
Powierzchnia (Mohito)	104	109	114	115	119
Powierzchnia (Sinsay)	85	103	175	301	433
MBNS	52,9%	54,7%	53,8%	53,0%	52,8%
Dług netto/EBITDA (x)*	-0,4	-0,7	-0,5	-0,4	-0,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	23,1	20,1	14,4	8,4	7,1	6,2
Maksimum	41,9	22,7	21,3	15,5	11,6	11,0
Mediana	24,7	21,3	19,9	11,1	10,3	9,8
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Sprzedaż det/mkw.	704	725	726	725	712	695	694	692	700	704	704
SG&A/mkw.	287	290	287	288	279	267	254	238	226	212	212
Powierzchnia	1 252	1 434	1 626	1 835	2 025	2 173	2 310	2 424	2 545	2 655	2 655
Przychody	9 226	10 894	12 494	14 141	15 684	16 881	18 091	19 186	20 373	21 501	21 501
EBITDA	1 400	1 656	1 908	2 119	2 346	2 465	2 633	2 797	2 915	3 135	3 135
marża EBITDA	15,2%	15,2%	15,3%	15,0%	15,0%	14,6%	14,6%	14,6%	14,3%	14,6%	14,6%
EBIT	1 010	1 173	1 340	1 476	1 701	1 831	1 997	2 147	2 240	2 370	2 370
Podatek	366	317	268	295	340	366	399	429	448	474	474
CAPEX	-873	-1 124	-1 226	-714	-589	-656	-730	-809	-894	-765	-765
Kapitał obrotowy	41	-116	-95	-83	-78	-61	-62	-56	-61	-352	-352
FCF	217	99	319	1 026	1 338	1 381	1 442	1 503	1 513	1 544	1 582
PV FCF	201	84	250	742	892	849	817	784	728	684	
WACC	8,4%	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdyskontowana wartość FCF	17 677
Dług netto	-753
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	9 900

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	9 000
DCF	50%	9 900
Cena wynikowa		9 450
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		**10 100**

VRG

akumuluj (bez zmian)

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

VRG w 2019 roku konsolidowało wyniki Bytom oraz uzyskiwało pierwsze pozytywne efekty synergii. Spółka zmodyfikowała politykę cenową, co pozytywnie przełożyło się na marżę brutto na sprzedaży oraz lekko negatywnie na efektywność sprzedaży/mkw. W 2019 roku spadek sprzedaży/mkw. odnotowuje marka Bytom, co naszym zdaniem wskazuje na złe przyjęcie kolekcji tej marki (również w 4Q'19). Słabe wyniki spółki Bytom są jednym z głównych powodów słabszej od oczekiwanej dynamiki wyników w segmencie odzieżowym. Segment jubilerski odnotowuje wysoki wzrost sprzedaży porównywalnej, co za sprawą efektu dźwigni operacyjnej pozytywnie wpływa na rentowność operacyjną segmentu. Zgodnie z założeniami VRG, marka W. Kruk będzie zwiększała powierzchnię sprzedażową w tempie 10% r/r w 2020 roku (zarówno wzrost organiczny jak i franczyza), co zwiększy zapotrzebowanie spółki na kapitał obrotowy w tym okresie. Wyzwaniem dla VRG w 2020 roku będzie poprawa wskaźnika sprzedaży/mkw. w segmencie odzieżowym (głównie marki Bytom i Vistula), co powinno pozwolić na zmniejszenie presji kosztów wynagrodzeń na rentowność segmentu. Biorąc pod uwagę gorsze od oczekiwań wyniki w segmencie odzieżowym, zrewidowaliśmy w ostatnim raporcie nasze prognozy EBITDA (oczyszczonej o MSSF 16) dla spółki do 109/121 mln PLN odpowiednio dla lat 2019/20.

