

środa, 5 lutego 2020 | opracowanie cykliczne

## Przegląd miesięczny: luty 2020

### Rynek akcji, makroekonomia

#### Rynek akcji

2019-nCoV to nie koniec świata, ale jak na razie rynki bagatelizują zagrożenia i wpływ na światową gospodarkę. Inwestorzy euforycznie reagują na historyczne wyniki amerykańskich spółek i dane makro, naszym zdaniem przed nami okres obniżania prognoz.

#### Ze spółek

##### Finanse

W sezon wyników wchodzimy mając na uwadze rezerwy na ryzyko prawne związane z kredytami CHF oraz wpływ tzw. „małego TSUE”. Oba te wyniki sprawiają, że zagregowany wynik polskich banków spadnie w Q4 o 21% R/R. Uważamy, że konsensus na 2020 roku wśród polskich banków jest cały czas za wysoko, dlatego niezmiennie preferujemy banki regionalne.

##### Chemia

Spółki chemiczne korzystają ze spadku cen głównych surowców (gazu ziemnego, węgla koksującego). Wciąż pozytywnie w kontekście giełdowej inwestycji patrzymy na Ciech. Po korekcie notowań cen gazu i kursu akcji ciekawie wygląda Grupa Azoty – naszym zdaniem to czas na kupowanie.

##### Paliwa

Sentyment w sektorze downstream zaczyna się psuć na dobre, co znajduje odzwierciedlenie w waluacjach globalnych koncernów. Słabe odczyty marż modelowych powinny wymuszać rewizje konsensusu i utwierdzać w przekonaniu o zmianie fazy cyklu. Nie lepiej sytuacja wygląda w przypadku PGN, gdzie rekordowo niskie ceny gazu będą infekować tegoroczne wyniki.

##### Energetyka

Rok zaczął się dla energetyki słabo (taryfy G, problemy PGG, pogoda) i w krótkim terminie trudno znaleźć katalizatory takiego kalibru, który mógłby odwrócić sentyment. Wyniki 4Q mogą być lekko rozczarowujące, a komunikacja zarządów raczej nie jest nastawiona na wzrost wartości dla akcjonariuszy (strategia Enei, stanowisko Energi ws wezwania).

##### Telekomunikacja, media, IT

W lutym'20 liczymy na wzrost notowań Asseco SEE i Asseco BS. W sektorze mediowym naszym faworytem pozostaje Agora, pomimo wzrostu kursu o >23% w przeciągu ostatnich 3 miesięcy. W telekomunikacji utrzymujemy nasze zdanie, że Play jest atrakcyjniejszą spółką niż Cyfrowy Polsat (PLY + 18% vs. CPS w ciągu ostatnich 3 miesięcy).

##### Przemysł, surowce

W 4Q'19 oczekujemy, że 47% spółek przemysłowych pogorszy r/r wyniki finansowe. Pozytywnych zaskoczeń na wynikach 4Q szukalibyśmy w Amica i TIM, negatywnych zaś Kernel i PKP Cargo. Naszymi faworytami z przemysłu pozostają Astarta, Famur, Kruszwica i TIM. Unikalibyśmy Boryszew, Forte i PKP Cargo. Spółki górnicze pozostają pod negatywnym wpływem spowolnienia koniunktury w Chinach przez koronawirusa. W przypadku miedzi te odpowiadają za 50% konsumpcji, więc w krótkim terminie widzimy ryzyko wzrostu zapasów i dalszej korekty cen. Unikalibyśmy KGHM.

##### Deweloperzy

Styczeń przyniósł dobry news flow o sprzedaży mieszkań potwierdzając, że popyt pozostaje mocny. Nieco słabiej wypadła dynamika przekazania w 4Q, co przełoży się na nominalnie niższe wyniki r/r (m.in. w DOM, DVL, ARH). Wyniki 1AT choć lepsze r/r były poniżej oczekiwań, ale bieżący, mocny potencjał sprzedaży urealni się w wynikach finansowych dopiero w 2020-21.

##### Handel

Potencjalne problemy z poprawą rentowności EBITDA r/r w 4Q'19/1Q'20 w DNP mogą negatywnie wpłynąć na notowania spółki. Oczekujemy odwrócenia momentum wynikowego w CCC od 1Q'20.

##### Kluczowe rekomendacje

**Pozytywne:** AST, ATT, CCC, CEZ, CIE, ENG, FMF, KSW, LPP, MOL, TIM, VRG

**Negatywne:** BRS, DNP, FTE, KGH, LTS, PKN, PKP

Indeksy	Kurs bieżący	1M	YTD
WIG	57 608	-1,7%	-0%
ATX	3 084	-4,1%	-3%
BUX	43 865	-4,9%	-5%
PX	1 090	-2,7%	-2%

Indeksy sektorowe WIG	1M	YTD
WIG20	-3,1%	-2%
mWIG40	+1,4%	+3%
sWIG80	+4,1%	+6%
Banki	-0,9%	+0%
Budownictwo	+1,5%	+6%
Chemia	-8,5%	-5%
Energia	-13,2%	-11%
Gaming	+13,5%	+16%
Górnictwo	-1,5%	-0%
Informatyka	+4,7%	+5%
Media	+13,1%	+16%
Nieruchomości	+3,0%	+4%
Odzież	-4,5%	-4%
Paliwa	-13,4%	-13%
Spożywczy	+1,9%	+6%
Telekomunikacja	-1,5%	-2%

Top 5 / Worst 5	1M	YTD
Tesgas	+83,7%	+86%
Medicalgo	+60,6%	+71%
LARQ	+55,8%	+64%
OncoArendi	+44,6%	+49%
Inter RAO	+41,4%	+44%
PGNiG	-18,0%	-15%
PGE	-19,6%	-18%
Braster	-24,3%	-29%
Work Service	-25,0%	-26%
Mabion	-38,0%	-34%

#### Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
11 bit studios	trzymaj ▼	439,00 PLN ▼
Atal	akumuluj ▼	44,28 PLN ▼
CD Projekt	trzymaj ▼	284,20 PLN ▲
Dino	redukuj ▼	149,70 PLN ▲
Eurocash	trzymaj ▲	19,80 PLN ►
Grupa Azoty	kupuj ▲	30,31 PLN ▼
Jeronimo Martins	trzymaj ►	16,30 EUR ▲
JSW	trzymaj ►	18,41 PLN ▼
Kernel	trzymaj ►	47,25 PLN ▲
KGHM	redukuj ▼	86,33 PLN ▲
Lotos	redukuj ►	68,47 PLN ▼
LPP	kupuj ►	10100 PLN ►
Millennium	redukuj ▼	5,47 PLN ►
MOL	akumuluj ►	2816,00 HUF ▼
PKO BP	akumuluj ►	39,69 PLN ▲
PKP Cargo	redukuj ►	16,40 PLN ▼
Play	akumuluj ▼	36,00 PLN ►
PZU	trzymaj ▼	41,91 PLN ►
Santander BP	trzymaj ►	287,90 PLN ▲
Stelmet	akumuluj ▲	8,92 PLN ▲
VRG	kupuj ▲	4,50 PLN ►
Wirtualna Polska	trzymaj ►	79,70 PLN ▲

## Spis treści

<b>1. Rynek akcji</b> .....	<b>3</b>
<b>2. Sektory</b> .....	<b>7</b>
<b>3. Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu</b> .....	<b>11</b>
<b>4. Zaskoczenia na wynikach spółek w poszczególnych kwartałach</b> .....	<b>12</b>
<b>5. Prognozy i rekomendacje Biura maklerskiego mBanku na tle konsensusu</b> .....	<b>15</b>
<b>6. Aktualne rekomendacje Biura maklerskiego mBanku</b> .....	<b>16</b>
<b>7. Statystyki rekomendacji</b> .....	<b>18</b>
<b>8. Kalendarium wydarzeń</b> .....	<b>19</b>
<b>9. Makroekonomia</b> .....	<b>20</b>
<b>8. Finanse</b> .....	<b>23</b>
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
8.16. GPW .....	38
<b>9. Chemia</b> .....	<b>39</b>
9.1. Ciech .....	39
9.2. Grupa Azoty .....	40
<b>10. Paliwa</b> .....	<b>41</b>
10.1. Lotos .....	41
10.2. MOL .....	42
10.3. PGNiG .....	43
10.4. PKN Orlen .....	44
<b>11. Energetyka</b> .....	<b>45</b>
11.1. CEZ .....	45
11.2. Enea .....	46
11.3. Energa .....	47
11.4. PGE .....	48
11.5. Tauron .....	49
<b>12. Telekomunikacja, media, IT</b> .....	<b>50</b>
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
<b>13. Przemysł, surowce</b> .....	<b>60</b>
13.1. Cognor .....	60
13.2. Famur .....	61
13.3. Grupa Kęty .....	62
13.4. JSW .....	63
13.5. Kernel .....	64
13.6. KGHM .....	65
13.7. PKP Cargo .....	66
13.8. Stelmet .....	67
<b>14. Deweloperzy</b> .....	<b>68</b>
14.1. Atal .....	68
14.2. Dom Development .....	69
<b>15. Handel</b> .....	<b>70</b>
15.1. AmRest .....	70
15.2. CCC .....	71
15.3. Dino .....	72
15.4. Eurocash .....	73
15.5. Jeronimo Martins .....	74
15.6. LPP .....	75
15.7. VRG .....	76

## Rynek akcji

**Świetne wyniki amerykańskich spółek technologicznych (FANGs) za 4Q i lepsze dane makro z USA (ISM Manufacturing) doprowadziły do prawdziwej euforii na rynku akcji, czego najlepszym przykładem są akcje Tesli (wartość rynkowa równa grupie Volkswagena i BMW razem wziętych). Reakcja giełd na rozprzestrzenianie się wirusa, który doprowadził do znaczącego wstrzymania aktywności gospodarczej w większości chińskich prowincji – w tym również aktywności w Chinach globalnych koncernów, trwała jeden dzień. Naszym zdaniem rynki nie doszacowują ryzyka związanego z wirusem 2019-nCoV, zakładając że epidemia potrwa krótko i nie wpłynie znacząco na tempo światowego wzrostu gospodarczego, a w efekcie na prognozowane wyniki spółek. Analizując tempo rozprzestrzeniania się wirusa na świecie, uważamy że takie podejście jest zbyt wczesne na tym etapie, a relacja zysk/ryzyko bardzo niekorzystna (wysokie wyceny akcji). Euforia zakupów wspierana jest przez banki centralne, w tym BoCh, pompujące w rynek płynność dającą inwestorom przekonanie, że kierunek na giełdach jest tylko jeden. W Polsce istotnym wydarzeniem (oprócz słabnącego momentum makro) jest z jednej strony skorygowanie przez Komisję Sejmową projektu zmian w OFE w zakresie limitów minimalnego zaangażowania w akcje z GPW, a z drugiej pierwsze symptomy napływu kapitału do TFI i odbudowa sieci dystrybucji funduszy. O kierunku GPW zdecyduje jednak świat, a tu jesteśmy nadal sceptyczni.**

### Koronawirus to nie koniec świata, ale rynki bagatelizują zagrożenia

Co roku na świecie w wypadkach samochodowych ginie ok. 1,25 mln osób. Na „zwykłą” grypę, a właściwie na jej powikłania umiera do 2 mln ludzi (śmiertelność 0,1-0,5%). To zawsze ludzkie dramaty, ale również to wydarzenia wpisane w naszą codzienność i nie wywołujące reakcji takiej jak nagłe ryzyko wystąpienia pandemii. SARS i H1N1 są przykładami, kiedy udało się zatrzymać rozprzestrzenianie wirusa, zaś skrajny przykład sprzed 100 lat, tj. „hiszpanka” już nie (w ich przypadku śmiertelność to ok. 10% zarażonych). To niezbędna w takiej sytuacji reakcja rządów i firm, powodują gwałtowną zmianę otoczenia makro: ograniczenia w transporcie, zamykanie fabryk, sklepów, etc. A w efekcie także ograniczenie łańcucha dostaw, spadek zamówień w przemyśle i ograniczenie konsumpcji.

Niewiele osób jest dziś w stanie określić, jak rozwinie się epidemia koronawirusa, ani jaki będzie miało to wpływ na światową gospodarkę. Należy pamiętać, że rynki w krótkim okresie to zawsze gra oczekiwań oraz rzeczywistości i mają one tendencję do przereagowywania. Uspokajające komentarze, jakie można było przeczytać w opracowaniach analitycznych banków inwestycyjnych jeszcze sprzed tygodnia (to analogiczna sytuacja jak z SARS) dziś są już raczej nieaktualne. W kontekście szybkiego tempa rozprzestrzeniania się wirusa w świecie, późna reakcja rynków musiała wywołać gwałtowną korektę oczekiwań. Ostatnie dane makro oraz prognozy wyników spółek na 2020 r. będą musiały być zweryfikowane w dół – to jak bardzo określi dalszy rozwój epidemii.

W ostatnich 20 latach podobne epidemie miały zasięg raczej regionalny, chociaż wywołane tym samym typem wirusa: SARS (2002-2003) i H1N1 (świńska grypa, 2009-2010) w ograniczonym zakresie rozprzestrzeniły się również na inne kraje poza epicentrum choroby (Chiny, Meksyk). Wysoka śmiertelność nieproporcjonalnie dotyczyła osoby starsze (60+). Sama epidemia zawsze wywoływała ogromne

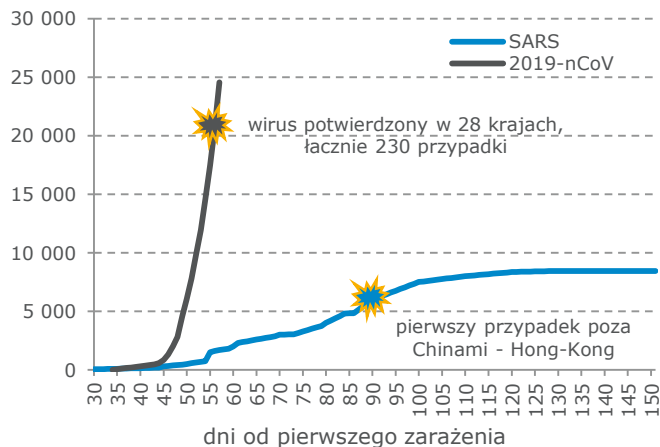
zainteresowanie mediów, spadki na giełdach akcji, wzrost cen złota (klasyczny risk-off). Realna skala epidemii miała jednak krótkotrwały wpływ na gospodarkę, tzn. po 2 kwartałach sytuacja wracała do normalnego poziomu, a giełdy szybko odreagowywały spadki. Inną kwestią jest to, że w obu przypadkach rozpędzona światowa gospodarka wychodziła właśnie z recesji (SARS po bańce internetowej, H1N1 po kryzysie finansowym w 2008 r.). Ostatnią wielką pandemią, która wystąpiła na świecie jest „hiszpanka” (mutacja tego samego wirusa, co H1N1). W 1918 roku (zaledwie 100 lat temu) chorobą zarażonych zostało 500 mln osób, z czego zmarło 50 mln ludzi. Jej wpływ na światową gospodarkę był ogromny. Pandemia gwałtownie rozprzestrzeniła się od marca do maja (łącznie trwała 18 miesięcy), przy czym fakt, że był to okres I Wojny Światowej spowodował zasadnicze ograniczenia w możliwości zahamowania ekspansji wirusa (dodatkowo trzeba oczywiście uwzględnić rozwój medycyny). Na dziś wydaje się, że w efekcie skoordynowanych działań rządów obecna epidemia będzie miała kontrolowany przebieg podobny do SARS/H1N1, jednak z istotnie większym zasięgiem i wpływem na gospodarkę.

### Różnice z SARS

Istotną różnicą pomiędzy oboma wirusami jest okres inkubacji. W przypadku SARS wynosił średnio 5-6 dni, co powodowało, że osoby chore mogły wcześniej trafić do szpitala i zostać odizolowane. Wirus 2019-nCoV rozwija się do 14 dni, zwiększając okres bezobjawowego przenoszenia wirusa na innych. W 2003 roku, na całym świecie SARS zarażonych zostało 8,4 tys. osób (6 tys. w Chinach, 1,7 tys. w Hong Kongu) z czego 800 zmarło. Choroba, a przede wszystkim wpływ działań mających na celu opanowanie wirusa, spowodowały spadek dynamiki wzrostu chińskiej gospodarki w 2003 roku o ok. 1%, a w regionie Azji Południowo Wschodniej o 0,5%.

Szybkość ekspansji SARS była znacząco niższa. Epidemia trwała ok. 6 miesięcy, wirus rozprzestrzenił się w ciągu 4 miesięcy (osiągając 8 tys. zarażonych) po czym tempo zarażeń wyraźnie wyhamowało. Obecny wirus osiągnął skalę zarażeń SARS mniej więcej po miesiącu od stwierdzenia pierwszego przypadku.

### Liczba zarażonych SARS vs. 2019-nCoV



Źródło: WHO

SARS dotarł do 26 krajów, przy czym pierwszy przypadek „zagraniczny” stwierdzono w Hong Kongu dopiero ok. 3 miesiące od pojawienia się wirusa w Chinach. Z kolei 1,5 miesiąca po wykryciu obecność nowego koronawirusa potwierdzono już w 27 krajach.

Jednym z powodów szybkiego tempa rozprzestrzeniania się wirusa są zmiany demograficzno-społeczne w Chinach. W 2003 roku na terenach miejskich żyło ok. 40% populacji, a obecnie to ponad 60%. W 2003 roku odnotowano 80 mln podróży Chińczyków za granicę drogą lotniczą, obecnie to 660 mln.