Cena bieżąca	4,00 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	4,50 PLN	+12,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**akumuluj**	**4,50 PLN**	**2019-12-02**

Podstawowe dane			**VRG PW**	**vs. WIG**
Ticker	VRG PW	Zmiana 1M	-2,4%	+3,0%
ISIN	PLVSTLA00011	Zmiana YTD	-1,0%	+1,7%
Liczba akcji (mln)	234,5	Średni obrót 1M	0,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	937,8	Średni obrót 6M	0,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	996,5	EV/EBITDA 12M fwd	6,9	-21,1%
Free float	40,5%	EV/EBITDA 5Y avg	8,7	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**
Przychody	689	806	1 068	1 168	1 255
EBITDA skor.	78	89	204	223	237
marża EBITDA	11,4%	11,1%	19,1%	19,1%	18,9%
EBIT	63	72	92	105	114
Zysk netto	43	54	61	73	81
P/E	16,1	17,5	15,4	12,8	11,5
P/BV	1,3	1,2	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA skor.	10,1	11,2	9,2	8,2	7,2
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%
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	677	728	772
Segment odzieżowy (EBIT	29	33	39	43	47
Segment jubilerski (S)	271	323	378	427	469
Segment jubilerski (EBIT)	34,0	39,4	46,9	55,1	59,7
MBNS	52,2%	51,2%	52,2%	53,0%	53,1%
Przepływy oper.	**21**	**54**	**103**	**120**	**166**
D&A	16	17	23	23	24
Dodatkowy D&A (MSSF 16)			88	95	99
Kapitał obrotowy	-27	-21	-60	-66	-32
Przepływy inw.	**-15**	**-19**	**-18**	**-25**	**-25**
Przepływy fin.	**-5**	**-18**	**-41**	**-107**	**-111**
Kredyty/pozyczki	-8	8	113	-12	-12
FCF	19	37	7	12	54
FCF/EBITDA	25%	41%	7%	10%	41%
CFO/EBITDA	26%	60%	14%	20%	52%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln PLN)	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**
Sprz./mkw. (odziezowy)	1 495	1 207	1 303	1 340	1 380
Sprz./mkw. (jubilerski)	2 602	2 814	2 970	3 049	3 161
SG&A/mkw. (odziezowy)	618	420	579	615	634
SG&A/mkw. (jubilerski)	1 062	1 118	1 214	1 242	1 292
Środki pieniężne	16	34	78	66	96
Dług netto	99	63	66	66	24
Dług netto/EBITDA (x)	1,3	0,7	0,6	0,5	0,2

Analiza porównawcza

	P/E			**EV/EBITDA**		
	19P	**20P**	**21P**	**19P**	**20P**	**21P**
Minimum	6,1	5,8	5,3	4,8	4,4	4,1
Maksimum	44,1	27,6	25,8	17,2	16,9	15,9
Mediana	15,6	14,7	13,5	8,5	7,4	6,5
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	**19P**	**20P**	**21P**	**22P**	**23P**	**24P**	**25P**	**26P**	**27P**	**28P**	**+**
Sprzedaż det/mkw.	1 646	1 706	1 764	1 808	1 813	1 814	1 814	1 827	1 842	1 856	1 856
SG&A/mkw.	725	758	784	800	810	816	816	821	828	834	834
Powierzchnia	55	58	60	62	64	66	68	70	72	74	74
Przychody	1 055	1 155	1 241	1 318	1 367	1 410	1 453	1 509	1 569	1 632	1 665
EBITDA	109	121	130	140	139	139	143	147	152	157	160
marża EBITDA	10,3%	10,5%	10,5%	10,6%	10,2%	9,8%	9,8%	9,8%	9,7%	9,6%	9,6%
EBIT	86	98	106	116	114	114	117	122	127	132	135
Podatek	16	19	20	22	22	22	22	23	24	25	26
CAPEX	26	25	25	25	26	26	25	25	26	25	25
Kapitał obrotowy	-60	-66	-32	-29	-16	-15	-15	-17	-17	-7	-7
FCF	7	12	54	63	76	77	79	81	85	100	102
PV FCF	7	11	45	48	53	50	47	44	43	46	
WACC	8,7%	9,1%	8,9%	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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 104
Dług netto	63
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	4,44