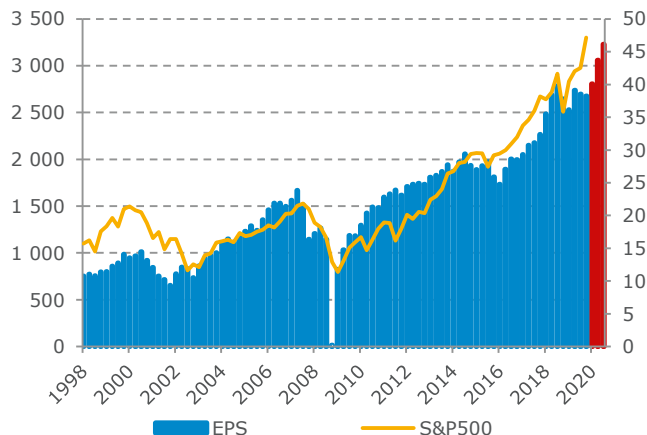
**Wpływ na gospodarkę**

W 2003 roku udział Chin w światowym PKB wyniósł 4%, w 2019 to ponad 16%, co już samo w sobie oznacza, że tym razem wpływ ten będzie dużo większy. W celu zmniejszenia ryzyka dalszej eskalacji, rząd chiński podjął decyzję m.in. o przedłużeniu świąta nowego roku, co najmniej do 2 lutego (+3 dni). W efekcie aktywność gospodarczą gwałtownie spadła i nie wiadomo kiedy zostanie przywrócona. Jak wynika z oficjalnych chińskich mediów, w 21 prowincjach (80% nominalnego PKB, 90% eksportu) wydano zalecenie nie wznowiania działalności gospodarczej, co najmniej do 10 lutego! Konsekwencje dla świata wydają się jednoznaczne:

1. Produkcja w Chinach stanowi znaczący element światowego łańcucha dostaw, który właśnie został ograniczony, jeżeli wstrzymanie produkcji będzie się przeciągać to jej skutki będą odczuwalne w przemyśle wielu krajów przez wiele tygodni po wygaśnięciu epidemii.
2. Chiny są obecnie ważnym rynkiem zbytu (eksportowym) dla wielu gospodarek krajów rozwiniętych (Niemcy, Japonia, Włochy) i wschodzących (kraje Azji Południowo-Wschodniej, kraje „surowcowe”). Dotyczy to również wielkich koncernów jak chociażby Apple, Volkswagen czy Ikea (firmy masowo informują o czasowym zamknięciu sklepów na terenie Chin).
3. Na dziś trudno ocenić, jak bardzo sytuacja wpłynie na skłonność do konsumpcji w krajach rozwiniętych, co dodatkowo spotęgowałoby efekt już zaistniałych zmian gospodarczych (pkt 1 i 2). Ryzyko dotyczy również dotychczasowego bastionu dobrej koniunktury gospodarczej, tj. usług zarówno w USA, jak i Europie.
4. Pojawia się ryzyko silnej przeceny aktywów na rynkach finansowych, co dodatkowo wzmocniłoby ryzyko spadku skłonności do konsumpcji.
5. W związku z pkt 4, oczywistym pytaniem jest to, jak szybko i wykorzystując jakie narzędzia banki centralne będą próbowały ograniczyć ten czynnik ryzyka. Najszybciej zareagował BoCh, który od 3 lutego wspomaga rynek płynnością (transakcje repo: 1,2 bln juanów) i obniżył krótkoterminowych stóp procentowych (-10 pp.). Do zakupu akcji przystąpiły również firmy kontrolowane przez państwo (ubezpieczyciele). Inwestorzy przykładają coraz większe prawdopodobieństwo obniżek stóp procentowych w USA na kolejnym posiedzeniu FED.

Naszym zdaniem kolejne dane makro przyniosą spadek zamówień i spadek wskaźników wyprzedzających w głównych gospodarkach, co powinno ostatecznie przełożyć się na korektę prognoz spółek vs. obecny konsensus. Jak pokazał 2019 rok, przy optymistycznym sentymencie, inwestorzy nie potrzebują wzrostu EPS, żeby uzasadnić wzrost wycen (akceptacja coraz wyższych wskaźników). Jak wynika z poniższego wykresu od 1998 roku w USA nie było tak silnego „rozjazdu” w zachowaniu indeksu S&P500 ze wzrostem EPS (a właściwie jego brakiem). Inwestorzy dyskontują wzrost zysków spółek prognozowany w 2020 roku.

**EPS (prognoza na 2020) dla S&P500 na tle indeksu**



Źródło: Bloomberg, mBank

**Faza 1 podpisana**

W *Strategii inwestycyjnej* na 2020 rok dużo miejsca poświęciliśmy relacjom USA-Chiny, w tym próbie oceny, czy realne jest zawarcie trwalszego porozumienia w wojnie handlowej (obniżenie już wprowadzonych ceł – kluczowy czynnik dla wejścia światowej gospodarki w okres szybszego wzrostu). Przytoczyliśmy szereg argumentów wskazujących, że USA będą dalej eskalować konflikt, a w najlepszym wypadku zaakceptują „rozejm” bez istotnych ustępstw. Ostatecznie, wbrew zapowiedziom z początku grudnia, większość stawek celnych wprowadzonych w poprzednich kwartałach zostaje utrzymana co najmniej do wyborów prezydenckich w listopadzie 2020 (wyjątek stanowi zmniejszenie stawek z 15% na 7,5% w ostatniej transzy ceł wprowadzanych na towary o wartości 160 mld USD). Chiny zobowiązały się do dodatkowego (powyżej wartości zrealizowanej w 2017 roku – 186 mld USD) zakupu amerykańskich towarów o równowartości 200 mld USD w perspektywie najbliższych dwóch lat, z czego 77 mld USD w 2020 i 123 mld USD w 2021. Już dziś wiadomo, że ze względu na efekt jaki na chińską gospodarkę ma 2019-nCoV zobowiązania te mogą nie zostać spełnione.

Jednym z argumentów podnoszonych przeciw tezie o dalszej eskalacji relacji USA-Chiny jest ryzyko wejścia gospodarki amerykańskiej w recesję w roku wyborów prezydenckich (listopad br.). Polityka nie zna sentymentów dlatego wydaje się, że ze strategicznego punktu widzenia obecne problemy gospodarcze Chin wynikające z 2019-nCoV, są dla USA „prezenterem”, który trudno nie wykorzystać w konfrontacji, której celem jest utrzymanie światowej dominacji. Otwarte wrogie działania w obecnej fazie kryzysu 2019-nCoV, wizerunkowo byłyby dla USA niedopuszczalne (choć warto zwrócić uwagę, że USA jako pierwsze zamknęły możliwość wjazdu osobom potencjalnie chorym), ale prawdopodobieństwo eskalacji w dalszych miesiącach jest większe niż jeszcze dwa miesiące temu.

W styczniu Trump pokazał, że nie boi się ryzykownych konfrontacji. Otwarte uderzenie w Iran (zabicie generała Sulejmaniego) – wchodzącego w skład trójporozumienia z Chinami i Rosją – potwierdza, że USA realizują strategiczne cele. Bardziej zdecydowana odpowiedź Iranu mogła doprowadzić do eskalacji konfliktu w regionie i przyczynić się do ewentualnej porażki w wyborach prezydenckich. Agresywne działania w stosunku do Chin i Iranu doprowadziły do silnego wzrostu poparcia dla Trumpa, który we wcześniejszych wyborach obiecywał: *Make America Great Again...*

W kontekście celów USA i nadal napiętej sytuacji w Zatoce Perskiej, warto zwrócić uwagę, że z punktu widzenia Chin, Iran jest strategicznie ważnym punktem na mapie:

- przez Iran przebiega lądowa trasa Nowego Jedwabnego Szlaku;
- Iran kontroluje prawy brzeg kluczowego szlaku handlowego: Zatoka Perska, Cieśnina Ormuz, Zatoka Omańska, którym dostarczana jest ropa do Chin (ponad 50% zapotrzebowania kraju);
- u wylotu Zatoki Omańskiej, w Gwadar (Pakistan, 50 km od granicy z Iranem) w ramach projektu Nowy Jedwabny Szlak, Chiny wybudowały nowoczesny port przeładunkowy, w pobliżu którego ma powstać chińska baza wojskowa z portem wojennym włącznie;
- Iran złamał amerykańskie embargo potajemnie dostarczając ropę do Chin.

Biorąc to pod uwagę, uważamy, że sytuacja w Zatoce nadal będzie napięta (amerykańskie prowokacje) i stanowi istotny czynnik ryzyka w 2020 roku.

### Morska i lądowa trasa Nowego Jedwabnego Szlaku



Źródło: <http://www.china.org.cn>

### Zmiany w OFE, napływ środków do TFI

20 grudnia do Sejmu trafił rządowy projekt ustawy wprowadzający zmiany w OFE. Utrzymano główne założenia zmian, pojawiły się proponowane terminy ich wprowadzenia, jak również limity inwestycji w akcje notowane na GPW.

Kluczowe daty w projekcie:

- 1 czerwca – 1 sierpnia: wybór uczestników systemu o transferze zgromadzonych aktywów do ZUS lub przyjęcie z automatu transferu na rachunki IKE (wymaga złożenia stosownej deklaracji do OFE).
- 31 sierpnia – koniec transferu środków do ZUS w ramach „suwaka”.
- 8 września – przeniesienie aktywów do ZUS osób, które zdecydowały o rezygnacji z IKE.
- 27 listopada – przeniesienie aktywów z OFE na rachunki IKE.
- 11 grudnia – płatność 70% należności z tytułu przekształcenia.

Ostateczny kształt ustawy nie jest pewny, szczególnie jeśli chodzi o proponowane przez Rząd limity zaangażowania w polskie akcje. W projekcie rządowym znajduje się zapis o 80% aktywów w listopadzie i 88% w grudniu (po spłacie 1. transzy opłaty przekształceniowej). Podtrzymanie ww. limitów oznaczałoby, że OFE będą musiały dokupić polskie akcje za 3-5 mld PLN. Takie oczekiwanie miało istotny wpływ na zachowanie się akcji spółek z mWIG i sWIG w ostatnich tygodniach 2019 roku. Z informacji medialnych wynika jednak, że Komisja Sejmowa obniżyła ww. limity o 5 pp. (obecnie średnio: 76%), czyli do poziomu jaki dziś występuje w funduszach.

Lepsze zachowanie indeksów małych i średnich spółek doprowadziło do napływu nowych środków do tej grupy funduszy inwestycyjnych. Według IZFiA w grudniu łączne napływy netto do TFI akcyjnych i absolutnej stopy zwrotu wyniosły łącznie -206 mln PLN, ale fundusze MiŚ zanotowały +31,7 mln PLN. W kontekście TFI bardzo istotnym czynnikiem jest to, że po uzgodnieniu nowych wytycznych KNF fundusze ponownie wracają do sieci dystrybucji dużych instytucji finansowych. Po aferze związanej z GetBack, dystrybucja ryzykownych produktów inwestycyjnych takich jak akcje, szczególnie dla mniejszych instytucji zarządzających środkami klientów, praktycznie została wstrzymana. Proces ponownego wejścia do sprzedaży powinien zakończyć się w 1Q, co wreszcie otwiera drogę do bardziej aktywnej sprzedaży. Jeżeli na rynkach globalnych utrzyma się dobry sentyment to w kolejnych miesiącach powinniśmy zobaczyć rosnące napływy oszczędności do funduszy akcyjnych.

W scenariuszu globalnego risk-off, lokalny kapitał nie jest w stanie zatrzymać przeceny na GPW. Przypominamy, że w 2008 roku OFE otrzymały z ZUS łącznie 20,5 mld PLN nowych środków, z czego uwzględniając strukturę portfela mogły zainwestować ok. 6-7 mld PLN w akcje spółek notowanych na giełdach. W analogicznym okresie umorzenia w akcyjnych TFI wyniosły 7,7 mld PLN. W roku kolejnym wpływy wyniosły 21 mld PLN, z czego kolejne 7 mld w akcje. W okresie dwóch lat daje to 13-14 mld PLN nowego kapitału dedykowanego segmentowi akcji.

### Michał Marczak

tel. +48 22 438 24 01

[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)

**Najciekawsze pomysły inwestycyjne w ramach mWIG40**

Spółka	Kapitalizacja (mln PLN)	Zwrot 1Y	Zwrot 1M	Średni obrót 6M (mln PLN)	Uzasadnienie
11 bit studios	1 016,7	59%	11%	2,1	Szacowana premiera kolejnego projektu własnego w 2021 roku oraz rozwój segmentu wydawniczego będą wspierały wyniki spółki.
Amica	1 135,2	21%	4%	0,6	
AmRest	10 363,0	22%	9%	9,3	Optymalizacja biznesu, dalsza integracja przejętych restauracji oraz rozwój restauracji pod własnymi markami powinny pozwolić na dwucyfrowy wzrost EBITDA r/r.
Asseco Poland	5 395,0	44%	1%	4,1	
Benefit	2 784,5	3%	3%	1,5	
BNP Paribas	10 054,0	36%	-6%	0,2	
Bogdanka	1 013,6	-45%	-17%	0,6	
Boryszew	1 046,4	-7%	3%	0,4	
Budimex	4 549,5	69%	-4%	1,0	
Celon Pharma	1 917,0	22%	-2%	0,5	
Ciech	2 094,8	-25%	2%	1,9	Wzrost cen sody w 2019 i 2020 roku. Spadek cen węgla koksującego i gazu ziemnego.
CI Games	132,8	-27%	1%	1,0	
Comarch	1 683,6	30%	6%	0,4	Oczekiwany wzrost w 2020 r. oraz atrakcyjna wycena wskaźnikowa.
Develia	1 208,4	18%	7%	0,8	Oczekiwania na ponadprzeciętną dywidendę w 2020-21. Odbudowa oferty będzie sprzyjać wzrostom wolumenów i mocne wyniki na 2021 r.
Echo	2 088,2	65%	8%	0,7	
Enea	3 220,3	-35%	-9%	2,6	
Energa	2 948,2	-31%	-2%	3,2	Oczekiwanie na podniesienie ceny w wezwaniu i rezygnację z projektu Ostrołęka C. W tym scenariuszu najbardziej "zielona" spółka energetyczna w regionie.
Eurocash	2 692,8	4%	-9%	5,8	
Famur	1 758,8	-31%	-8%	0,7	Najwyższy DYield w sektorze przemysłu. Duża generacja gotówki, niskie zadłużenie.
Forte	775,4	29%	8%	0,3	
Getin Noble	277,1	0%	-12%	1,6	
GPW	1 758,6	13%	2%	1,6	Wysoki DYield. Szansa na pozytywne zaskoczenia na przychodach. Najniższa wycena w grupie spółek porównawczych.
Grupa Azoty	2 553,3	-32%	-18%	2,3	
GTC	4 632,2	6%	-2%	0,8	
Bank Handlowy	7 330,0	-13%	6%	2,1	Wysoki DYield. Brak kredytów frankowych. Wzrost rentowności w 2020 r.
INGBSK	26 345,3	8%	-2%	1,4	
Inter Cars	3 357,8	8%	15%	0,6	
Kernel	3 936,9	-4%	-2%	2,5	
Kęty	3 563,9	21%	8%	1,0	
Kruk	3 081,0	2%	-2%	7,1	
LiveChat	1 189,7	77%	10%	0,8	
Mabion	682,4	-31%	-39%	0,7	
B. Millennium	7 145,3	-33%	-1%	5,8	
Orbis	5 298,9	22%	1%	0,1	
PKP Cargo	819,6	-53%	-12%	0,9	
PlayWay	2 039,4	92%	26%	1,4	
Stalprodukt	1 132,8	-38%	9%	0,6	Kandydat pod wezwanie. Niska wycena oraz duża ilość wolej gotówki na bilansie.
Ten Square G.	1 904,4	201%	26%	3,0	
VRG	893,3	-6%	-2%	0,6	Ekspozycja na segment Luxury, potencjalne przejęcie w segmencie jubilerskim oraz efekty synergii powinny wspierać wyniki w 2020 roku.
Wirtualna Polska	2 379,8	41%	15%	0,7	Dynamiczny rozwój rynku reklamy online, dobre perspektywy segmentu e-commerce.

Źródło: Bloomberg, mBank

## Sektory

### Finanse

- Ryzyko frankowe przeszło z planu teoretycznego na plan rzeczywisty, banki zaczęły zawiązywać rezerwy portfelowe, które mocno obciążają wyniki. Uważamy, że kolejne rezerwy będą zawiązywane w 2020 r., co nie jest w pełni uwzględnione w oczekiwaniach analityków i dopiero zostanie uwzględnione w konsensusie.
- Drugim czynnikiem, który jeszcze nie znalazł pełnego odzwierciedlenia w rynkowych prognozach jest powtarzalny wpływ tzw. „małego TSUE” czyli zwrotu prowizji na wynik odsetkowy. Obecnie, uwzględniamy ten wpływ zgodnie z zapowiedziami poszczególnych banków. Jednocześnie podkreślamy, że rezerwy na zwrot niesłusznie pobranych prowizji mogą jeszcze wzrosnąć w miarę składania reklamacji. Co więcej, w przypadku Millennium istnieje ryzyko, że zarówno zawiązane rezerwy, jak i powtarzalny wpływ na wynik odsetkowy będzie wyższy, jeżeli przy obliczaniu kwoty do zwrotu Millennium zaczęłyby stosować metodę liniową, zamiast metody efektywnej stopy procentowej, jak ma to obecnie miejsce. Zagadką w tym kontekście jest Bank Handlowy, który na razie nie zapowiedział żadnych rezerw na zwrot prowizji. Spodziewamy się jednak, że jeżeli wystąpi ewentualna rezerwa nie będzie znacząca ze względu na relatywnie niską sprzedaż kredytów konsumenckich.
- W przeciwieństwie do banków polskich, banki regionalne powinny sobie radzić lepiej. Zwracamy uwagę na banki czeskie. Zarówno Komerční, jak i Moneta powinny pokazać dobre wyniki (uwzględniając sezonową słabość Q4). W przypadku KB wynik będzie dodatkowo wsparty jednorazowym rozwiązaniem rezerw na jedną z ekspozycji w segmencie korporacji w wysokości około 500 mln CZK. Ekonomiści Komerční Banka nie przewidują podwyżek stóp procentowych w tym roku, pomimo przyspieszającej inflacji.
- Bez zmian w europejskiej polityce monetarnej. ECB pozostawił stopy bez zmian, a najważniejszym punktem konferencji po posiedzeniu był oficjalny początek przeglądu strategii ECB, zarówno jeżeli chodzi o cele, jak i wykorzystywane narzędzia. Koniec przeglądu zapowiedziano na koniec 2020 roku.
- **Kluczowe rekomendacje:** Komerční Banka (kupuj), ING (sprzedaj)

### Chemia

- Obecnie indeksy MSCI Chemicals dla Europy i dla Świata są notowane z lekkimi premiami do swoich 3-letnich średnich.
- Spółki chemiczne w Europie mają dużą ekspozycję na Azję, co w przypadku eskalacji koronawirusa może negatywnie wpłynąć na postrzeganie sektora (patrz 1COV GY, LXS GY, FPE3 GY, BAS GY, SY1 GY, EVK GY).
- Po podwyżkach cen sody na 2020 rok Ciech prawdopodobnie zanotuje poprawę wyników finansowych r/r w kolejnych kwartałach. Spółka obecnie jest notowana ze średnio 17% dyskontem do grupy porównawczej na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA na lata 2020-2021.
- Notowania Grupy Azoty znajdują się pod negatywnym wpływem antycypowanego spadku wyników w 2020 roku. Naszym zdaniem możliwe pozytywne zaskoczenie na wynikach 4Q'19 oraz niskie ceny gazu ziemnego mogłyby wpłynąć na poprawę sentymentu w perspektywie kwartału.
- Na spadających cenach gazu korzystać również powinna Yara International (produkcja nawozów).
- **Kluczowe rekomendacje:** Ciech (kupuj), Grupa Azoty (kupuj)