Wycena

(PLN)	**waga**	**cena**
Porównawcza	50%	4,00
DCF	50%	4,44
Cena wynikowa		4,22
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		**4,50**

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

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

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

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

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

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

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych 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 miedzy 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 5 grudnia 2019 o godzinie 8:35.
Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 5 grudnia 2019 o godzinie 8:35.

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, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Globalworth Poland, Groclin, Helio SA, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Mangata, MCI Capital, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWAI Dom Maklerski, Oponeo.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PEKABEX, Pfleiderer Group, PGNiG, PKO BP, Polenergia, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Prime Car Management, Primetech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawlplug, Rubicon Partners NFI, 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, Ergis, Globalworth Poland, Helio SA, MCI Capital, Mostostal Warszawa, NWAI Dom Maklerski, Orbis, Pfleiderer Group, 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, Dom Development	Archicom, Atal, Develia, Dom Development, Lokum Deweloper, Echo Investment
CCC	Adidas, Asos, Boohoo.com, Caleries, Crocs, Foot Locker, Geox, Nike, Steven Madden, Tod's, Voox Net-a-Porter, Zalando
CD Projekt	Activision, Blizzard, CAPCOM, Take Two Interactive, Ubisoft Entertainment, Electronic Arts
CEZ, Enea, Energa, PGE, Tauron	CEZ, EDF, EDP, Endesa, Enea, Enel, Energa, EON, Innogy, PGE, RWE, Tauron
Ciech	Akzo Nobel, BASF, Bayer, Ciner Resources, Dow Chemical, GHCL, Hongda Xindye, Huntsman, MISR Chemical, OCI, Soda Samayii, Solvay, Shandong Haihua, Qingdao, Tata Chemicals, Tangshan Sanyou Chemical, Tessenderlo Chemie, Tronox, Wacker Chemie
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
Eurocash	Carrefour, Dixy Group, Jeronimo Martins, Magnit, Metro, O'Key Group, Tesco, X5
Famur	Epiroc, Caterpillar, Duro Felguera, Komatsu, Sandvik
Grupa Azoty	Acron, Agrium, CF Industries, Israel Chemicals, K+S, Mosaic, Phosagro, Potash, Yara
Jeronimo Martins	Carrefour, Eurocash, Magnit, Tesco, X5
JSW	Alliance Resource Partners, Peabody Energy, Arch Coal, Semirara Mining and Power, Bukin Asam, Henan Shenhou, Shanxi Xishan Coal & Elec, Yanzhou Coal Mining, Banpu Public, LW Bogdanka, Shaanxi Heimao, China Coal, Shougang Fushan Resources, Cokal, Teck Resources, Walter Energy, Stanmore Coal, Terracom, Cloud Peak Energy, Natural Resource Partners, Rio Tinto, BHP Billiton, Warrior Met Coal