### Paliwa

- Umowa OPEC dotycząca kwot produkcyjnych mocno wsparła ceny ropy na początku roku, ale ostatnie tygodnie przyniosły dynamiczną przecenę napędzaną doniesieniami o rozprzestrzenianiu się koronawirusa, który może odcisnąć swoje piętno na stronie popytowej (wstrzymanie migracji ludności, ograniczenia logistyczne i negatywny wpływ na globalne PKB). Dodatkowym problemem są również warunki pogodowe, które wpływają na zużycie olejów opałowych i diesla. Ten czynnik pogrąża także ceny gazu, które z uwagi na rekordowe zapasy i brak popytu spadły w szczycie sezonu grzewczego poniżej 11 EUR/MWh (z tego powodu zrewidowaliśmy nasze ścieżki cenowe w ostatnim raporcie na PGNiG).
- Perspektywa kolejnych uruchomień nowych gigantycznych rafinerii (Chiny, Arabia Saudyjska, Malezja, Brunei) zwiększających globalne moce o prawie 2% wywiera coraz większą presję na marże, które po krótkim odbiciu znów wróciły poniżej 3 USD/Bbl. Przy rosnącej podaży rozczarowuje też efekt IMO, który póki co tylko pogrążył marże na HSFO. Wysokie zapasy benzyny w USA i rosnąca podaż średnich destylatów w Europie (wzrost importu z Rosji i Indii) infekują marże na paliwach transportowych.
- 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 (głównie z USA) i z miesiąca na miesiąc psuje rentowność. Wskaźnik etylen/Brent sugeruje jeszcze znaczny potencjał spadku do osiągnięcia cyklicznego minimum. Te tendencje „w końcu” zostały zauważone również w wycenie globalnych potentatów petrochemicznych, na które zwracaliśmy uwagę w naszym modelowym miesięcznym portfelu inwestycyjnym (LYB: -17% YTD, EMN: -10% YTD, WLK: -12% YTD).
- W naszej grudniowej strategii inwestycyjnej wskazywaliśmy, że lepiej od sektora downstream prezentuje się sektor wydobywczy (niskie oczekiwania, znormalizowane wyceny, potencjał odbicia cen surowców). Niestety warunki pogodowe i zamieszanie z chińskim wirusem zanegowały ten kreślony przez nas pozytywny scenariusz i praktycznie całe wzrosty obserwowane na indeksach sektorowych od początku grudnia zostały już zniwelowane. W naszym ostatnim raporcie na PGNiG wycofaliśmy się z pozytywnej rekomendacji dla tego segmentu.
- W ramach naszego spektrum jedyną spółką z pozytywną rekomendacją pozostaje MOL, gdzie mimo obniżonych prognoz widzimy perspektywę mocnych dodatnich FCF w najbliższych latach (po korekcie o płatność za przejęcie w Azerbejdżanie).
- **Kluczowe rekomendacje:** Lotos (redukuj), MOL (akumuluj), PKN Orlen (redukuj)

### Energetyka

- Ceny energii na rynku niemieckim spadły od początku roku już o 6% do 40 EUR/MWh, co było pochodną zarówno korekty na węglu i gazie (odpowiednio o -4% i -12% YTD), jak i notowań CO2 (-3%). W takim otoczeniu indeks Stoxx Utilities kontynuował jednak bardzo dobrą passę z roku ubiegłego (wzrost +30%) i w styczniu wzrósł o kolejne 7%. Oprócz utrzymującego się od dłuższego już czasu argumentu atrakcyjnych stóp dywidendy (DYield na poziomie 4,4% vs rentowność obligacji niemieckich -0,4%) było to spowodowane zapowiedzią KE dotyczącą dalszego wsparcia rozwoju OZE oraz deklaracji

niemieckiego rządu w sprawie rekompensat dla sektora za zamykanie elektrowni węglowych.

- W Polsce ceny energii kontraktowane na przyszły rok w podstawie oscylują obecnie w okolicy 250 PLN/MWh, co implikuje delikatną poprawę CDS dla elektrowni węglowej od początku roku. Warto jednak pamiętać, że taki poziom marż w połączeniu z zabezpieczonymi płatnościami z rynku mocy implikuje bardzo mocne wyniki w generacji w roku 2021. W tym roku sytuacja będzie w tym segmencie gorsza w porównaniu z 2019 r., zarówno z uwagi na niższe zakontraktowane CDS-y, jak i brak darmowych uprawnień do emisji czy spadek wolumenów (przestoje, wyższy import, wypieranie przez OZE, słabszy popyt). Nie bez znaczenia będzie też kolejny słaby sezon grzewczy, co szczególnie może być widoczne w PGE.
- Rok rozpoczął się od niekorzystnych informacji o braku przeniesienia uzasadnionych kosztów w taryfie G, co wpłynęło na decyzje o zawiązaniu rezerw w poczet 4Q. „Pocieszające” póki co jest to, że niższa kontraktacja na 2021 r. oznacza, że luka w przychodach obrotu powinna samoczynnie zniknąć w przyszłym roku.
- Istotnym obciążeniem notowań WIG-Energia od początku roku (odwrotna korelacja do europejskiej grupy porównawczej) są doniesienia o problemach PGG, która zmagają się z presją płacową i rosnącymi zwałami węgla, co może oznaczać kłopoty z płynnością. Jako że polskie spółki energetyczne są udziałowcami PGG (PGNiG 20,4%, PGE 15,3%, Energa 15,3%, Enea 7,7%), problemy PGG są problemami sektora i rynek już zaczyna spekulować o skali kontrybucji energetyki w kolejne „ratowanie” kopalni. Według danych za 9M’19 zysk netto PGG spadł z 435 mln PLN do 181 mln PLN, ale w tym wypadku to raczej płynność jest głównym tematem. Oprócz mało popularnej w takich przypadkach „standardowej” restrukturyzacji (zamknięcie nierentownych kopalni, redukcja kosztów), pojawił się pomysł, aby elektrownie kupowały w nadmiarze niepotrzebny im węgiel na zapas, co już było „testowane” w przeszłości. Oznaczałoby to obciążenie kapitału obrotowego na kilkaset mln PLN.
- Minister klimatu powoli zaczął już się organizować w nowym resorcie i udzielił kilku wywiadów (zapowiedź korekty PEP40, zmian w ustawie odległościowej, analiza projektu Ostrołęka), aczkolwiek na razie żadnych konkretnych decyzji czy jednoznacznych wypowiedzi mogących wpływać na sektor nie odnotowaliśmy.
- Wydarzeniem stycznia był również komunikat Zarządu Energi ws ceny w wezwaniu ogłoszonym przez PKN. Ku naszemu zaskoczeniu Spółka oceniła cenę bliską historycznemu minimum (0,25 P/BV i 63% WRA) jako godziwą (czy będąc bardziej precyzyjnym: zawierającą się w przedziale wycen przygotowanych przez Deloitte). Oczywiście był to negatywny katalizator dla całego sektora.
- Zbliżający się sezon wyników kwartalnych nie będzie raczej wsparciem dla notowań indeksu, jako że wykonanie naszych dotychczasowych rocznych prognoz EBITDA szacujemy na 98% (łagodna zima, niski popyt).
- **Kluczowe rekomendacje:** CEZ (kupuj), Enea (kupuj), Energa (kupuj), PGE (kupuj), Tauron (kupuj)

## Telekomunikacja, media, IT

- W 2020 r. kluczowym tematem na rynku telekomunikacyjnym jest aukcja częstotliwości 5G (tzw. C-bandu, tj. 3,4-3,8 GHz). W grudniu’19 UKE opublikowało warunki aukcji do konsultacji. Na aukcję miały trafić 4 bloki po 80 MHz. Warunki aukcji (wysokie wadium + zainwestowanie przynajmniej 1 mld PLN w infrastrukturę telko w latach 2016-2018 + dysponowanie już rezerwacjami ogólnopolskimi) ograniczają istotnie listę potencjalnych uczestników do 4 polskich MNO. Co więcej, UKE chce cap na 1 pasmo per uczestnik. Aukcja jest więc

w kształcie podobna do przetargu i naszym zdaniem najbardziej prawdopodobnym jest, że operatorzy zaakceptują jej warunki, a ze względu na konstrukcję postępowania aukcyjnego finalne ceny nie będą istotnie wyższe od cen minimalnych. Co prawda poszczególne bloki nie są identyczne, ale sądzymy, że różnice nie są na tyle duże żeby wywindować ceny za pasma w aukcji. W naszym scenariuszu bazowym (patrząc na bardzo drogie postępowanie 800 MHz) konserwatywnie przyjmowaliśmy ok. 844 mln PLN tylko za 50 MHz z zakresu 3,6-3,8 GHz. Stąd jeśli cena w aukcji wyniosłaby niewiele ponad 450 mln PLN za 80 MHz z zakresu 3,5-3,8 GHz, wyniki interpretowalibyśmy dla każdej z pokrywanych spółek (CPS, OPL, PLY) pozytywnie.

- Pod koniec stycznia zakończyła się pierwsza tura konsultacji powyższych warunków aukcji. Nie zgłoszono istotnych zmian przez potencjalnych uczestników ani przez Ministerstwo Cyfryzacji. Niemniej jednak w wywiadach prasowych Minister zapowiedział, że zobowiązania inwestycyjne dla przyszłych zwycięzców aukcji 5G są zbyt niskie, a cap na jeden blok per grupa kapitałowa jest niepotrzebny. Obniża to prawdopodobieństwo niskich cen za pasmo w aukcji, jednak sądzymy że ostatecznie ceny i tak nie będą wysokie. Nasze szacunki CAPEX-u na częstotliwości ciągle postrzegamy jako konserwatywne.
- 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. Z kolei Cyfrowy Polsat do tej pory wprowadził jedynie niewielkie zmiany do swoich ofert (eliminacja możliwości dokupienia po preferencyjnych warunkach oferty w przypadku jeśli pierwsza to najtańsza). Oczekujemy, że Cyfrowy w trakcie roku zastosuje bardziej wyraźne inflacyjne ruchy na swoich mobilnym cenniku.
- Vectra sfinalizowała kupno 100% akcji Multimedia Polska. Dzięki tej akwizycji będzie mieć ponad 1,7 mln abonentów i ok. 4,4 mln gospodarstw domowych w zasięgu, stając się największym operatorem kablowym w Polsce.
- 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 rosły 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 dotyczące rynku reklamy ogółem w Polsce: wydatki na reklamę w 2020 roku niższe lub porównywalne.
- W styczniu’20 WIG Info wzrósł o 3,9% i był lepszy od WIG o 4,7 p.p.. Mediana P/E 12M fwd dla spółek IT wynosi 14,3x. Przed nami sezon wyników za 4Q’19. Wszystkie monitorowane spółki powinny zaraportować wzrost EBITDA, a 5 z 6 wzrost zysku netto. Jednak analiza wpływu MSSF16 oraz zd. jednorazowych chłodzą ten optymizm. W 4Q’19 dobrze wypadną: ABS i ASE, a słabo ACP. Stąd utrzymujemy nasze neutralne nastawienie do sektora.
- Alternatywą dla 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).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Orange Polska (akumuluj), Play (akumuluj), Cyfrowy Polsat (redukuj), Agora (kupuj), Asseco SEE (przeważaj), Asseco BS (przeważaj), Comarch (kupuj)



## Przemysł

- Spółki przemysłowe w Polsce w 2020 roku wciąż borykają się z inflacją kosztów energii, płac i logistyki. Obecnie indeksy MSCI Industrials dla Europy i dla Świata są notowane z lekkimi premiami do swoich 3-letnich średnich.
- W 4Q'19 oczekujemy, że 47% spółek przemysłowych pogorszy r/r wyniki finansowe. Pozytywnych zaskoczeń szukalibyśmy w Amica, negatywnych zaś w Kernel i PKP Cargo. Naszym zdaniem testy na utratę wartości aktywów mogą wykazać konieczność odpisów przy wynikach 4Q w Aparatorze, Boryszew, Famur i Forte.
- Obecnie naszym zdaniem najatrakcyjniej wyglądają Astarta (FCF w 2019 roku wyższy niż bieżąca kapitalizacja, wzrosty cen cukru na świecie i na Ukrainie), Famur (rekordowy podpisany portfel zamówień, DYield'20 na poziomie 12%, największy beneficjent ustawy o zatorach płatniczych), Kruszwica (mocny bilans – ponad 200 mln PLN gotówki netto oraz DYield'20 6%) i TIM (Dynamiczny wzrost wyników w 4Q'19; DYield 7% w 2020 r.).
- Unikalibyśmy akcji: PKP Cargo (oczekiwane słabe wyniki 4Q'19, wzrost kosztów pracy, energii i paliwa na 2020, prawdopodobna rewizja w dół prognoz analityków), Boryszew (2020 rok wyzwaniem dla spółek motoryzacyjnych, aby sprostać nowym regulacjom link; odklejenie się kursu od oczekiwań rynku; Dług netto 3,9xEBITDA'19) oraz Forte (niskie wskaźniki nastrojów w branży meblarskiej w Niemczech oraz brak odbicia cen płyty; rynek zdyskontował poprawę wyników w 2020 roku, a przed spółką potencjalny wzrost kosztów na poziomie 28 mln PLN wynikający z wyższych cen energii, logistyki i płac).
- Spółki Automotive w Europie mają dużą ekspozycję na Azję, co w przypadku eskalacji koronawirusa może negatywnie wpłynąć na postrzeganie sektora. W przypadku VW ekspozycja na Azję to 18%. Daimler i BMW plasują do Chin odpowiednio 12% i 20% przychodów. Pogłębienie sprzedaży nowych samochodów w Chinach może mieć negatywny wpływ na obroty i wyniki również polskich poddostawców Automotive.
- W przypadku polskich spółek przemysłowych największą ekspozycję na Azję mają Elemental Holding (poniżej 30%), ACG (12%), Fasing (ponad 10%) i SecoWarwick (ponad 10%). Bezpośrednio część zakładów produkcyjnych w Chinach posiada Boryszew (Maflow), a produkcja w nich została wstrzymana przez koronawirusa.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Astarta (przeważaj), Boryszew (niedoważaj), Famur (kupuj), Forte (niedoważaj), Kruszwica (przeważaj), PKP Cargo (redukuj), TIM (przeważaj)

## Wydobycie

- Rozprzestrzeniający się po Azji koronawirus zmusił firmy i chiński rząd do przedłużenia sezonowych przerw produkcyjnych do połowy lutego. W przypadku miedzi, stali i cynku, co najmniej połowa światowej konsumpcji przypada na Chiny, co powoduje, że przy mniejszym zużyciu w nadchodzących tygodniach rosnąć będą zapasy. W takim środowisku ceny głównych metali będą pozostawać pod presją.
- Wyłączenia mocy produkcyjnych i czasowe zawieszenie działalności firm w wybranych prowincjach w Chinach powoduje, że całkiem dobre perspektywy z początku stycznia wyraźnie się pogorszyły. W efekcie wirusa naszym zdaniem w danych z Chin za 1Q'20 będziemy mogli obserwować dalszy spadek rejestracji nowych samochodów, gorsze odczyty sprzedaży detalicznej, produkcji przemysłowej i budownictwa. Słabe dane

negatywnie przekładać się będą na sentyment do spółek cyklicznych, w tym przede wszystkim górniczych i producentów stali.

- **Kluczowe rekomendacje:** KGHM (redukuj)

## Deweloperzy

- Po ubiegłorocznym wzroście o 28%, w styczniu'20 indeks WIG-Dev dalej kontynuował wzrost o 3,6% i zachowywał się lepiej od szerokiego rynku. Mediana wycen mnożnika P/E wśród spółek deweloperskich wynosi obecnie 7,8x i kształtuje się około 5% powyżej średniej z ostatnich 3 lat.
- Styczniowy wzrost wycen spółek nastąpił w otoczeniu pozytywnego news flow o sprzedaży mieszkań w 4Q. Łącznie deweloperzy notowani na GPW i Catalyst pokazali wzrost sprzedaży o 16,5% r/r w 4Q, co było wynikiem zdecydowanie lepszym niż ten zanotowany dla szerokiego rynku (6M) tj. +6,6% r/r. Całoroczne wyniki sprzedaży w 6 głównych miastach w Polsce zamknęły się wzrostem +0,8% r/r i znalazły się powyżej pierwotnego scenariusza dla rynku mieszkaniowego na 2019 r., potwierdzając tym samym, że popyt mieszkaniowy pozostaje mocny.
- Przed nami sezon wyników. W wynikach za 4Q deweloperzy mieszkaniowi rozliczą łącznie o 4% mniej mieszkań r/r. Największą dodatnią dynamikę przekazania w 4Q pokazały: JWC (+137% r/r), Ronson (+118% r/r) i Atal (+80% r/r). Z kolei po drugiej stronie znalazł się: Polnord (-81% r/r), Archicom (-70% r/r) i Develia (-51% r/r).
- Dodatniej dynamiki wyników spodziewamy się w przypadku Atalu (choć wynik odbiegał od oczekiwań, z uwagi na opóźnienia w uzyskaniu pozwolenia na użytkownię). Natomiast Archicom, Dom Development i Develia (z uwagi na spadek liczby przekazanych mieszkań) pokażą nominalnie słabsze wyniki r/r.
- W ujęciu rocznym wyniki finansowe poprawią Archicom i Dom Development. Również w Develi oczyszczony zysk netto powinien być wyższy r/r, choć tu zwracamy uwagę na potencjalnie ryzyko kolejnych odpisów na Arkadach. Wyniki roczne w Atalu zrealizują natomiast consensus w około 80%, zwracamy jednak uwagę, że obecny poziom przekazania nie odzwierciedla bieżącego jej potencjału sprzedażowego, który w wynikach urealni się w latach 2020-21.
- Otoczenie rynkowe pozostaje stabilne i takiego wydziewięku spodziewamy się z marcowych konferencji wynikowych (stabilny, silny popyt przy kontynuacji wzrostu cen mieszkań).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Atal (akumuluj)

## Handel

- **AmRest** powinien zaraportować wysoką poprawę EBITDA r/r w 4Q'19 napędzaną przez organiczny wzrost sprzedaży i rentowności EBITDA oraz zdarzenia jednorazowe (sprzedaż pizzportal.pl i aktualizacja wartości udziałów w Glovo). Jednocześnie według naszych szacunków spółka powinna dokonać istotnego odpisu wartości restauracji w wysokości 12 mln EUR w 4Q'19. Zwracamy uwagę na wysoką wycenę AmRest na 27x EV/EBIT'20, która w obliczu oczekiwanego spowolnienia dynamiki EBITDA może się nie obronić.
- Kurs **CCC** odbił z poziomów 3-letniego minimum po publikacji strategii na lata 2020-22. Naszym zdaniem spółka musi odbudować zaufanie wśród inwestorów po wielu kwartałach raportowania gorszych od oczekiwań wyników. Zarząd podczas prezentacji strategii oprócz ogłoszenia głównych założeń GO.22 zdementował plotki o potencjalnej emisji oraz o ryzyku złamania kowenantów na koniec 1Q'20 (zarząd oczekuje maksymalnego

poziomu 3,2-3,3x DN/EBITDA). Oczekujemy poprawy wyniku spółki r/r w 1Q'20 oraz w kolejnych kwartałach. Odwrócenie negatywnego trendu w wynikach powinno pomagać spółce odbudować zaufanie wśród inwestorów. Naszym zdaniem obecna prognoza rynkowa na poziomie 4,5% marży EBIT w 2020 r. jest zbyt niska. Widzimy potencjał do podniesienia szacunków rynkowych na poziomie EBIT'20 o 10-15%.