Kernel	Astarta, Andersnons, ADM, Avangard, Bunge, China Agri Industries, Felda Global, Golden Agri Resources, GrainCorp, IMC, MHP, Milkiland, Nisshin Oillio Group, Ovostar, Wilmar
Kęty	Alcoa, Amag, Amcor, Bemis, Century Aluminium, China Hongoiao, Constelium, Impexmetal, Kaiser Aluminium, Mercor, Midas Holdings, Nippon Light Metal, Norsk Hydro, UACJ, United CO Rusal
KGHM	Anglo American, Antofagasta, BHP Billiton, Boliden, First Quantum Minerals, Freeport-McMoRan, Grupo Mexico, Hudbay, Lundin, MMC Norilsk Nickel, OZ Minerals, Rio Tinto, Sandfire Resources, Southern Copper, Vedanta Resources
Kruk	Arrow Global, Collection House, Credit Corp, Encore Capital, Intrum, PRA Group
Lotos, MOL	Aker BP, Bashneft, BP, ENI, Galp, Gazpromneft, Hellenic, Lotos, Lukoil, MOL, Motor Oil, Neste, OMV, OMV Petrom, PKN, Repsol, Rosneft, Saras, Shell, Statoil, Total, Tullow Oil, Tupras, Unipetrol
LPP	CCC, Gerry Weber, H&M, Hugo Boss, IC Companys, Inditex, Kappahl, Marks & Spencer, Next, Tom Tailor
Netia	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Mobile Telesystems, O2 Czech, Orange, Orange Polska, Rostelecom, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
Orange Polska	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Mobile Telesystems, Netia, O2 Czech, Orange, Rostelecom, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
PGNiG	A2A, BP, Centrica, Enagas, Endesa, Enea, Energa, Engie, ENI, EON, Galp Energia, Gas Natural, Gazprom, Hera, MOL, Novatek, OMV, Red Electrica, Romgaz, RWE, Shell, Snam, SSE, Statoil, Total
PKN Orlen	Braskem, Dow Chemical, Eastman, Galp, Hellenic, Huntsman, Indorama, Lotos, Lotte, Lyondellbasell, Mitsubishi, Mitsui, MOL, Motor Oil, Neste, OMV, OMV Petrom, Petronas, Saras, Tupras, Unipetrol, Westlake
PKP Cargo	Aurizon Holdings, Canadian Pacific Railway, Center for Cargo Container, China Railway Group, CSX Corp, Daqin Railway, Genesee & Wyoming, Global Ports Holding, Globaltrans Investment, Hamburger Hafen und Logistik, Hub Group, Kansas City Southern, Kuehne + Nagel International, Nikkon Holdings, Norfolk Southern Corp, Rumo, Tidewater Midstream, Union Pacific Corp
Play	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Netia, O2 Czech, Orange, Orange Belgium, Orange Polska, Telecom Italia, TalkTalk, Tele2, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vimpel, Vodafone Group
Skarbiec Holding	Affilated Managers, AllianceBernstein, Ashmore Group, Blackrock, Brewin Dolphin, Eaton Vance Mgmt, Franklin Resources, GAM Holding, Invesco, Investec, Janus Henderson, Jupiter AM, Legg Mason, Liontrust AM, Och-Ziff Capital Mgmt., Schroders, Standard Life, T Rowe Price
Stelmet	AFG Arbonia, Canfor, Century Plyboards, Deceuninck, Duratex, Forte, Greenply Industries, Interfor, Inwido, Louisiana Pacific, Nobia, Pflaiderer, Rayonier, Uzin UTZ, Vanachai Group, Vilmorin, West Fraser
Wirtualna Polska	eBay, Facebook, Google, Mail.ru, Sina, Yahoo Japan, Yandex
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	kupuj
data wydania	2019-12-05	2019-11-06	2019-05-20
cena docelowa (PLN)	454,00	483,00	518,00
kurs z dnia rekomendacji	360,50	332,00	398,00

AC

rekomendacja	równoważ	równoważ	niedoważaj	równoważ
data wydania	2019-12-05	2019-10-30	2019-08-30	2019-03-22
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	43,20	41,00	43,60	48,50

Agora

rekomendacja	kupuj
data wydania	2019-10-30
cena docelowa (PLN)	17,00
kurs z dnia rekomendacji	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	równoważ	niedoważaj	niedoważaj	równoważ	równoważ
data wydania	2019-12-05	2019-10-07	2019-08-30	2019-05-29	2019-04-15	2019-03-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	39,30	35,40	34,50	38,20	41,40	40,50

Amica

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	przeważaj
data wydania	2019-12-05	2019-09-20	2019-04-29	2019-04-02
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	133,20	118,00	130,00	143,00

AmRest

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2019-12-05	2019-11-06	2019-10-07	2019-04-02	2019-03-05	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	47,00	48,00	48,00	48,00	46,00	46,00
kurs z dnia rekomendacji	46,35	47,20	44,05	41,20	41,40	39,60

Apator

rekomendacja	równoważ	niedoważaj	równoważ	równoważ	przeważaj	przeważaj	równoważ	niedoważaj
data wydania	2019-12-05	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	21,10	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	równoważ	przeważaj
data wydania	2019-12-05	2019-03-29	2019-02-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	27,60	29,50	26,60

Asseco Poland

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2019-12-05	2019-06-03	2019-03-05	2019-02-04	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	59,20	50,80	53,00	51,20	49,60
kurs z dnia rekomendacji	57,35	51,10	54,30	48,00	48,30

Asseco SEE

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2019-12-05	2019-10-10	2019-04-11
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	25,60	19,40	14,20

Astarta

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2019-12-05	2019-10-30	2019-09-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	15,90	16,85	23,00

Atal

rekomendacja	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2019-12-05	2019-07-03	2019-06-06	2019-04-02
cena docelowa (PLN)	44,90	41,89	43,16	41,03
kurs z dnia rekomendacji	37,20	36,60	39,10	39,90

Atende

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2019-12-05	2019-10-31	2019-01-31
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,06	3,14	4,40

BBI Development

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

Boryszew

rekomendacja	równoważ	równoważ	niedoważaj	niedoważaj	równoważ
data wydania	2019-12-05	2019-10-30	2019-09-20	2019-07-26	2019-04-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,09	4,29	4,54	4,49	4,65

Budimex

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

Capital Park

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

CCC

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-12-05	2019-11-06	2019-09-05	2019-06-06	2019-04-02	2019-02-04	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	157,00	160,00	161,00	161,00	275,00	291,00	288,00
kurs z dnia rekomendacji	108,10	112,20	131,90	153,80	217,00	178,80	204,60

CD Projekt

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2019-12-05	2019-11-06	2019-09-05	2019-05-09	2019-04-02	2019-02-04
cena docelowa (PLN)	281,30	276,40	272,50	237,50	221,00	217,70
kurs z dnia rekomendacji	260,30	255,20	251,30	215,00	204,00	190,00

CEZ

rekomendacja	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2019-12-05	2019-06-25	2019-04-02	2019-02-04
cena docelowa (CZK)	597,80	597,80	565,50	537,80
kurs z dnia rekomendacji	502,00	544,00	540,50	568,00

Ciech

rekomendacja	kupuj	kupuj	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-12-05	2019-09-05	2019-07-03	2019-06-03	2019-05-09	2019-04-02	2019-02-04
cena docelowa (PLN)	44,41	42,03	41,72	55,00	68,11	68,66	75,82
kurs z dnia rekomendacji	36,40	34,00	41,60	42,65	44,85	54,80	52,40

Cognor

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	przeważaj	równoważ	niedoważaj	równoważ
data wydania	2019-12-05	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)	1,25	1,55	2,00	1,84	1,84	1,79	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,17	1,52	1,65	1,75	1,77	1,64	1,60	1,59	1,94	1,80

Comarch

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2019-11-25	2019-07-25	2019-04-17	2019-03-05	2019-02-04	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	250,00	231,00	230,00	195,00	160,80	173,30
kurs z dnia rekomendacji	189,50	178,50	181,00	162,50	155,00	160,00

Cyfrowy Polsat

rekomendacja	redukuj	redukuj
data wydania	2019-11-14	2019-05-31
cena docelowa (PLN)	26,10	24,15
kurs z dnia rekomendacji	28,86	26,00