- Blokady w Chinach wywołane przez epidemię koronawirusa powinny przełożyć się na spadek konsumpcji. W portfelu zalecamy niedoważenie akcji **adidas** (ADS GY; 27,5x P/E'20), którego ponad 30% sprzedaży w 2019 roku pochodziło z regionu Asia-Pacific będącego jednocześnie jednym z głównych segmentów napędzających wzrost sprzedaży.

- Kurs akcji **Dino** wrócił w okolice rekordowo maksymalnych poziomów. Zwracamy uwagę na oczekiwane pogorszenie marży EBITDA w 4Q'19 oraz potencjalne pogorszenie rentowności również w 1Q'20 (wysoka baza na marży brutto na sprzedaży, istotny wzrost ceny mięsa wieprzowego r/r oraz istotny wzrost wynagrodzeń r/r). Zwracamy uwagę, że spółka jest wyceniona na wysokim poziomie wskaźnika EV/EBITDA 12m blended forward (+1 odchylenie standardowe od średniej liczonej od maja 2017).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** AmRest (trzymaj), CCC (kupuj), Dino (redukuj), Eurocash (trzymaj), Jeronimo Martins (trzymaj), LPP (kupuj), VRG (kupuj)

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

vs. konsensus	1Q'	2Q'	3Q'	4Q'	1Q'	2Q'	3Q'	4Q'	1Q'	2Q'	3Q'	4Q'	+/=
in minus	11	9	18	16	9	11	14	23	10	15	16	2	154
brak zaskoczeń	26	25	28	23	36	20	24	23	29	25	27	0	286
in plus	20	25	15	23	19	33	26	20	27	27	26	1	262
<b>liczba spółek</b>	<b>57</b>	<b>59</b>	<b>61</b>	<b>62</b>	<b>64</b>	<b>64</b>	<b>64</b>	<b>66</b>	<b>66</b>	<b>67</b>	<b>69</b>	<b>3</b>	<b>702</b>
in minus	19%	15%	30%	26%	14%	17%	22%	35%	15%	22%	23%	67%	22%
in plus	35%	42%	25%	37%	30%	52%	41%	30%	41%	40%	38%	33%	37%

vs. r/r	1Q'	2Q'	3Q'	4Q'	1Q'	2Q'	3Q'	4Q'	1Q'	2Q'	3Q'	4Q'	+/=
in minus	25	23	20	25	27	19	20	24	24	30	24	3	264
brak zaskoczeń	4	8	13	2	9	11	11	7	9	11	7	0	92
in plus	38	37	36	42	33	39	38	38	36	28	38	0	403
<b>liczba spółek</b>	<b>67</b>	<b>68</b>	<b>69</b>	<b>69</b>	<b>69</b>	<b>69</b>	<b>69</b>	<b>69</b>	<b>69</b>	<b>69</b>	<b>69</b>	<b>3</b>	<b>759</b>
in minus	37%	34%	29%	36%	39%	28%	29%	35%	35%	43%	35%	##	35%
in plus	57%	54%	52%	61%	48%	57%	55%	55%	52%	41%	55%	0%	53%

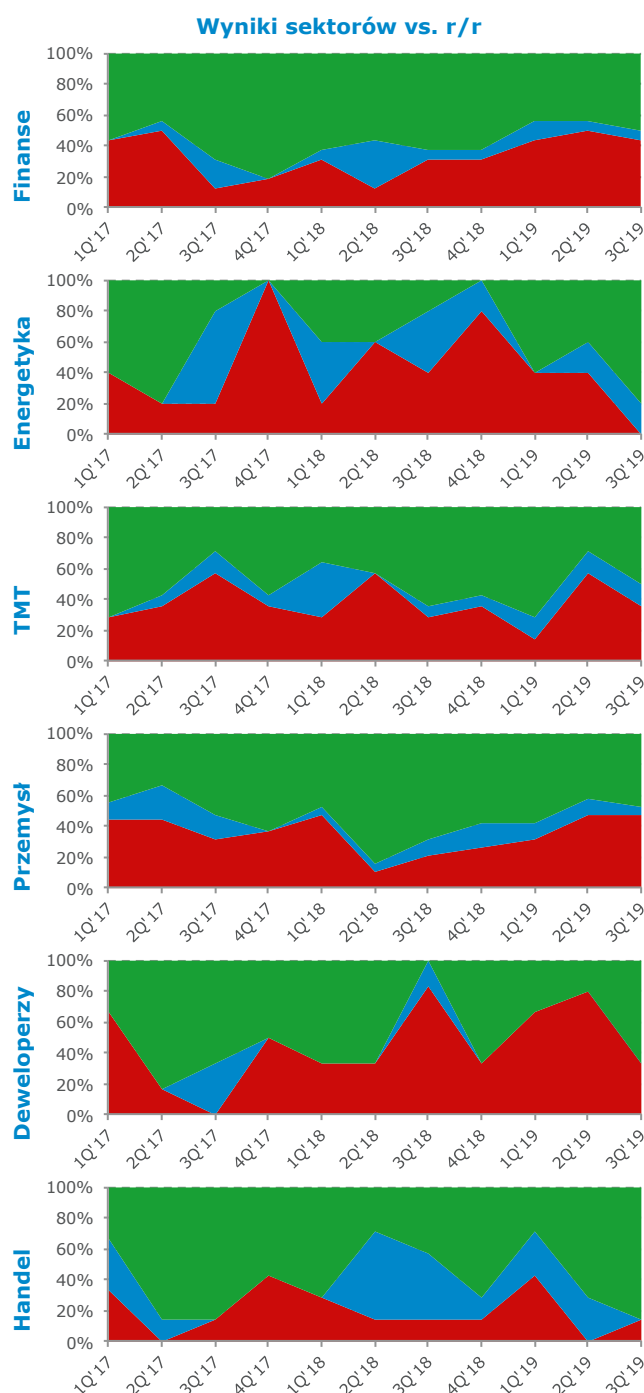
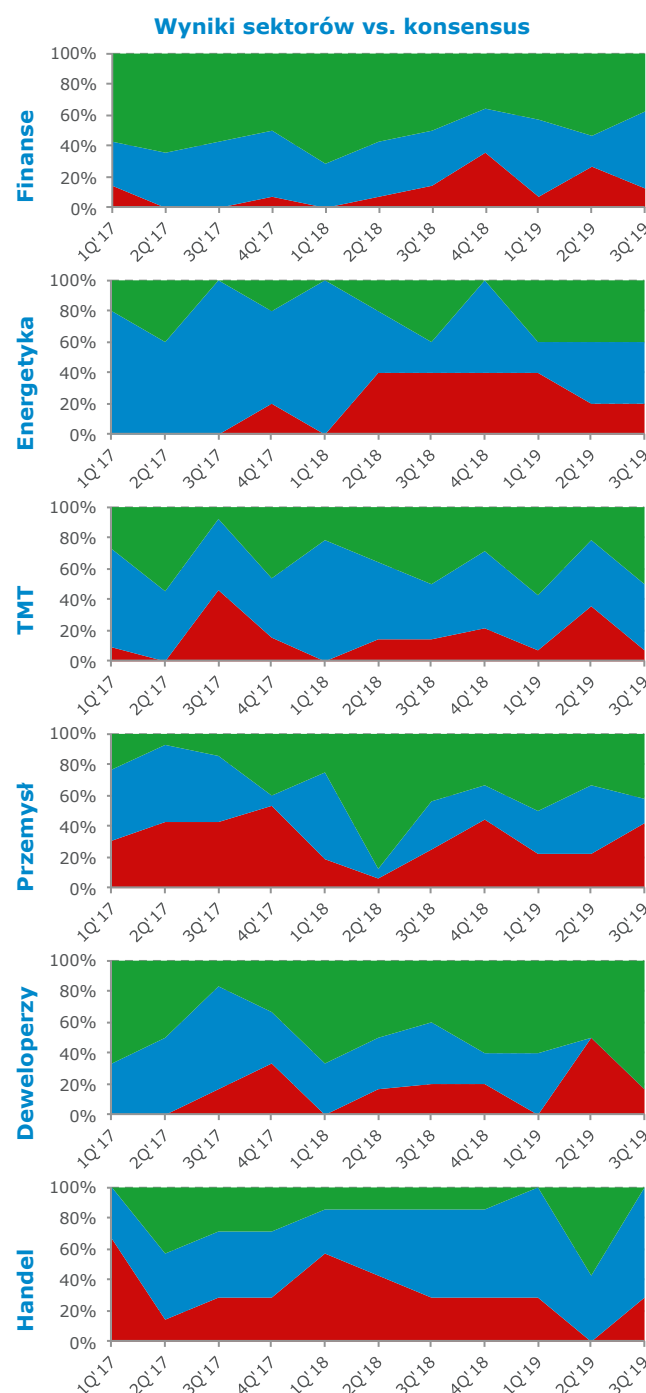
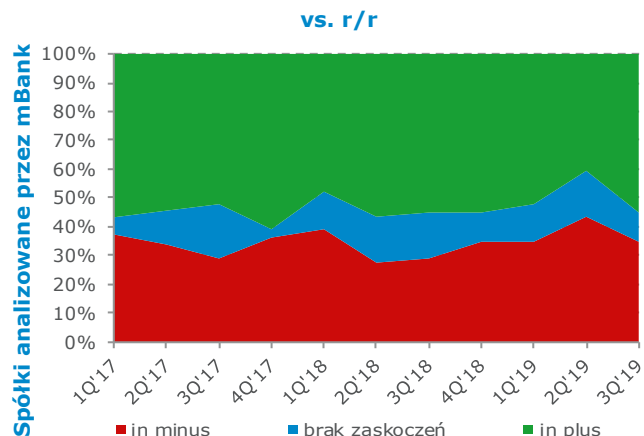
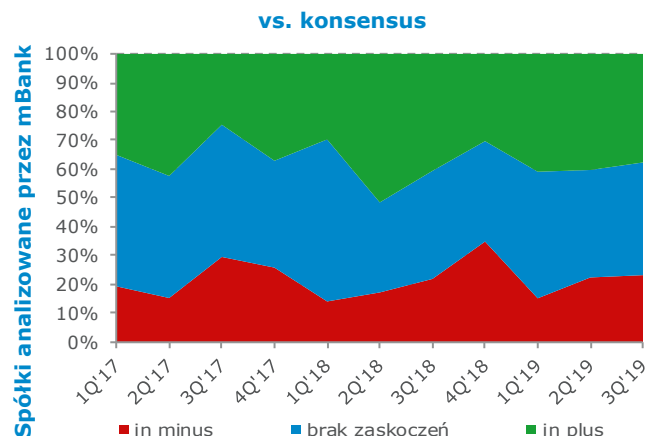
\*\* [+/=] – suma liczby kwartałów w ostatnich 3 latach, w których spółki zaraportowały wyniki zgodne lub powyżej oczekiwań rynkowych oraz w porównaniu r/r  
Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank

## Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu

Sektor		Rynek polski	Rynek amerykański	Rynek niemiecki
Banki	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	PKO	BX US, VOYA US, JPM US	ALV GY, DWS GY, EBS AV, RBI AV
	Spółki na minus	ING, MIL		
	Kluczowe katalizatory:	Wyniki 4Q'19	Nieźłe wyniki 4Q, ale niekorzystne otoczenie stóp/rentowności	
Chemia	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEGATYWNY	NEGATYWNY
	Spółki na plus	CIE, ATT		YAR NO
	Spółki na minus	PCR		1COV GY, LXS GY, FPE3 GY, BAS GY, SY1 GY, EVK GY
	Kluczowe katalizatory:	Spadek cen węgla, gazu	Przestój w Chinach negatywny dla większości producentów	
Deweloperzy	SENTYMENT	NEUTRALNY	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	1AT	ALEX US, KBX US	DWNI GY
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:	Korzystny wpływ po cofnięciu rentowności		
Energetyka	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEGATYWNY	NEGATYWNY
	Spółki na plus	CEZ, ENG	NRG US, VST US	RWE GY
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:	Prognozy zarządów na 2020 przy publikacji wyników 4Q'19	Prawdopodobne odbicie rentowności na obligacjach, sektor przegrzany w styczniu	
Handel, Konsument	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	CCC, LPP		
	Spółki na minus	DNP		
	Kluczowe katalizatory:	Oczekiwana poprawa wyników r/r	Silny rynek pracy, pozytywne nastroje konsumenckie vs zachwianie popytu w Chinach	
Paliwa	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEGATYWNY	NEGATYWNY
	Spółki na plus	MOL	COP US, CVX US, PSX US, VLO US	
	Spółki na minus	LTS, PKN		
	Kluczowe katalizatory:	Dalsze pogorszenie warunków makro w rafinerii i petrochemii oraz bardzo niskie ceny gazu	Niepewność związana z koronawirusem	
Przemysł	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	AMC, AST, FMF, KSW, TIM		
	Spółki na minus	ACG, BRS, EMT, FTE, PKP		AIR FP
	Kluczowe katalizatory:	Wzrost kosztów	Słaba dynamika wyników	
Przemysł wydobywczy	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEGATYWNY	NEGATYWNY
	Spółki na plus			TKA GY
	Spółki na minus	KGH PW		VOE AV
	Kluczowe katalizatory:	Koronawirus	Niepewność związana z koronawirusem	
Segment automotive	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEGATYWNY	NEGATYWNY
	Spółki na plus		GM US	VOW3 GY
	Spółki na minus	AML, BRS, SNK	TSLA US	DAI GY, BMW GY
	Kluczowe katalizatory:	Koronawirus	Niepewność związana z koronawirusem	
Technologie, Media	SENTYMENT	NEUTRALNY	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	ASE, ABS, AGO	AMZN US, DISCA US, MSFT US	WDI GY
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:		Silne przepływy gotówkowe, największy beneficjent "buybacków", dobry 4Q	
Telekomy	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	NEGATYWNY
	Spółki na plus	OPL, PLY	GLIBA US	TC1 GY
	Spółki na minus	CPS		DTY GY
	Kluczowe katalizatory:		Nienajlepsze wyniki 4Q	



Zaskoczenia na wynikach wszystkich spółek analizowanych przez mBank oraz wybranych sektorów



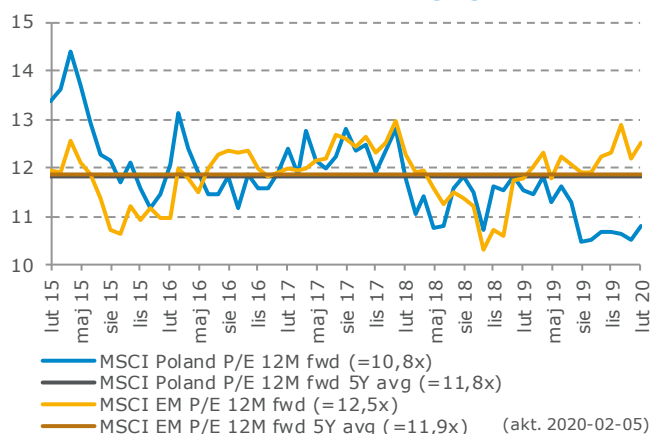
Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank

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

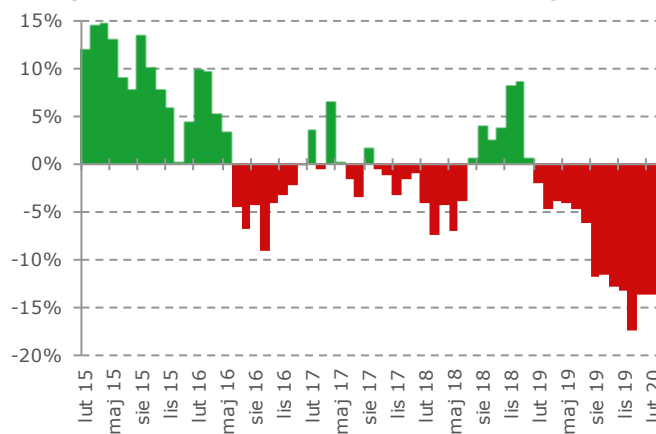
sty 19=0	WIG30		Finanse		Paliwa		Energetyka		Handel		TMT		Chemia		Surowce	
	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank
lut 19	-1%	-1%	-1%	+0%	-2%	-5%	-2%	+0%	-1%	+0%	-8%	+0%	+54%	+67%	+1%	+0%
mar 19	-1%	-1%	-1%	-0%	-4%	-9%	+0%	-6%	-1%	-6%	-8%	+4%	+65%	+67%	+9%	+16%
kwi 19	-3%	-1%	-1%	-0%	-11%	-9%	-3%	-8%	-0%	-6%	-12%	+4%	+41%	+173%	+6%	+16%
maj 19	-4%	-2%	-1%	-3%	-14%	-12%	+2%	+5%	-5%	-11%	-12%	+11%	+85%	+246%	+2%	+8%
cze 19	-5%	-2%	-1%	-1%	-17%	-12%	+3%	+3%	-9%	-29%	-13%	+15%	+100%	+306%	-2%	-5%
lip 19	-6%	-2%	-2%	-4%	-19%	-6%	+1%	+3%	-10%	-29%	-11%	+17%	+149%	+306%	-7%	-5%
sie 19	-7%	-2%	-2%	-3%	-19%	-6%	+1%	+3%	-12%	-29%	-8%	+18%	+172%	+306%	-11%	-2%
wrz 19	-8%	-2%	-2%	-3%	-19%	-6%	-7%	+3%	-16%	-29%	-9%	+16%	+172%	+267%	-13%	-2%
paź 19	-9%	-6%	-4%	-5%	-18%	-12%	-8%	-10%	-18%	-31%	-5%	+17%	+147%	+286%	-15%	+2%
lis 19	-10%	-7%	-4%	-8%	-21%	-9%	-8%	-10%	-20%	-37%	-8%	+20%	+151%	+259%	-13%	-11%
gru 19	-11%	-7%	-3%	-8%	-25%	-9%	-3%	-10%	-25%	-37%	-9%	+20%	+138%	+259%	-17%	-11%
sty 20	-14%	-10%	-6%	-10%	-33%	-15%	-6%	-10%	-29%	-41%	-6%	+21%	+140%	+193%	-17%	-12%

Źródło: Bloomberg, mBank; dane dla prognoz mBanku 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**

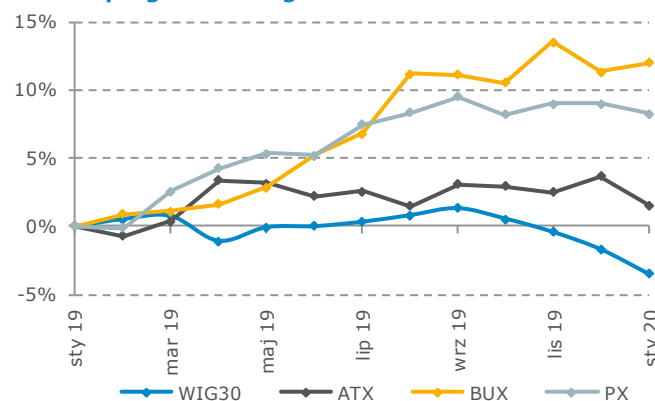


Źródło: Bloomberg, mBank



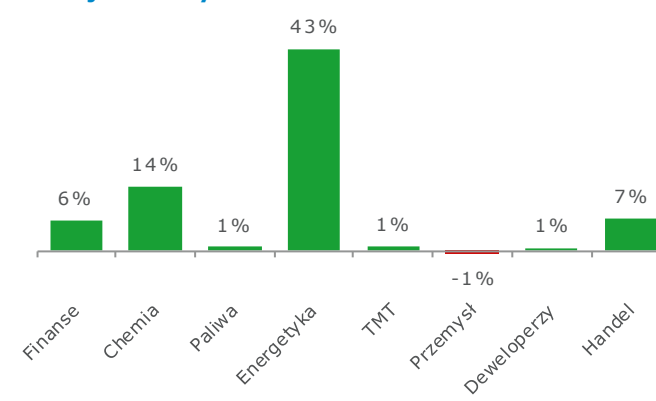
Źródło: Bloomberg, mBank

**Zmiana prognozowanego EPS 12M fwd**



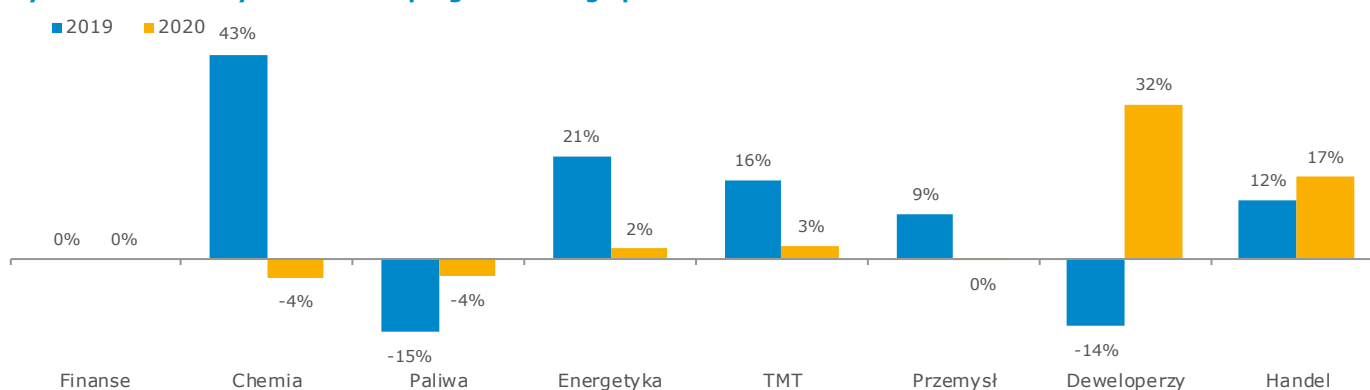
Źródło: Bloomberg, mBank

**Potencjał zmiany cen dla sektorów**



Źródło: mBank; na podstawie cen docelowych według mDM

**Dynamika zmian wyniku EBITDA prognozowanego przez mBank w latach 2019-20**



Źródło: mBank; 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 mBanku od konsensusu

Spółka	Rekomendacja mBank	TP mBank <sup>1</sup>	Rekomendacje <sup>2</sup>			TP kons. <sup>3</sup>	mBank/kons. TP	Zysk netto mBank/kons.			EBITDA mBank/kons.			Liczba prognoz <sup>4</sup>
			▲	►	▼			2019	2020	2021	2019	2020	2021	
<b>Finanse</b>														
Alior Bank	trzymaj	31,00	8	6	1	37,74	-17,9%	-1%	-11%	-20%				12
Handlowy	akumuluj	57,44	9	2	0	58,12	-1,2%	-7%	+1%	-1%				9
ING BSK	sprzedaj	170,00	2	5	5	192,42	-11,7%	-2%	-4%	-4%				10
Millennium	redukuj	5,47	4	4	4	5,72	-4,4%	-5%	-40%	-60%				6
Pekao	kupuj	115,20	14	6	0	123,95	-7,1%	+2%	-4%	-5%				16
PKO BP	akumuluj	39,69	6	10	3	39,87	-0,4%	-6%	-6%	-6%				15
Santander Bank Polska	trzymaj	287,90	6	9	1	332,61	-13,4%	-7%	-4%	-11%				8
Komerčni Banka	kupuj	928,20	8	10	1	911,94	+1,8%	-0%	+0%	+5%				12
Moneta Money Bank	kupuj	94,33	14	0	0	100,35	-6,0%	-4%	+7%	+4%				3
Erste Group	akumuluj	36,61	19	4	1	37,31	-1,9%	+2%	+8%	+7%				9
RBI	akumuluj	23,05	12	8	1	27,02	-14,7%	+7%	+7%	+7%				5
OTP Bank	trzymaj	14 681	11	5	2	14 709	-0,2%	+2%	+4%	-				15
PZU	trzymaj	41,91	6	6	0	45,46	-7,8%	-1%	+4%	+2%				7
Kruk	kupuj	210,31	3	1	2	200,16	+5,1%	-1%	-3%	+1%				4
GPW	kupuj	47,82	2	3	1	45,46	+5,2%	-4%	-9%	-3%	+4%	+13%	+3%	4/2
<b>Chemia</b>														
Ciech	kupuj	44,41	10	1	0	47,62	-6,7%	-31%	-7%	-13%	-7%	-1%	-5%	7/6
Grupa Azoty	kupuj	30,31	5	3	1	37,03	-18,1%	-21%	-32%	-84%	-5%	-3%	-16%	6/6
<b>Paliwa</b>														
Lotos	redukuj	68,47	11	2	2	97,47	-29,8%	-7%	-29%	-27%	-3%	-13%	-15%	11/10
MOL	akumuluj	2 816,0	9	3	1	3 493,1	-19,4%	-9%	-24%	-16%	-1%	-10%	-3%	13/13
PGNiG	trzymaj	4,06	4	5	1	4,70	-13,6%	-6%	-25%	+6%	-3%	-12%	+8%	7/7
PKN Orlen	redukuj	68,03	3	10	4	87,96	-22,7%	-6%	-28%	-31%	-6%	-12%	-16%	15/14
<b>Energetyka</b>														
CEZ	kupuj	597,80	9	6	1	591,04	+1,1%	+3%	-5%	-4%	+1%	-1%	-0%	10/9
Enea	kupuj	11,53	7	1	0	11,45	+0,7%	+1%	+2%	+2%	+4%	+4%	+2%	6/7
Energa	kupuj	11,67	1	5	2	8,12	+43,8%	-16%	-15%	-6%	+3%	+1%	-1%	6/6
PGE	kupuj	12,20	6	4	3	9,21	+32,4%	+12%	+12%	+3%	+8%	+9%	+1%	7/8
Tauron	kupuj	2,45	4	7	2	1,92	+27,5%	-9%	+17%	+17%	+0%	+10%	+7%	8/9
<b>TMT</b>														
Netia	trzymaj	4,70	4	3	0	5,06	-7,1%	-14%	-14%	-27%	+4%	+2%	-0%	5/7
Orange Polska	akumuluj	7,40	1	11	3	6,82	+8,5%	+114%	+3%	+52%	+8%	+4%	+9%	5/10
Play	akumuluj	36,00	9	4	2	36,92	-2,5%	-3%	+2%	+0%	-1%	+3%	+4%	12/11
Agora	kupuj	17,00	4	0	0	13,80	+23,2%	-	-	-	+4%	+2%	-6%	4/4
Cyfrowy Polsat	redukuj	26,10	1	10	3	28,87	-9,6%	-3%	-2%	+2%	+2%	+2%	+2%	10/9
Wirtualna Polska	trzymaj	79,70	6	2	0	75,71	+5,3%	-7%	+0%	-3%	+1%	+4%	+3%	5/5
Asseco Poland	trzymaj	59,20	3	4	1	63,59	-6,9%	-5%	-10%	-10%	+6%	+4%	+4%	9/9
Asseco BS	przeważaj	-	1	2	0	31,50	-	+2%	+4%	+108%	+2%	+6%	+7%	3/3
Asseco SEE	przeważaj	-	2	2	0	26,60	-	-3%	-1%	-1%	-8%	-5%	-5%	4/3
Comarch	kupuj	250,00	5	1	0	223,76	+11,7%	-0%	+2%	+2%	+2%	+6%	+6%	6/6
11 bit studios	trzymaj	439,00	8	3	0	444,10	-1,1%	-19%	+15%	+28%	-4%	+23%	+34%	9/10
CD Projekt	trzymaj	284,20	8	8	3	283,04	+0,4%	+14%	+31%	+56%	-11%	-14%	+20%	14/13
<b>Przemysł</b>														
AC	równoważ	-	2	1	0	47,00	-	+0%	+2%	-3%	+0%	-1%	-1%	2/2
Alumetal	równoważ	-	4	2	0	48,85	-	-3%	-13%	-16%	-1%	-6%	-9%	5/5
Amica	równoważ	-	3	2	0	149,15	-	+4%	+6%	+6%	+1%	+1%	+1%	4/4
Apator	równoważ	-	1	3	0	25,33	-	-16%	-1%	-0%	-7%	-3%	-3%	2/4
Astarta	przeważaj	-	3	2	0	18,10	-	-	-0%	+108%	-13%	+10%	+7%	3/3
Famur	kupuj	5,18	6	0	0	5,17	+0,2%	+10%	+6%	+13%	-1%	+2%	+3%	5/5
Forte	niedoważaj	-	2	3	2	32,17	-	-13%	-17%	-18%	+2%	-4%	-6%	6/6
Grupa Kęty	trzymaj	335,44	6	6	0	375,29	-10,6%	+2%	-12%	-18%	+1%	-8%	-14%	8/8
JSW	trzymaj	18,41	1	4	4	31,66	-41,9%	-32%	-	-	-11%	-16%	-19%	6/5
Kemel	trzymaj	47,25	4	2	0	57,20	-17,4%	+2%	-15%	+9%	-1%	+4%	+8%	5/4
KGHM	redukuj	86,33	1	7	8	85,37	+1,1%	-1%	-6%	-35%	+4%	-2%	-20%	10/11
PKP Cargo	redukuj	16,40	3	4	2	31,10	-47,3%	-58%	-	-	-6%	-16%	-20%	6/5
<b>Deweloperzy</b>														
Atal	akumuluj	44,28	5	0	0	43,11	+2,7%	-18%	+20%	-6%	-26%	+20%	-3%	3/3
Dom Development	trzymaj	88,92	3	4	0	93,95	-5,3%	+3%	+6%	+24%	+1%	-2%	+7%	6/5
<b>Handel</b>														
AmRest	trzymaj	47,00	8	4	0	51,34	-8,5%	-0%	-5%	-13%	+9%	+1%	-2%	8/7
CCC	kupuj	157,00	2	11	4	117,20	+34,0%	+32%	+26%	+30%	+4%	+9%	+11%	15/12
Dino	redukuj	149,70	8	8	2	151,83	-1,4%	-1%	+3%	+10%	-0%	+2%	+5%	17/16
Eurocash	trzymaj	19,80	9	2	7	22,71	-12,8%	-0%	-1%	+9%	+6%	-3%	-12%	9/10
Jeronimo Martins	trzymaj	16,30	14	11	5	16,15	+0,9%	+24%	+16%	+13%	-0%	-1%	-4%	20/18
LPP	kupuj	10 100	9	7	1	9 521,7	+6,1%	-2%	+8%	+12%	-16%	-11%	-12%	14/13
VRG	kupuj	4,50	7	0	0	4,74	-5,1%	-2%	-12%	-8%	-6%	-5%	-8%	5/5

Źródło: Bloomberg, mBank; <sup>1</sup>cena docelowa Biura maklerskiego mBanku; <sup>2</sup>rekomendacje w konsensusie (pozytywne, neutralne, negatywne); <sup>3</sup>średnia cena docelowa konsensusu; <sup>4</sup>liczba prognoz składających się na konsensus (zysk netto/EBITDA)

**Aktualne rekomendacje mBanku**

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Potencjał zmiany	P/E		EV/EBITDA		
							2019	2020	2019	2020	
<b>Finanse</b>							<b>+6,6%</b>	<b>10,6</b>	<b>10,4</b>		
Alior Bank	trzymaj	2019-11-06	29,34	31,00	25,86	+19,9%	8,1	7,5			
Handlowy	akumuluj	2019-12-05	51,70	57,44	56,20	+2,2%	16,3	11,8			
ING BSK	sprzedaj	2020-02-04	202,00	170,00	202,50	-16,0%	15,8	14,9			
Millennium	redukuj	2020-02-05	5,91	5,47	5,91	-7,4%	10,3	12,9			
Pekao	kupuj	2019-12-05	96,34	115,20	97,06	+18,7%	11,3	10,3			
PKO BP	akumuluj	2020-02-05	36,00	39,69	36,00	+10,3%	10,9	10,4			
Santander Bank Polska	trzymaj	2020-02-05	304,00	287,90	304,00	-5,3%	14,5	12,7			
Komercni Banka	kupuj	2019-12-05	792,00	928,20 CZK	787,00	+17,9%	9,8	10,4			
Moneta Money Bank	kupuj	2019-08-28	75,95	94,33 CZK	86,00	+9,7%	11,5	10,7			
Erste Group	akumuluj	2019-12-05	32,20	36,61 EUR	33,40	+9,6%	9,3	8,9			
RBI	akumuluj	2019-12-05	21,24	23,05 EUR	21,00	+9,8%	5,9	5,7			
OTP Bank	trzymaj	2019-12-05	14 870	14 681 HUF	14 570	+0,8%	10,0	9,2			
PZU	trzymaj	2020-02-05	40,54	41,91	40,54	+3,4%	11,1	10,5			
Kruk	kupuj	2019-12-05	150,90	210,31	161,60	+30,1%	9,2	9,1			
Skarbiec Holding	kupuj	2019-12-05	17,20	29,34	21,80	+34,6%	6,8	6,5			
GPW	kupuj	2020-01-16	40,85	47,82	41,85	+14,3%	13,8	15,8			
<b>Chemia</b>							<b>+13,8%</b>	<b>10,9</b>	<b>10,6</b>	<b>5,4</b>	<b>5,7</b>
Ciech	kupuj	2019-12-05	36,40	44,41	40,05	+10,9%	15,4	9,5	6,7	5,7	
Grupa Azoty	kupuj	2020-02-05	26,10	30,31	26,10	+16,1%	6,5	11,8	4,2	5,6	
<b>Paliwa</b>							<b>+0,7%</b>	<b>10,4</b>	<b>10,4</b>	<b>4,4</b>	<b>5,0</b>
Lotos	redukuj	2020-02-05	76,78	68,47	76,78	-10,8%	12,1	9,8	5,9	5,1	
MOL	akumuluj	2020-02-05	2 618	2 816 HUF	2 618	+7,6%	8,6	9,2	4,1	5,0	
PGNiG	trzymaj	2020-01-28	3,86	4,06	3,68	+10,4%	12,2	14,3	4,6	4,5	
PKN Orlen	redukuj	2020-02-03	75,66	68,03	74,44	-8,6%	7,1	11,0	4,2	5,1	
<b>Energetyka</b>							<b>+42,3%</b>	<b>4,4</b>	<b>5,3</b>	<b>3,6</b>	<b>3,7</b>
CEZ	kupuj	2019-12-05	502,00	597,80 CZK	504,50	+18,5%	15,0	13,1	7,3	6,8	
Enea	kupuj	2019-11-06	8,59	11,53	7,29	+58,3%	3,1	3,0	3,1	3,1	
Energa	kupuj	2019-11-06	6,37	11,67	7,08	+64,8%	5,5	5,3	3,6	4,2	
PGE	kupuj	2019-10-24	8,42	12,20	6,55	+86,3%	4,4	5,7	3,0	3,4	
Tauron	kupuj	2019-11-06	1,73	2,45	1,46	+67,8%	2,8	2,3	4,0	3,7	
<b>Telekomunikacja, media, IT</b>							<b>-2,0%</b>	<b>31,7</b>	<b>19,2</b>	<b>6,5</b>	<b>6,6</b>
Netia	trzymaj	2019-12-05	4,44	4,70	4,54	+3,5%	31,7	32,5	4,6	4,7	
Orange Polska	akumuluj	2019-11-29	6,46	7,40	6,85	+8,0%	32,2	35,4	5,3	5,5	
Play	akumuluj	2020-02-05	34,80	36,00	34,80	+3,4%	10,0	9,2	6,4	6,3	
Agora	kupuj	2019-10-30	9,50	17,00	12,80	+32,8%	61,0	32,6	7,5	7,1	
Cyfrowy Polsat	redukuj	2019-11-14	28,86	26,10	27,54	-5,2%	15,7	13,3	7,1	6,9	
Wirtualna Polska	trzymaj	2020-02-05	82,20	79,70	82,20	-3,0%	35,5	22,3	13,6	10,9	
Asseco Poland	trzymaj	2019-12-05	57,35	59,20	65,60	-9,8%	16,6	16,0	5,4	5,1	
Comarch	kupuj	2019-11-25	189,50	250,00	207,00	+20,8%	15,0	14,4	6,5	6,3	
11 bit studios	trzymaj	2020-02-05	440,00	439,00	440,00	-0,2%	56,9	45,5	34,2	28,7	
CD Projekt	trzymaj	2020-02-05	305,00	284,20	305,00	-6,8%	-	13,0	-	11,4	
<b>Przemysł, surowce</b>							<b>-0,5%</b>	<b>6,7</b>	<b>9,4</b>	<b>4,6</b>	<b>4,5</b>
Cognor	trzymaj	2019-12-06	1,20	1,25	1,24	+0,8%	6,7	38,5	4,4	6,1	
Famur	kupuj	2019-12-05	2,98	5,18	2,98	+74,1%	4,6	7,0	3,7	3,8	
Grupa Kęty	trzymaj	2019-12-05	338,50	335,44	384,50	-12,8%	13,1	15,0	8,8	9,6	
JSW	trzymaj	2020-02-05	19,78	18,41	19,78	-6,9%	5,0	-	0,8	3,3	
Kemel	trzymaj	2020-02-05	47,20	47,25	47,20	+0,1%	5,3	7,8	4,9	6,5	
KGHM	redukuj	2020-02-05	96,44	86,33	96,44	-10,5%	8,7	8,6	4,8	4,7	
PKP Cargo	redukuj	2020-02-05	17,50	16,40	17,50	-6,3%	14,8	-	3,0	3,7	
Stelmet	akumuluj	2020-02-05	7,85	8,92	7,85	+13,6%	-	10,3	5,2	4,4	
<b>Deweloperzy</b>							<b>+0,7%</b>	<b>11,7</b>	<b>8,1</b>	<b>10,8</b>	<b>7,4</b>
Atal	akumuluj	2020-02-05	39,80	44,28	39,80	+11,3%	13,9	7,4	13,8	7,0	
Dom Development	trzymaj	2019-12-05	93,00	88,92	96,00	-7,4%	9,5	8,9	7,8	7,8	
<b>Handel</b>							<b>+7,0%</b>	<b>39,8</b>	<b>20,8</b>	<b>9,8</b>	<b>8,7</b>
AmRest	trzymaj	2019-12-05	46,35	47,00	49,15	-4,4%	39,8	38,4	13,0	12,1	
CCC	kupuj	2019-12-05	108,10	157,00	99,05	+58,5%	93,3	20,8	5,6	4,4	
Dino	redukuj	2020-02-05	164,70	149,70	164,70	-9,1%	40,0	29,5	23,5	17,8	
Eurocash	trzymaj	2020-02-05	19,94	19,80	19,94	-0,7%	67,7	40,2	7,4	7,0	
Jeronimo Martins	trzymaj	2020-02-05	15,78	16,30 EUR	15,78	+3,3%	18,6	18,4	9,8	8,7	
LPP	kupuj	2020-02-05	8 610,00	10 100,00	8 610,00	+17,3%	28,1	19,7	11,7	9,6	
VRG	kupuj	2020-02-05	3,93	4,50	3,93	+14,6%	15,1	12,6	4,8	4,4	