Develia

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

Dino

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	sprzedaj	sprzedaj	redukuj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2019-11-25	2019-08-23	2019-08-13	2019-08-02	2019-04-02	2019-02-04	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	148,60	149,20	111,20	112,70	112,70	105,90	106,30
kurs z dnia rekomendacji	134,00	149,60	135,90	143,80	126,10	100,30	100,40

Dom Development

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2019-12-05	2019-09-05	2019-07-03	2019-06-06	2019-04-02	2019-02-04	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	88,92	81,10	79,80	82,65	84,40	84,10	84,10
kurs z dnia rekomendacji	93,00	84,00	77,40	82,00	80,80	75,00	66,00

Echo

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

Elektrobudowa

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

Elektrotim

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

Elemental

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

Enea

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

Energa

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-11-06	2019-06-25	2019-04-02	2019-02-04
cena docelowa (PLN)	11,67	12,67	12,21	13,26
kurs z dnia rekomendacji	6,37	7,33	8,58	10,14

Erbud

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

Ergis

rekomendacja	zawieszona	równoważ	równoważ	równoważ	przeważaj	przeważaj	niedoważaj
data wydania	2019-12-05	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	3,84	3,20	2,48	3,00	3,00	2,75	2,80

Erste Group

rekomendacja	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-12-05	2019-08-28	2019-02-04	2018-12-05
cena docelowa (EUR)	36,61	40,38	43,72	46,18
kurs z dnia rekomendacji	32,20	30,03	31,00	34,41

Eurocash

rekomendacja	redukuj	sprzedaj	redukuj	trzymaj	redukuj	redukuj	sprzedaj	redukuj	trzymaj
data wydania	2019-11-25	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)	19,80	18,10	18,10	18,10	18,10	18,90	18,90	17,90	18,20
kurs z dnia rekomendacji	22,22	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	2019-12-05	2019-08-07	2019-08-02	2019-07-03	2019-06-03	2019-05-09	2019-02-04
cena docelowa (PLN)	5,18	5,33	6,71	6,96	6,67	6,90	6,61
kurs z dnia rekomendacji	2,98	4,42	4,47	5,24	4,85	4,82	4,98

Forte

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2019-12-05	2019-09-20	2019-04-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	28,15	23,25	28,35

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	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj	trzymaj
data wydania	2019-12-05	2019-11-06	2019-10-07	2019-09-05	2019-08-02	2019-07-03	2019-06-03	2019-05-09	2019-03-05
cena docelowa (PLN)	32,75	37,12	34,09	39,77	45,93	45,93	44,42	45,39	43,20
kurs z dnia rekomendacji	30,00	36,58	31,18	39,98	42,30	42,10	39,86	35,92	43,88

GTC

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

Handlowy

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj	kupuj	trzymaj	redukuj	akumuluj
data wydania	2019-12-05	2019-07-03	2019-06-03	2019-05-21	2019-05-09	2019-03-05	2019-02-01	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	57,44	59,45	61,00	61,00	65,50	65,50	65,50	76,00
kurs z dnia rekomendacji	51,70	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	trzymaj	akumuluj	trzymaj	redukuj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2019-12-05	2019-10-07	2019-09-05	2019-08-02	2019-07-03	2019-02-01	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	187,77	197,53	197,53	191,80	191,80	191,80	199,63
kurs z dnia rekomendacji	190,80	194,80	187,40	189,80	203,50	191,40	183,60

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	kupuj	akumuluj	trzymaj	redukuj	trzymaj	redukuj	redukuj
data wydania	2019-12-05	2019-09-05	2019-07-03	2019-05-09	2019-03-25	2019-02-20	2019-02-04	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	28,04	39,29	50,02	54,80	54,80	60,68	60,68	59,14
kurs z dnia rekomendacji	18,80	26,50	47,00	49,86	62,50	59,96	68,30	71,20

JWC

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

Kernel

rekomendacja	trzymaj	redukuj	redukuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-12-05	2019-10-07	2019-08-19	2019-06-03	2019-03-05
cena docelowa (PLN)	41,60	40,76	42,70	58,63	62,86
kurs z dnia rekomendacji	41,20	42,90	48,60	46,50	49,20