## Aktualne pozycjonowania mBanku

Spółka	Pozycjonowanie	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena bieżąca	Zmiana ceny od wydania	P/E		EV/EBITDA	
						2019	2020	2019	2020
<b>Spółki IT</b>						<b>16,0</b>	<b>13,3</b>	<b>7,0</b>	<b>5,8</b>
Ailleron	równoważ	2019-10-31	7,16	9,00	+25,7%	16,2	12,3	6,4	5,0
Asseco BS	przeważaj	2020-01-30	32,60	33,60	+3,1%	16,6	15,4	10,7	10,0
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	3,50	+14,4%	12,4	11,6	5,2	4,9
<b>Spółki przemysłowe</b>						<b>12,6</b>	<b>11,5</b>	<b>6,9</b>	<b>6,9</b>
AC	równoważ	2019-12-05	43,20	49,00	+13,4%	12,3	12,4	8,6	8,2
Alumetal	równoważ	2020-01-30	42,80	45,20	+5,6%	14,2	14,6	8,1	8,3
Amica	równoważ	2019-12-05	133,20	146,80	+10,2%	9,9	9,3	6,3	6,4
Apator	równoważ	2020-01-30	20,70	20,70	+0,0%	13,0	11,9	7,1	7,0
Astarta	przeważaj	2020-01-30	15,90	17,40	+9,4%	-	3,2	7,3	3,1
Boryszew	niedoważaj	2020-01-30	4,54	4,39	-3,3%	14,5	11,5	6,9	7,0
Forte	niedoważaj	2020-01-30	32,30	33,70	+4,3%	20,5	14,5	9,5	8,6
Kruszwica	przeważaj	2020-01-30	52,20	55,00	+5,4%	12,1	11,5	6,3	6,2
Mangata	równoważ	2019-12-05	72,00	75,00	+4,2%	9,1	10,7	6,4	6,9
Pozbud	równoważ	2019-12-05	1,80	1,70	-5,8%	4,0	3,9	4,5	5,4
TIM	przeważaj	2019-12-05	10,90	11,55	+6,0%	13,0	11,5	6,8	6,2

**Zmiany rekomendacji w przeglądzie miesięcznym**

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
11 bit studios	trzymaj	kupuj	439,00 PLN	2020-02-05
Atal	akumuluj	kupuj	44,28 PLN	2020-02-05
CD Projekt	trzymaj	akumuluj	284,20 PLN	2020-02-05
Dino	redukuj	akumuluj	149,70 PLN	2020-02-05
Eurocash	trzymaj	redukuj	19,80 PLN	2020-02-05
Grupa Azoty	kupuj	trzymaj	30,31 PLN	2020-02-05
Jeronimo Martins	trzymaj	trzymaj	16,30 EUR	2020-02-05
JSW	trzymaj	trzymaj	18,41 PLN	2020-02-05
Kernel	trzymaj	trzymaj	47,25 PLN	2020-02-05
KGHM	redukuj	trzymaj	86,33 PLN	2020-02-05
Lotos	redukuj	redukuj	68,47 PLN	2020-02-05
LPP	kupuj	kupuj	10100,00 PLN	2020-02-05
Millennium	redukuj	trzymaj	5,47 PLN	2020-02-05
MOL	akumuluj	akumuluj	2816,00 HUF	2020-02-05
PKO BP	akumuluj	akumuluj	39,69 PLN	2020-02-05
PKP Cargo	redukuj	redukuj	16,40 PLN	2020-02-05
Play	akumuluj	kupuj	36,00 PLN	2020-02-05
PZU	trzymaj	akumuluj	41,91 PLN	2020-02-05
Santander Bank Polska	trzymaj	trzymaj	287,90 PLN	2020-02-05
Stelmet	akumuluj	trzymaj	8,92 PLN	2020-02-05
VRG	kupuj	akumuluj	4,50 PLN	2020-02-05
Wirtualna Polska	trzymaj	trzymaj	79,70 PLN	2020-02-05

**Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu**

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Alumetal	równoważ	równoważ	- -	2020-01-30
Aparator	równoważ	równoważ	- -	2020-01-30
Asseco BS	przeważaj	równoważ	- -	2020-01-30
Astarta	przeważaj	przeważaj	- -	2020-01-30
Boryszew	niedoważaj	równoważ	- -	2020-01-30
Forte	niedoważaj	równoważ	- -	2020-01-30
GPW	kupuj		47,82 PLN	2020-01-16
ING BSK	sprzedaj	trzymaj	170,00 PLN	2020-02-04
JSW	trzymaj	kupuj	23,32 PLN	2020-01-20
Kruszwica	przeważaj	przeważaj	- -	2020-01-30
PGNiG	trzymaj	kupuj	4,06 PLN	2020-01-28
PKN Orlen	redukuj	trzymaj	68,03 PLN	2020-02-03

**Statystyki rekomendacji**

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Biurem maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	1	1,4%	1	4,3%
redukuj	7	10,1%	1	4,3%
niedoważaj	2	2,9%	1	4,3%
trzymaj	18	26,1%	8	34,8%
równoważ	8	11,6%	2	8,7%
akumuluj	9	13,0%	4	17,4%
kupuj	19	27,5%	6	26,1%
przeważaj	5	7,2%	0	0,0%

## Kalendarium wydarzeń

Data	Spółka	Wydarzenie
5 lut	Grupa Kęty	Publikacja prognoz na 2020 rok
6 lut	ING BSK	Publikacja wyników za 4Q'19 (wstępne)
6 lut	Komercni Banka	Publikacja wyników za 4Q'19
6 lut 12:00	Grupa Kęty	Spotkania z Zarządem (Hotel Regent, Warszawa)
6 lut	mBank	Publikacja wyników za 4Q'19 (wstępne)
6 lut	Moneta Money	Publikacja wyników za 4Q'19
6 lut	RBI	Publikacja wyników za 4Q'19 (wstępne)
10 lut 9:30	Famur	Spotkania z Zarządem (GPW, Książęca 4, Warszawa)
12 lut	Orange Polska	Publikacja wyników za 4Q'19
12 lut	PKO BP	Publikacja wyników za 4Q'19
13 lut	Citi Handlowy	Publikacja wyników za 4Q'19 (wstępne)
14 lut	Millennium	Publikacja wyników za 4Q'19
14 lut	Skarbiec	Publikacja wyników za 4Q'19
20 lut	Jeronimo M.	Publikacja wyników za 4Q'19 (po sesji)
20 lut	Santander	Publikacja wyników za 4Q'19
21 lut	MOL	Publikacja wyników za 4Q'19
26 lut	Play	Publikacja wyników za 4Q'19
27 lut	Netia	Publikacja wyników za 4Q'19
27 lut	Pekao	Publikacja wyników za 4Q'19
28 lut	Alior Bank	Publikacja wyników za 4Q'19
28 lut	Aparator	Publikacja wyników za 4Q'19
28 lut	Erste Bank	Publikacja wyników za 4Q'19 (wstępne)
28 lut	Kernel	Publikacja wyników za 2Q'20
28 lut	mBank	Publikacja wyników za 4Q'19
28 lut	Stelmet	Publikacja wyników za 1Q'20

## Makroekonomia

### Wzrost PKB prawdopodobnie w okolicy 3% w IV kwartale

PKB w 2019 roku wzrósł o 4,0% w cenach stałych. To wartość niższa od mediany oczekiwań (4,2%) i naszej prognozy (4,1%). Szokujący jest jednak wynik IV kwartału i jego kompozycja, bo można zaryzykować stwierdzenie, że takiego biegu wydarzeń nie przewidział nikt. Po pierwsze, przedział dla najbardziej prawdopodobnych prognoz dla IV kwartału wyglądają następująco: PKB 2,8-3,1% r/r; konsumpcja prywatna 3,5-3,8% r/r; inwestycje 7,2-7,3% r/r; wkład eksportu netto minus 0,5-0,3 pkt. proc. Po drugie, taka kompozycja jest jak już wspomniano zaskakująca. Odczyt z IV kwartału plasuje dynamikę konsumpcji prywatnej na wyjątkowo niskim poziomie. Automatycznie rzutuje to także na I kwartał. Już w tym momencie można bezpiecznie powiedzieć, że stymulacja fiskalna nie zdołała przezwyciężyć tendencji cyklicznych. Ratunek nie przyszedł również ze strony usług konsumenckich. Trudno wskazać jeden czynnik odpowiadający za kontynuację spowalniania konsumpcji pod koniec roku, ale w tym momencie konsumpcja dostosowuje się szybko do tempa zmian realnych dochodów rozporządzalnych. To oczywiście także źródło ryzyka dla drugiej połowy roku, kiedy na tych ostatnich można spodziewać się ostrego hamowania. Jeśli jest to efekt cenowy i zadziałały skutki percepcji „drożyzny”, I kwartał wydaje się najbardziej narażony na zaskoczenie w dół. Cały rok mniej, choć według naszych prognoz inflacja pozostanie podwyższona (kwestia powrotu inflacji do celu to bardziej historia dla rynków finansowych niż konsumentów – ci ostatni mają adaptacyjne oczekiwania).

Po trzecie, zaskakująco wysoka dynamika inwestycji w całym 2019 roku wykrzywia ryzyka dla wzrostu inwestycji na 2020 rok w dół. Takiego wyniku inwestycji nie dało się „złożyć” z danych szczegółowych na temat budownictwa i konserwacyjnych (dynamiki r/r bez zmian) założeń co do pozostałych klas środków trwałych. Być może IV kwartał to kwestia wydatków MON, które często księgują się pod koniec roku. Tak czy inaczej, cykl UE oraz minusy na wydatkach majątkowych samorządów implikują spadki r/r w 2020. Baza statystyczna IV kwartału dokłada swoje i może spłaszczać ewentualne odbicie w drugiej połowie roku. Trudno też spodziewać się, że przy zaskakujących negatywnie danych makro nagle do lotu poderwie się prywatna aktywność inwestycyjna. Problemy strukturalne (takie jak transformacja energetyczna, którą Polska ma przed sobą) i długookresowe potrzeby inwestycyjne pozostają bez zmian. Stwierdzenie to nie ma jednak przełożenia na implikacje cykliczne i kwestie kształtu ścieżki inwestycji w najbliższych kwartałach.

Eksport netto odnotowuje w całym roku tylko niewielką nadwyżkę. Fakt ten, w połączeniu z oczekiwaniami w najbliższym czasie słabymi dynamikami eksportu (importochłonność!) oraz ryzykami dla ścieżki konsumpcji implikuje silną, anty-cykliczną kontrę ze strony eksportu netto w 2020 roku. Spowolnienie będzie więc miało bardzo standardowy przebieg. Popyt wewnętrzny będzie znacząco kompensowany saldem wymiany z zagranicą. Górka tego efektu przypadnie na I połowę roku.

Wynik IV kwartału nie poprawia perspektyw wzrostu polskiej gospodarki w przyszłym roku. Prognozowane przez nas 2,8% średniorocznie obecnie obarczone jest symetrycznym ryzykiem, a konsensus analityków prywatnych i instytucji będzie jeszcze zbiegał w kierunku naszej prognozy. Dotyczy to również projekcji NBP. Hamowanie polskiej gospodarki pozostanie dla RPP rozstrzygającym argumentem w debacie na temat reakcji na wystrzał inflacji i wzmocni tylko przekonanie, że kolejnym ruchem ze strony RPP może być obniżka. Kombinacja uwarunkowań krajowych i globalnych

(piętrzące się ryzyka ze strony nieopanowanej wciąż epidemii koronawirusa w Chinach) sprawia, że uczestnicy rynku odłożą zakłady o podwyżki stóp w Polsce na półkę na dłuższy czas.

### Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna wzrosła w cenach stałych o 5,7% r/r, blisko konsensusu rynkowego, ale poniżej naszej prognozy (7,2% r/r). W cenach bieżących wzrost wyniósł 7,5% r/r. Odczyt grudniowy jest marginalnie lepszy od średniej z poprzednich kwartałów, ale mieści się w trendach. Przechodząc do szczegółów, możemy wyróżnić dwie przyczyny naszej pomyłki. Po pierwsze, dynamiki większości kategorii sprzedaży w grudniu charakteryzują się wysokimi wartościami sezonowymi, na które w niektórych kategoriach nakładają się wieloletnie trendy (dotyczące przesunięć zakupów między listopadem i grudniem). Ocena grudnia b.r. zależała w dużej mierze od oceny tego, czy grdzień roku poprzedniego był anormalnie słaby, czy też był zwiastunem nowej sezonowej normy. Stosunkowo niewielkie pomyłki tutaj okazały się być ze sobą skorelowane. I tak, dynamiki sprzedaży żywności i w pozostałych niewyspecjalizowanych sklepach były niższe od naszych założeń, co oznacza odpowiednio niewielkie przyspieszenie (nominalnie z 5,3 do 5,7% r/r) i hamowanie (z 14,1 do 11,3% r/r) w stosunku do listopada. W przypadku sprzedaży w pozostałych niewyspecjalizowanych sklepach jest to nowe sezonowe minimum w ujęciu m/m. Sprzedaż dóbr trwałych i półtrwałych rosła w tempie zbliżonym do listopadowego. Po drugie, w danych o sprzedaży detalicznej ujawniła się grudniowa niespodzianka inflacyjna. Dynamika cen implikowana przez dane o sprzedaży podwoiła się bowiem w stosunku do grudnia (z 0,7 do 1,8% r/r) i nie jest to bynajmniej jedynie konsekwencja drożejącej żywności i paliw. Towary w pozostałych kategoriach drożały o 0,5% r/r, co jest najwyższą wartością od marca 2013 r. Prawdopodobnie w wyłączonych kategoriach „ukrywa się” sporo żywności sprzedawanej w pozostałych niewyspecjalizowanych sklepach, więc bylibyśmy ostrożni we wnioskowaniu na temat presji cenowej w towarowej części inflacji bazowej. Tym niemniej, pomyłka w deflatorach sprzedaży detalicznej przełożyła się na nietrafioną prognozę całości.

Dane o sprzedaży detalicznej zadowolą w zasadzie każdego. Sprzedaż utrzymuje się na przyzwoitym poziomie, co póki co przeczycie teom o automatycznym załamaniu konsumpcji w obliczu wyższej inflacji. Spodziewamy się spowolnienia sprzedaży i konsumpcji, ale będzie to pokłosie obniżenia nominalnych wynagrodzeń oraz zmiany optymizmu polskiego konsumenta, która objawia się już od miesięcy. Od pesymistów różni nas także ścieżka konsumpcji, która dopiero pod koniec roku zwalnia w okolice 3% - konsumenci wyglądają na ścieżkę bieżących dochodów; mają z czego. Z drugiej strony, nie ma przyspieszenia konsumpcji i jednocześnie propozycje dotyczące przegrzania się gospodarki i konieczności podwyżek stóp też należy odłożyć na półkę osobliwości.

### Produkcja przemysłowa

W grudniu produkcja sprzedana przemysłu wzrosła jedynie o 3,8% r/r, istotnie poniżej przewidywań (ok. 6% r/r). Nasza prognoza (jedna z najniższych na rynku), zakładająca wzrost produkcji o 4,9% r/r okazała się i tak zbyt optymistyczna. Po wyłączeniu czynników sezonowych i kalendarzowych tapnięcie produkcji jest jeszcze bardziej imponujące – zanotowano bowiem spadek o 2,9% m/m. Momentum produkcji tym samym, po dwóch miesiącach pozytywnych zaskoczeń, wyładowało w zerze i taki wynik jest zdecydowanie bardziej zgodny i ze wskazaniami indeksów koniunktury. Na tak słaby wynik przemysłu złożyło się

naszym zdaniem kilka czynników. Po pierwsze, w grudniu zanotowano wyjątkowy układ dni wolnych od pracy (Wigilia we wtorek), który sprzyjał wykorzystywaniu przez pracowników długich urlopów. Ostatni raz taki układ pojawił się w 2013 r. (w istocie rzeczy, z wyjątkiem terminu Wielkanocy, rozkład dni roboczych i świąt był w 2013 r. i 2019 r. identyczny) i wiązał się z równie dużą negatywną niespodzianką. Miesięczny (nieodsezonowany) spadek produkcji o ponad 10% jest więc zgodny z tym historycznym precedensem. Po drugie, pewną rolę mogła również odegrać wysoka baza nagromadzona w poprzednich dwóch miesiącach – do pewnego stopnia wiążemy ją z ponownym gromadzeniem zapasów przed Brexitem. Wisienką na torcie jest hamowanie produkcji energii – prawdopodobnie można je przypisać odwróceniu czynników jednorazowych podbijających ją w listopadzie. Słabe dane o produkcji przemysłowej, w powiązaniu z wczorajszą publikacją danych na temat wyników budownictwa w końcówce roku, skłaniają nas do rewizji prognoz wzrostu PKB w IV kwartale w dół, do 3,1% r/r. Jest to wynik skokowo niższy od notowanego w poprzednich kwartałach i jednocześnie znacznie niższy od wskazań indeksów koniunktury. Dlaczego w takich warunkach należy przypisywać większą wagę twardym danym? Wynika to zarówno z naszych historycznych doświadczeń, jak i z natury negatywnego szoku dotyczącego polską gospodarkę w II połowie zeszłego roku. Spadki inwestycji publicznych są dość skoncentrowane i dotyczą aktywności o dużej jednostkowej wartości, mogą być zatem niedoszacowywane przez wskaźniki koniunktury, które dobrze oddają doświadczenia typowego (medianowego) podmiotu. Tak właśnie było w 2016 r. i obecne spowolnienie jest pod tym względem podobne.