Grupa Kęty

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	redukuj
data wydania	2019-12-05	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)	335,44	333,45	298,64	327,11	345,32	326,37	341,33	324,30	309,30
kurs z dnia rekomendacji	338,50	313,50	283,00	310,00	337,00	347,50	324,00	336,50	343,00

KGHM

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2019-12-05	2019-11-08	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)	85,54	96,13	96,14	90,12	77,51	80,38	98,35	91,71	105,57	92,41	84,56
kurs z dnia rekomendacji	88,66	96,70	91,64	79,92	74,90	87,78	101,70	95,00	109,40	94,16	92,60

Komercni Banka

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2019-12-05	2019-08-28	2019-08-02	2019-05-09	2018-12-05
cena docelowa (CZK)	928,20	945,02	1000,00	1000,00	1000,00
kurs z dnia rekomendacji	792,00	817,00	872,00	873,00	906,50

Kruk

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-12-05	2019-04-02	2019-02-04	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	210,31	213,65	279,32	292,77
kurs z dnia rekomendacji	150,90	152,30	167,60	177,10

Kruszwica

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj	równoważ
data wydania	2019-12-05	2019-10-07	2019-09-20	2019-04-02
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	45,80	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	redukuj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2019-12-05	2019-08-02	2019-06-03	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04
cena docelowa (PLN)	77,80	72,31	65,95	65,41	65,18	65,36
kurs z dnia rekomendacji	85,20	88,66	87,82	86,22	93,90	93,00

LPP

rekomendacja	kupuj	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2019-12-05	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)	10 100,00	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	8 575,00	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	równoważ
data wydania	2019-12-05	2019-09-20	2019-05-29	2019-05-09	2019-04-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	72,00	66,00	69,50	69,00	71,00

Millennium

rekomendacja	trzymaj	sprzedaj	redukuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2019-12-05	2019-11-06	2019-10-07	2019-08-02	2019-02-01
cena docelowa (PLN)	5,47	5,18	5,18	10,00	10,00
kurs z dnia rekomendacji	5,49	6,40	5,48	7,51	8,82

MOL

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2019-11-27	2019-11-06	2019-10-07	2019-08-02	2019-06-03	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04	2018-12-05
cena docelowa (HUF)	3 302,00	3 258,00	3 258,00	3 258,00	3 223,00	3 223,00	3 423,00	3 433,00	3 280,00
kurs z dnia rekomendacji	2 926,00	3 042,00	2 826,00	3 004,00	3 276,00	3 278,00	3 250,00	3 284,00	3 206,00

Moneta Money Bank

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

Monnari

rekomendacja	zawieszona	równoważ	niedoważaj
data wydania	2019-12-05	2019-07-17	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	2,99	4,66	4,75

Netia

rekomendacja	trzymaj
data wydania	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	4,70
kurs z dnia rekomendacji	4,44

Orange Polska

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2019-11-29	2019-09-05	2019-08-02	2019-06-19
cena docelowa (PLN)	7,40	7,50	7,50	7,50
kurs z dnia rekomendacji	6,46	6,12	6,70	7,29

OTP Bank

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	kupuj	trzymaj	kupuj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2019-12-05	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	14 681,00	13 046,00	13 046,00	13 046,00	13 046,00
kurs z dnia rekomendacji	14 870,00	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	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-12-05	2019-08-02	2019-07-03	2019-05-30	2019-02-01	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	115,20	119,75	121,00	121,00	131,80	136,29
kurs z dnia rekomendacji	96,34	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
data wydania	2019-10-24	2019-06-25	2019-06-03	2019-05-09	2019-04-02	2019-03-26	2019-02-04
cena docelowa (PLN)	12,20	13,26	13,39	13,38	13,66	13,77	14,47
kurs z dnia rekomendacji	8,42	9,00	9,23	8,61	10,10	9,88	11,86