## Rynek pracy

Przeciętne wynagrodzenie brutto wzrosło w grudniu o 6,2% r/r, nieco powyżej prognoz (rynek 6,0% r/r, my 5,8% r/r). Przyspieszenie w stosunku do kiepskiego wyniku listopada – dla przypomnienia, wówczas wynagrodzenia wzrosły przeciętnie jedynie o 5,3% r/r – jest związane głównie z korzystnym układem dni roboczych oraz z przesunięciami premii w górnictwie. Ten ostatni czynnik może również tłumaczyć niewielkie pozytywne zaskoczenie. Odczyt grudniowy nie zmienia spojrzenia na zmiany cykliczne w tej kategorii. Wynagrodzenia spowalniają od kilku miesięcy i proces ten jest napędzany przez słabnący popyt na pracę. Przejawy tego zjawiska widzimy w szerokim katalogu miękkich i twardych wskaźników, natomiast w odniesieniu do samych wynagrodzeń można odnotować oznaki słabnięcia presji płacowej widoczne w badaniach koniunktury. Odczyt styczniowy będzie ukształtowany w pierwszej kolejności przez skokową podwyżkę płacy minimalnej (o przeszło 15%), ale nie zmieni to trendu, który jest negatywny. Nie jest w tej chwili jasne, w jakim stopniu statyczny efekt podwyżki płacy minimalnej (można go szacować na ok. 2 pkt. proc.) odłoży się w przeciętnym wynagrodzeniu.

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 2,6% r/r w grudniu, poniżej naszej prognozy 2,7% r/r. W ujęciu miesięcznym przybyło ponad tysiąc etatów i w konsekwencji prognoza 2,7% była jedną z tych, której niewiele zabrakło do realizacji. Grudzień jest miesiącem pod przemożnym wpływem efektów sezonowych o dużej amplitudzie. Dalsze hamowanie zatrudnienia pozostaje scenariuszem bazowym. Dane nie będą stanowiły rewelacji dla RPP, bo grono to spodziewa się ich spowolnienia. Warto jednak dodać, że płace – nie dość, że zwalniają – to w pewnych metrykach mogą kształtować się poniżej tempa wzrostu produktywności (zatrudnienia BAEL i nominalny PKB), a więc są czynnikiem sprzyjającym uspokojeniu procesów inflacyjnych, co stanowi dostojną różnicę względem 2018 roku, kiedy ta relacja układała się wyraźnie odwrotnie.

## Inflacja

W grudniu inflacja CPI wzrosła z 2,6 do 3,4% r/r. Spekulacje rynkowe na temat możliwej rewizji inflacji w dół nie zrealizowały się, a odczyt grudniowy pozostaje jedną z największych niespodzianek inflacyjnych w historii. Ceny żywności wzrosły o 1,2% m/m w grudniu, ale nieco zaskoczyła nas kompozycja wzrostów. W znacznie większym niż oczekiwaliśmy stopniu opierały się one na wyższych cenach mięsa (+2,8% m/m), co interpretujemy jako skumulowanie wzrostów cen, które wcześniej prognozowaliśmy jako rozłożone na większą liczbę miesięcy. Nie zmienia to zasadniczo poglądu na I kwartał i rodzi więcej pytań niż odpowiedzi: czy skoro przełożenie cen hurtowych na detaliczne zintensyfikowało się, to nadal cała ścieżka będzie miała garbaty kształt, czy nie? Jeśli tak, to echo w styczniu będzie historycznie większe. Jeśli nie – mniejsze, choć problemy podaźowe w kontekście ASF pozostają naszym zdaniem bez zmian i ceny mięsa pozostaną wysokie, a nawet przez pewien czas rosnące. Ścieżkę inflacji cen żywności w dalszych miesiącach (lub inaczej – tempo opadania dynamiki rocznej) ukształtują ceny produktów sezonowych od czerwca. Nie ma na razie przesłanek, aby zakładać brak normalizacji cen i coś innego niż spadkową dynamikę cen żywności w ujęciu rocznym w całym 2020. Pogoda pozostaje jednak bardzo zmienną i jednocześnie silną determinantą cen w sezonie – dlatego nasza prognoza też może się zmieniać.

Jak wskazywaliśmy w komentarzu do danych flash, główną przyczyną niespodzianki inflacyjnej było zachowanie inflacji bazowej, która przyspieszyła w grudniu do 3,1% r/r (17-letni rekord „wisi” na zaokrągleniach). Szczegóły podane przez GUS nie wpłynęły na ten szacunek, ale rzuciły sporo światła na przyczyny tego zaskoczenia. Potwierdziła się nasza intuicja, że nie można go przypisać jednej kategorii, nieco inaczej jednak wygląda lista tych kategorii. Po pierwsze, ceny odzieży i obuwia spadały w grudniu wyraźnie wolniej niż zakładaliśmy i skala aktualnie mierzonej deflacji w tej kategorii (-1,2% r/r) powinna zadowolić nawet największych obuwniczo-tekstylnych sceptyków. Podrożały usługi transportowe (aż o 30% m/m!), co sugeruje w pierwszej kolejności rekordowy sezonowy wzrost cen biletów lotniczych. W tym odczycie nawarstwiła się również podwyżka cen biletów kolejowych u jednego z przewoźników, ale jej wkład jest w stosunku do biletów lotniczych zaniedbywalny. Ceny usług hotelowych i restauracyjnych, wycieczek zorganizowanych, łączności czy też wywozu śmieci nie zaskoczyły nas i nie wzrosły znacząco. Brakującym elementem układanki są za to ceny ubezpieczeń, prawdopodobnie transportowych, które wzrosły w grudniu aż o 7,8% m/m. Jest to odczyt nietypowy i niezgodny z wzorcem sezonowym, ale kategoria ta ma tendencję do tego rodzaju wystrzałów. Co ważniejsze jednak, nie należy zakładać jego znaczącej korekty – wyższe ceny ubezpieczeń „zostaną z nami” przez kolejne miesiące.

To nie koniec wzrostów inflacji. Podwyżki cen energii elektrycznej (rozłożone na styczeń i luty), wywozu śmieci, akcyzy na alkohol i tytoń oraz efekty bazowe z poprzedniego roku podniosą inflację do ponad 4,5% r/r w I kwartale. Dokładny odczyt będzie zależeć m.in. od sposobu zaksięgowania podwyżek cen śmieci w statystyce GUS oraz innych, nieuwzględnionych dostosowań cenników w firmach prywatnych i cen usług komunalnych (przełom roku sprzyja takim zmianom). Wiosną inflacja powinna zacząć spadać z uwagi na efekty bazowe w kategorii żywności oraz pewne efekty spowolnienia gospodarczego widoczne w kategoriach bazowych, ale obecnie nie widzimy szans powrotu inflacji do celu w 2020 r. Średnioroczna inflacja przekroczy 3%. Ścieżka inflacji prognozowana przez NBP jest obecnie o ok. 1 pkt. proc. za niską, a jej samoczynny powrót do celu oddala się względem założeń przedstawionych na poprzednich posiedzeniach. W szczególności, trudno w oparciu o

grudniowy odczyt argumentować (tak, jak sugerował to na ostatniej konferencji prezes Glapiński), że mamy do czynienia z przesunięciem wzrostów ze stycznia na grudzień. Jest to nowa informacja i asumpt do rewizji ścieżek inflacji w górę. Skala niespodzianek już zrealizowanych i realizujących się w najbliższym czasie powinna zaktywizować jastrzębie skrzydło RPP. Kluczowa dla utrzymania linii w polityce pieniężnej będzie marcowa projekcja inflacyjna, która pokaże (naszym zdaniem) powrót inflacji do celu w kolejnych kwartałach. Co ważniejsze, RPP wykazuje obecnie bezprecedensową preferencję dla wzrostu gospodarczego względem tymczasowego wystrzału inflacji i jest zdeterminowana, by nie realizować pro-cyklicznego zacieśnienia polityki pieniężnej w reakcji na to, co postrzega jako negatywny, zewnętrzny szok podaży. Rynki mogą w neoficki zapał (w kontekście zupełnie innej funkcji reakcji) NBP wątpić, zwłaszcza jeśli w dalszym ciągu będzie budować się przekonanie o poprawie sytuacji w gospodarce światowej. To w oczach uczestników rynku będzie to negować główny retoryczny i merytoryczny oręż NBP, jakim jest spadkowa ścieżka polskiego PKB.

**mBank Research**

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

[research@mBank.pl](mailto:research@mBank.pl)

## Finanse

## Alior Bank

## trzymaj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy naszą rekomendację trzymaj oraz cenę docelową bez zmian. Kwartalny wynik Alior Bank może być pierwszą jaskółką zwiastującą, że największe kłopoty bank ma już za sobą. W wynikach najmocniej będziemy się przyglądać saldzie rezerw. Prognozujemy lekką poprawę jeżeli chodzi o CoR (200 p.b), co może być początkiem odwrócenia negatywnego trendu na tej linii. Jednakże do ewentualnego ogłoszenia lepszych dni dla Aliora wstrzymalibyśmy się co najmniej do wyników za 1Q'20. Nie zmienia to faktu, że aktualnie Alior wyceniany jest na rekordowo niskich wskaźnikach 0,5x na P/BV na 2020 wobec średniej sektora na poziomie 1,1x oraz 7,7x na P/E wobec średniej dla polskich banków na poziomie 11,6x. Naszym zdaniem przestrzeń do dalszej deterioracji wyników jest ograniczona, dlatego część dyskonta powinna być zamknięta po tym jak bank odzyska zaufanie inwestorów. Wraz z wynikami za Q4 (2020-02-28) spodziewamy się ogłoszenia nowej strategii, która powinna urealnić obecne cele banku.

Cena bieżąca

25,86 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

31,00 PLN

+19,9%

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

Podstawowe dane			ALR PW	vs. WIG
Ticker	ALR PW	Zmiana 1M	-11,1%	-9,4%
ISIN	PLALIOR00045	Zmiana YTD	-9,8%	-9,4%
Liczba akcji (mln)	129,3	Średni obrót 1M		9,3 mln PLN
MC (mln PLN)	3 342,6	Średni obrót 6M		19,1 mln PLN
		P/E 12M fwd	6,8	-44,1%
Free float	74,8%	P/E 5Y avg	12,2	dyskonto

## Prognozy Biura 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	6,5	4,7	8,1	7,5	7,1
P/BV	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4
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
<b>Wynik pozaodsetkowy</b>	<b>956</b>	<b>1 039</b>	<b>909</b>	<b>937</b>	<b>963</b>
<b>WNDB</b>	<b>3 797</b>	<b>4 124</b>	<b>4 119</b>	<b>4 147</b>	<b>4 333</b>
Koszty operacyjne	1 930	1 847	1 705	1 816	1 860
<b>Zysk operacyjny</b>	<b>1 867</b>	<b>2 277</b>	<b>2 304</b>	<b>2 330</b>	<b>2 473</b>
Saldo rezerw	930	1 080	1 432	1 449	1 540
Udział w jednostkach zał	0	0	0	0	1
<b>Wynik brutto</b>	<b>937</b>	<b>1 196</b>	<b>872</b>	<b>882</b>	<b>934</b>
Podatek	221	275	231	185	196
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	201	208	229	250	266
<b>Zysk netto</b>	<b>515</b>	<b>713</b>	<b>412</b>	<b>446</b>	<b>471</b>

## Bilans

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

## 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 rezidualna	1 287	18%
<b>Wartość godziwa</b>	<b>6 989</b>	<b>100%</b>
Liczba akcji (mln)	129	
Koszt kapitału	8,5%	
<b>Wartość godziwa na akcję (PLN)</b>	<b>54,07</b>	
<b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>	<b>57,52</b>	

## 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%
<b>Wartość godziwa</b>	<b>6 713</b>	<b>100%</b>
Liczba akcji (mln)	129	
Koszt kapitału	8,5%	
<b>Wartość godziwa na akcję (PLN)</b>	<b>51,93</b>	
<b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>	<b>55,24</b>	

## 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%
<b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>		<b>31,00</b>

## Handlowy akumuluj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 [michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację akumuluj oraz cenę docelową. Brak istotnego portfela CHF oraz relatywnie mała ekspozycja na zwrot prowizji przy wcześniejszej spłacie kredytów, sprawiły, że w styczniu Bank Handlowy wyraźnie pobił indeks WIG Banki (+7,5% vs -1,5%). Q4 powinien być pierwszym kwartałem w 2019 bez negatywnych niespodzianek i będzie stanowić pozycję wyjściową dla 2020 roku. Oczekujemy normalizacji kosztów ryzyka, których powrót na poziom poniżej 40 mln PLN, będzie największym wsparciem wyniku w kwartale. Mimo, że Handlowy jako jedyny z analizowanych przez nas banków nie zaadresował w żaden sposób problemu zwrotu niesłusznie pobranych prowizji od kredytów konsumenckich, nie widzimy dużego ryzyka w tej kwestii, ze względu na stosunkowo niski udział banku w rynku pożyczki gotówkowej, a duży kart kredytowych. Podtrzymujemy nasze zdanie z grudniowej strategii, że przy oczekiwanym spowolnieniu gospodarczym, kontynuacją sagi frankowej oraz spodziewanych transakcji na rynku M&A, Handlowy powinien jawić się jako bezpieczna przystań.

### 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
<b>Wynik pozaodsetkowy</b>	<b>997</b>	<b>1 052</b>	<b>1 104</b>	<b>1 134</b>	<b>1 166</b>
<b>WNDB</b>	<b>2 079</b>	<b>2 159</b>	<b>2 251</b>	<b>2 301</b>	<b>2 385</b>
Koszty operacyjne	1 192	1 180	1 259	1 270	1 295
<b>Zysk operacyjny</b>	<b>888</b>	<b>980</b>	<b>991</b>	<b>1 030</b>	<b>1 090</b>
Saldo rezerw	103	64	275	120	132
Udział w jednostkach zał	0	0	0	0	0
<b>Wynik brutto</b>	<b>785</b>	<b>916</b>	<b>716</b>	<b>911</b>	<b>958</b>
Podatek	172	190	172	191	201
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	78	87	94	99	108
<b>Zysk netto</b>	<b>536</b>	<b>639</b>	<b>451</b>	<b>621</b>	<b>649</b>

### 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%
<b>Wartość godziwa</b>	<b>8 153</b>	<b>100%</b>
Liczba akcji (mln)	131	
Koszt kapitału	8,5%	
<b>Wartość godziwa na akcję (PLN)</b>	<b>62,40</b>	
<b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>	<b>66,38</b>	

### 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%
<b>Wartość godziwa</b>	<b>8 284</b>	<b>100%</b>
Liczba akcji (mln)	131	
Koszt kapitału	8,5%	
<b>Wartość godziwa na akcję (PLN)</b>	<b>63,40</b>	
<b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>	<b>67,44</b>	

**Cena bieżąca** 56,20 PLN **potencjał zmiany**

**Cena docelowa** 57,44 PLN **+2,2%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	57,44 PLN	2019-12-05

Podstawowe dane			BHW PW	vs. WIG
Ticker	BHW PW	Zmiana 1M	+6,4%	+8,1%
ISIN	PLBH00000012	Zmiana YTD	+8,5%	+8,9%
Liczba akcji (mln)	130,7	Średni obrót 1M		1,8 mln PLN
MC (mln PLN)	7 343,1	Średni obrót 6M		2,0 mln PLN
		P/E 12M fwd	11,8	-19,2%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	14,6	dyskonto

### Prognozy Biura 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
<b>Zysk netto</b>	<b>536</b>	<b>639</b>	<b>451</b>	<b>621</b>	<b>649</b>
P/E	13,7	11,5	16,3	11,8	11,3
P/BV	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0
ROE	7,8%	9,1%	6,4%	8,8%	8,9%
DPS	4,60	4,10	3,74	3,84	3,56
DYield	8,2%	7,3%	6,7%	6,8%	6,3%
<b>Zmiana prognoz</b>			<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
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%
<b>Zysk netto</b>			<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>

### Bilans

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

### 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%

### Podsumowanie wyceny

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



## ING BSK sprzedaj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 [michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)

Pozostawiamy bez zmian rekomendację sprzedaj dla ING BSK. ING Bank Śląski jest bez wątpienia jedną z bezpieczniejszych oraz najbardziej dynamicznie rozwijających się instytucji finansowych w regionie CE3. Konserwatywny bilans oraz organiczny wzrost jest doceniony przez inwestorów, co odzwierciedlone jest w wycenie. Bank na 2020P P/E 15,0x oraz P/BV 1,8x notowany jest z premią do regionu CEE na poziomie odpowiednio 49% i 53%. Chociaż uważamy, że pewna premia jest uzasadniona to jej obecny poziom jest zbyt wysoki. Najwyższa premia w regionie powinna być uzasadniona przez nadzwyczajnie wysoką dywidendę czy rentowność. ING BSK jest notowany zarówno z premią do OTP, który charakteryzuje się najwyższym ROE w regionie jak i do banków czeskich, których dywidenda jest prawie 3x wyższa. Ponadto uważamy, że polski sektor bankowy bezpowrotnie stracił swoją dawną premię do regionu ze względu na trwale upośledzoną rentowność przez wprowadzenie podatku bankowego, zwrot prowizji z wcześniej splanowanych kredytów konsumenckich czy wreszcie nadchodzące procesy kredytobiorców frankowych. Mając na uwadze ostatnią ocenę polskiego sektora bankowego oraz jego perspektywy, premia ING do WIG Banki jest na rekordowych poziomach i wzrosła na wskaźniku 12M forward P/E i P/BV z 5% w 2015 roku do 39%-59% (!). Obecnie, jedynie 3,75% akcji ING BSK nie jest w posiadaniu polskich OFE czy inwestora strategicznego, co naszym zdaniem stwarza ryzyko urealnienia wyceny w przypadku realizacji zysków przez OFE, czy chęci zmiany free-float przez ING (np. podniesienie kapitału). Obecnie wyceniamy ING BSK na poziomie 1,5x 2020P P/BV, co oznacza lekkie dyskonto do wyceny OTP czy Komerčni Banka, ale nadal znacząco powyżej polskiej średniej na poziomie 1,2x.