PGNiG

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2019-11-06	2019-09-05	2019-08-02	2019-05-28	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04
cena docelowa (PLN)	5,64	6,33	6,33	6,47	6,92	7,08	7,72
kurs z dnia rekomendacji	5,07	4,49	5,62	5,58	6,31	6,58	7,63

PKN Orlen

rekomendacja	trzymaj	redukuj	trzymaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2019-12-05	2019-11-14	2019-08-01	2019-06-03	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04
cena docelowa (PLN)	94,17	94,17	92,82	80,01	79,39	81,22	83,43
kurs z dnia rekomendacji	88,50	102,45	97,36	96,78	99,94	101,50	104,70

PKO BP

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2019-12-05	2019-08-02	2019-06-26	2019-05-09	2019-02-01	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	39,50	47,17	47,17	40,92	40,92	45,00
kurs z dnia rekomendacji	34,99	39,34	42,20	37,78	39,51	41,96

PKP Cargo

rekomendacja	redukuj	redukuj
data wydania	2019-12-05	2019-11-26
cena docelowa (PLN)	18,13	20,44
kurs z dnia rekomendacji	20,00	22,40

Play

rekomendacja	kupuj	kupuj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2019-11-14	2019-09-12	2019-09-05	2019-08-02	2019-07-03	2019-05-31	2019-05-09	2019-04-12	2019-02-04
cena docelowa (PLN)	36,00	33,10	34,20	34,20	29,00	29,00	25,25	26,70	21,30
kurs z dnia rekomendacji	31,30	27,16	33,34	31,22	33,34	25,08	24,42	24,08	22,80

Polnord

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

Pozbud

rekomendacja	równoważ	równoważ	przeważaj
data wydania	2019-12-05	2019-09-05	2019-04-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,80	2,14	2,37

PZU

rekomendacja	akumuluj	kupuj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2019-12-05	2019-09-05	2019-07-03	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	41,91	43,38	43,38	43,38	46,50	46,50	46,50
kurs z dnia rekomendacji	36,47	36,59	44,35	40,79	42,00	44,66	43,80

RBI

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2019-12-05	2019-11-06	2019-08-28
cena docelowa (EUR)	23,05	23,05	23,05
kurs z dnia rekomendacji	21,24	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	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2019-12-05	2019-11-06	2019-10-07	2019-08-02	2019-07-12	2019-06-03	2019-02-01	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	265,50	276,55	276,55	337,00	337,00	377,27	388,00	400,00
kurs z dnia rekomendacji	279,00	317,40	286,00	319,60	357,20	365,20	373,80	364,80

Skarbiec Holding

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-12-05	2019-06-03	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	29,34	28,17	31,36
kurs z dnia rekomendacji	17,20	16,50	23,50

Stelmet

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2019-12-05	2019-10-07	2019-09-05	2019-07-03	2019-03-05	2019-02-04
cena docelowa (PLN)	8,78	8,10	6,50	7,95	8,36	8,39
kurs z dnia rekomendacji	8,20	7,90	6,70	7,00	10,25	8,88

Tarczyński

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

Tauron

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-11-06	2019-06-25	2019-04-02	2019-02-04
cena docelowa (PLN)	2,45	2,52	2,89	3,12
kurs z dnia rekomendacji	1,73	1,57	2,03	2,37

TIM

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2019-12-05	2019-04-29	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	10,90	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	akumuluj	kupuj	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2019-12-02	2019-07-26	2019-05-29	2019-03-28	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	4,50	5,20	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,94	4,20	3,90	4,29	3,83

Wasko

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

Wirtualna Polska

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2019-12-05	2019-07-03	2019-02-04	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	70,00	61,50	61,50	61,50
kurs z dnia rekomendacji	68,20	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 Poniatowski
+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