### RZiS

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	3 453	3 760	4 313	4 729	5 173
Wynik prowizyjny	1 183	1 305	1 374	1 401	1 483
Wynik handlowy	117	154	139	146	153
Pozostałe przychody netto	3	14	-15	30	31
<b>Wynik pozaodsetkowy</b>	<b>1 303</b>	<b>1 473</b>	<b>1 498</b>	<b>1 577</b>	<b>1 666</b>
<b>WNDB</b>	<b>4 756</b>	<b>5 233</b>	<b>5 811</b>	<b>6 306</b>	<b>6 839</b>
Koszty operacyjne	2 123	2 327	2 497	2 619	2 721
<b>Zysk operacyjny</b>	<b>2 633</b>	<b>2 906</b>	<b>3 314</b>	<b>3 687</b>	<b>4 118</b>
Saldo rezerw	421	501	628	800	968
Udział w jednostkach zał	0	0	6	11	11
<b>Wynik brutto</b>	<b>2 212</b>	<b>2 405</b>	<b>2 692</b>	<b>2 898</b>	<b>3 160</b>
Podatek	479	507	592	638	695
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	330	372	433	496	546
<b>Zysk netto</b>	<b>1 403</b>	<b>1 526</b>	<b>1 666</b>	<b>1 764</b>	<b>1 918</b>

### Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2020-21)	910	3%
Korekta o PV	1 516	5%
Etap II (2021-35)	14 488	51%
Etap III (2036-55)	7 586	26%
Wartość rezydualna	4 168	15%
<b>Wartość godziwa</b>	<b>28 668</b>	<b>100%</b>
Liczba akcji (mln)	130	
Koszt kapitału	8,5%	
<b>Wartość godziwa na akcję (PLN)</b>	<b>220,36</b>	
<b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>	<b>234,40</b>	

### Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	13 585	53%
Etap I (2018-20)	2 303	9%
Korekta o PV	68	0%
Etap II (2021-35)	7 822	31%
Etap III (2036-55)	1 702	7%
<b>Wartość godziwa</b>	<b>25 481</b>	<b>100%</b>
Liczba akcji (mln)	130	
Koszt kapitału	8,5%	
<b>Wartość godziwa na akcję (PLN)</b>	<b>195,85</b>	
<b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>	<b>208,34</b>	

### Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	28 668
Zyski ekonomiczne	50%	25 481
Średnia wartość godziwa		27 074
na akcję (PLN)		208,11
Podatek bankowy		-48,29
Wartość godziwa na akcję		159,82
Koszt kapitału 9M		6,4%
<b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>		<b>170,00</b>

**Cena bieżąca** 202,50 PLN **potencjał zmiany**  
**Cena docelowa** 170,00 PLN **-16,0%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	sprzedaj	170,00 PLN	2020-02-04

Podstawowe dane			ING PW	vs. WIG
Ticker	ING PW	Zmiana 1M	-2,2%	-0,5%
ISIN	PLBSK0000017	Zmiana YTD	0,0%	+0,4%
Liczba akcji (mln)	130,1	Średni obrót 1M		1,6 mln PLN
MC (mln PLN)	26 345,3	Średni obrót 6M		1,4 mln PLN
		P/E 12M fwd	14,0	-9,0%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	15,4	dyskonto

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	3 453	3 760	4 313	4 729	5 173
WNDB	4 756	5 233	5 811	6 306	6 839
Koszty	-2 123	-2 327	-2 497	-2 619	-2 721
Saldo rezerw	-421	-501	-628	-800	-968
<b>Zysk netto</b>	<b>1 403</b>	<b>1 526</b>	<b>1 666</b>	<b>1 764</b>	<b>1 918</b>
P/E	18,8	17,3	15,8	14,9	13,7
P/BV	2,2	2,0	1,9	1,8	1,6
ROE	12,6%	12,1%	12,2%	12,2%	12,2%
DPS	0,00	3,20	3,50	3,84	4,07
DYield	0,0%	1,6%	1,7%	1,9%	2,0%
<b>Zmiana prognoz</b>		<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	
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%	
<b>Zysk netto</b>		<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	

### Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>Kredyty netto</b>	<b>91 088</b>	<b>103 126</b>	<b>117 913</b>	<b>130 949</b>	<b>143 516</b>
Pozostałe aktywa	34 926	38 477	41 171	44 139	47 354
<b>Aktywa razem</b>	<b>126 014</b>	<b>141 603</b>	<b>159 084</b>	<b>175 088</b>	<b>190 871</b>
<b>Depozyty</b>	<b>104 503</b>	<b>117 683</b>	<b>130 590</b>	<b>143 489</b>	<b>158 054</b>
Pozostałe zobowiązania	9 716	10 584	14 626	16 549	16 475
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	0
<b>Kapitały własne</b>	<b>11 795</b>	<b>13 336</b>	<b>13 868</b>	<b>15 050</b>	<b>16 342</b>

### 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%	39,8%
CoR	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%	0,7%
NPL Ratio	2,8%	2,8%	2,9%	3,2%	3,6%
Tier 1	15,8%	14,8%	14,8%	14,9%	15,1%

## Millennium redukuje (obniżona)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 [michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)

Po wzroście kursu obniżamy naszą rekomendację do redukuje i pozostawiamy bez zmian naszą cenę docelową. W wynikach za 4Q'19 znalazły się rezerwy na kredyty CHF w wysokości 223 mln PLN. W raporcie bieżącym, który zapowiadał stworzenie owych rezerw mowa była o 150 mln PLN, dlatego faktyczna wysokość rezerw była dla nas negatywnym zaskoczeniem. Zwracamy również uwagę na dosyć liberalne podejście banku, zarówno jeżeli chodzi o rezerwy CHF, jak i zwrot prowizji od przepłaconych kredytów. Wysokość zawiązanych rezerw na ryzyko prawne związane z portfelem frankowych. Na tle konkurencji jest to raczej niski wynik. Jeżeli chodzi o zwrot prowizji od kredytów konsumenckich, to bank nadal korzysta z metody efektywnej stopy procentowej, która wskazuje na niższe koszty w porównaniu do powszechnie przyjętej metody liniowej. Oba wymienione czynniki stanowią przestrzeń do negatywnej niespodzianki w przyszłości.

**Cena bieżąca** 5,91 PLN **potencjał zmiany**  
**Cena docelowa** 5,47 PLN **-7,4%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
<b>nowa</b>	<b>redukuje</b>	<b>5,47 PLN</b>	<b>2020-02-05</b>
poprzednia	trzymaj	5,47 PLN	2019-12-05
Podstawowe dane			MIL PW vs. WIG
Ticker	MIL PW	Zmiana 1M	-0,8% +0,9%
ISIN	PLBIG0000016	Zmiana YTD	+0,9% +1,3%
Liczba akcji (mln)	1 213,1	Średni obrót 1M	4,5 mln PLN
MC (mln PLN)	7 163,5	Średni obrót 6M	5,5 mln PLN
		P/E 12M fwd	7,4 -38,5%
Free float	50,0%	P/E 5Y avg	12,1 dyskonto

### Prognozy Biura 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
<b>Zysk netto</b>	<b>681</b>	<b>761</b>	<b>698</b>	<b>556</b>	<b>454</b>
P/E	10,5	9,4	10,3	12,9	15,8
P/BV	0,9	0,9	0,8	0,8	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			0,0%	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%
<b>Zysk netto</b>			<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>

### 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
<b>Wynik pozaodsetkowy</b>	<b>953</b>	<b>960</b>	<b>1 131</b>	<b>1 124</b>	<b>1 177</b>
<b>WNDB</b>	<b>2 650</b>	<b>2 778</b>	<b>3 567</b>	<b>3 991</b>	<b>4 213</b>
Koszty operacyjne	1 281	1 332	1 875	2 047	1 910
<b>Zysk operacyjny</b>	<b>1 369</b>	<b>1 445</b>	<b>1 692</b>	<b>1 945</b>	<b>2 303</b>
Saldo rezerw	255	222	486	901	1 364
Udział w jednostkach zał	0	0	0	0	0
<b>Wynik brutto</b>	<b>1 114</b>	<b>1 223</b>	<b>1 206</b>	<b>1 044</b>	<b>939</b>
Podatek	244	264	260	225	202
Zyski mniejszościowych	0	959	0	0	0
Podatek bankowy	188	198	248	263	283
<b>Zysk netto</b>	<b>681</b>	<b>761</b>	<b>698</b>	<b>556</b>	<b>454</b>

### 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%
<b>Wartość godziwa</b>	<b>9 845</b>	<b>100%</b>
Liczba akcji (mln)	1 213	
Koszt kapitału	8,5%	
<b>Wartość godziwa na akcję (PLN)</b>	<b>8,12</b>	
<b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>	<b>8,63</b>	

### 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%
<b>Wartość godziwa</b>	<b>9 196</b>	<b>100%</b>
Liczba akcji (mln)	1 213	
Koszt kapitału	8,5%	
<b>Wartość godziwa na akcję (PLN)</b>	<b>7,58</b>	
<b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>	<b>8,06</b>	

### Podsumowanie wyceny

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

## Pekao kupuj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 [michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)

Pozostawiamy naszą rekomendację kupuj oraz cenę docelową bez zmian. W kontekście prognoz na Q4 zakładamy efekt netto zdarzeń jednorazowych (rezerwy frankowe i sprzedaż NPL) na około -20 mln PLN. Nie braliśmy jednak pod uwagę, że Pekao Bank Hipoteczny zrobi odpis w wysokości 35 mln PLN podyktowany przygotowaniem do przeniesienia wiarytelności, dlatego jeżeli bank zaraportuje dodatkowe rezerwy na CHF, nasze szacunki mogą okazać się zbyt optymistyczne. Na podstawowej działalności wyniki powinny być jednak solidne ze szczególnym podkreśleniem zapowiadanej dyscypliny kosztowej. Podtrzymujemy nasz pogląd, że Pekao jest jednym z bezpieczniejszych wyborów na 2020 rok, ze względu na stosunkowo niewielki portfel kredytów CHF oraz wysoką jakość portfela kredytów korporacyjnych. Z drugiej strony zagrożeniem, dla Pekao może być aktywność na rynku M&A. W przypadku znaczących transakcji, bank mógłby zostać zmuszony do emisji kapitału, co ewentualnie groziłoby rozwodnieniem EPS lub emisji dużej ilości długu podporządkowanego, co przełożyłoby się na skokowy wzrost kosztów finansowania.

<b>Cena bieżąca</b>	97,06 PLN	<b>potencjał zmiany</b>
<b>Cena docelowa</b>	115,20 PLN	<b>+18,7%</b>

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	115,20 PLN	2019-12-05

Podstawowe dane			PEO PW	vs. WIG
Ticker	PEO PW	Zmiana 1M	-4,7%	-3,0%
ISIN	PLPEKAO000016	Zmiana YTD	-3,4%	-3,0%
Liczba akcji (mln)	262,5	Średni obrót 1M	75,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	25 475,3	Średni obrót 6M	66,1 mln PLN	
		P/E 12M fwd	9,8	-31,9%
Free float	67,2%	P/E 5Y avg	14,3	dyskonto

### Prognozy Biura 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
<b>Zysk netto</b>	<b>2 475</b>	<b>2 287</b>	<b>2 259</b>	<b>2 482</b>	<b>2 655</b>
P/E	10,3	11,1	11,3	10,3	9,6
P/BV	1,1	1,1	1,1	1,1	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	8,9%	8,1%	6,8%	6,7%	7,3%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

### RZIS

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	4 593	4 994	5 452	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
<b>Wynik pozaodsetkowy</b>	<b>2 685</b>	<b>2 836</b>	<b>2 814</b>	<b>2 887</b>	<b>2 963</b>
<b>WNDB</b>	<b>7 278</b>	<b>7 830</b>	<b>8 266</b>	<b>8 718</b>	<b>9 181</b>
Koszty operacyjne	3 535	3 710	3 999	3 915	4 030
<b>Zysk operacyjny</b>	<b>3 743</b>	<b>4 120</b>	<b>4 268</b>	<b>4 803</b>	<b>5 152</b>
Saldo rezerw	521	511	580	790	848
Udział w jednostkach zał	453	0	0	0	0
<b>Wynik brutto</b>	<b>3 675</b>	<b>3 609</b>	<b>3 688</b>	<b>4 013</b>	<b>4 304</b>
Podatek	677	760	811	863	925
Zyski mniejszościowych	-1	-1	-1	-1	-1
Podatek bankowy	522	562	617	668	723
<b>Zysk netto</b>	<b>2 475</b>	<b>2 287</b>	<b>2 259</b>	<b>2 482</b>	<b>2 655</b>

### 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%
<b>Wartość godziwa</b>	<b>37 186</b>	<b>100%</b>
Liczba akcji (mln)	262	
Koszt kapitału	8,5%	
<b>Wartość godziwa na akcję (PLN)</b>	<b>141,75</b>	
<b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>	<b>150,79</b>	

### 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%
<b>Wartość godziwa</b>	<b>37 497</b>	<b>100%</b>
Liczba akcji (mln)	262	
Koszt kapitału	8,5%	
<b>Wartość godziwa na akcję (PLN)</b>	<b>142,86</b>	
<b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>	<b>151,97</b>	

### Podsumowanie wyceny

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

## PKO BP akumuluj (podtrzymana)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 [michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)

Pozostawiamy naszą rekomendację akumuluj jednocześnie podwyższając kosmetycznie cenę docelową do 39,69 PLN na akcję. Uważamy, że napływ negatywnych informacji dla PKO BP został wyczerpany na kolejnych parę miesięcy a DY na poziomie około 9% skusi nowych inwestorów. Nasza rewizja prognoz uwzględnia znaczące odpisy jakie PKO BP poniesie w finalnym kwartale tego roku na ryzyko związane z kredytami CHF (446 mln PLN) oraz ze zwrotem prowizji związanych z kredytami konsumenckimi (236 mln PLN). Jednocześnie Zarząd poinformował, że wyższa, niż pierwotnie oczekiwana rezerwa w 4Q'19 spowoduje, że wpływ zwrotu prowizji na kolejne kwartały spadnie z oczekiwanych wcześniej 70-80 mln PLN na kwartał do 55-65 mln PLN. Nasze prognozy na lata 2020-21 pozostały praktycznie na niezmiennym poziomie co nie zmienia faktu, że jesteśmy 2%-4% poniżej konsensusu. Nasza obecna prognoza uwzględnia znaczące spowolnienie makroekonomiczne z 4% w 2019 do 2,8% w 2020 roku, co niewątpliwie powinno przełożyć się na wyższy koszt ryzyka. 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 są wygrywane przez bank. Oznacza to, że jesteśmy bardziej konserwatywni niż Zarząd banku (który uważa, że bank zrobił adekwatne rezerwy na kolejne 3 lata), ale jednocześnie zaznaczamy, że nasze prognozy makroekonomiczne są również ostrożniejsze od tych przedstawionych przez PKO BP. Pomimo konserwatywnych prognoz uważamy, że wycena PKO BP jest w dość atrakcyjnym punkcie i widzimy około 15% potencjał wzrostu.

### RZiS

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	8 606	9 353	10 232	10 977	11 632
Wynik prowizyjny	2 969	3 013	3 051	3 110	3 155
Wynik handlowy	518	664	758	706	727
Pozostałe przychody netto	733	630	907	953	1 000
<b>Wynik pozaodsetkowy</b>	<b>4 220</b>	<b>4 307</b>	<b>4 716</b>	<b>4 769</b>	<b>4 882</b>
<b>WNDB</b>	<b>12 826</b>	<b>13 660</b>	<b>14 949</b>	<b>15 746</b>	<b>16 514</b>
Koszty operacyjne	6 050	6 218	6 608	6 601	6 790
<b>Zysk operacyjny</b>	<b>6 776</b>	<b>7 442</b>	<b>8 341</b>	<b>9 145</b>	<b>9 725</b>
Saldo rezerw	1 617	1 451	1 620	2 224	2 394
Udział w jedn. zal.	22	37	39	41	43
<b>Wynik brutto</b>	<b>5 181</b>	<b>6 028</b>	<b>6 760</b>	<b>6 962</b>	<b>7 373</b>
Podatek	-1 140	-1 336	-1 609	-1 532	-1 622
Zyski mniejszościowych	-5	-1	-1	-1	-1
Podatek bankowy	932	950	1 032	1 113	1 187
<b>Zysk netto</b>	<b>3 104</b>	<b>3 741</b>	<b>4 118</b>	<b>4 316</b>	<b>4 563</b>

### Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2019-21)	7 206	12%
Korekta o PV	868	1%
Etap II (2022-36)	42 642	71%
Etap III (2037-56)	7 776	13%
Wartość rezydualna	1 668	3%
<b>Wartość godziwa</b>	<b>60 159</b>	<b>100%</b>
Liczba akcji (mln)	1 250	
Koszt kapitału	8,5%	
<b>Wartość godziwa na akcję (PLN)</b>	<b>48,13</b>	
<b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>	<b>51,19</b>	

### Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	42 477	70%
Etap I (2019-21)	4 112	7%
Korekta o PV	4 274	7%
Etap II (2022-36)	8 742	14%
Etap III (2037-56)	1 039	2%
<b>Wartość godziwa</b>	<b>60 644</b>	<b>100%</b>
Liczba akcji (mln)	1 250	
Koszt kapitału	8,5%	
<b>Wartość godziwa na akcję (PLN)</b>	<b>48,52</b>	
<b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>	<b>51,61</b>	

### Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	60 159
Zyski ekonomiczne	50%	60 644
Srednia wartość godziwa		60 401
na akcję (PLN)		48,32
Podatek bankowy		-11,01
Wartość godziwa na akcję		37,32
Koszt kapitału 9M		6,4%
<b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>		<b>39,69</b>

<b>Cena bieżąca</b>	36,00 PLN	<b>potencjał zmiany</b>
<b>Cena docelowa</b>	39,69 PLN	<b>+10,3%</b>

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
<b>nowa</b>	<b>akumuluj</b>	<b>39,69 PLN</b>	<b>2020-02-05</b>
poprzednia	akumuluj	39,50 PLN	2019-12-05
<b>Podstawowe dane</b>			
Ticker	PKO PW	Zmiana 1M	+3,6% +5,3%
ISIN	PLPKO0000016	Zmiana YTD	+4,5% +4,9%
Liczba akcji (mln)	1 250,0	Średni obrót 1M	90,5 mln PLN
MC (mln PLN)	45 000,0	Średni obrót 6M	97,5 mln PLN
		P/E 12M fwd	9,9 -22,7%
Free float	70,6%	P/E 5Y avg	12,8 dyskonto

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	8 606	9 353	10 232	10 977	11 632
WNDB	12 803	13 660	14 949	15 746	16 514
Koszty	-6 050	-6 218	-6 608	-6 601	-6 790
Saldo rezerw	-1 617	-1 451	-1 620	-2 224	-2 394
<b>Zysk netto</b>	<b>3 104</b>	<b>3 741</b>	<b>4 118</b>	<b>4 316</b>	<b>4 563</b>
P/E	14,5	12,0	10,9	10,4	9,9
P/BV	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0
ROE	9,0%	9,9%	10,2%	10,2%	10,5%
DPS	0,00	0,55	1,33	2,98	3,55
DYield	0,0%	1,5%	3,7%	8,3%	9,9%
<b>Zmiana prognoz</b>			<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
Wynik odsetkowy			-1,0%	-1,0%	-0,0%
Wynik prowizyjny			+0,2%	+0,2%	+0,2%
Koszty razem			+2,3%	-0,8%	-0,8%
Saldo rezerw			+18,4%	0,0%	0,0%
Zysk netto			-8,4%	-1,0%	+1,0%

### Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>Kredyty netto</b>	<b>205 628</b>	<b>214 912</b>	<b>233 115</b>	<b>248 739</b>	<b>261 114</b>
Pozostałe aktywa	91 284	109 343	114 103	119 262	124 669
<b>Aktywa razem</b>	<b>296 912</b>	<b>324 255</b>	<b>347 219</b>	<b>368 002</b>	<b>385 782</b>
<b>Depozyty</b>	<b>218 800</b>	<b>242 816</b>	<b>261 936</b>	<b>277 092</b>	<b>291 320</b>
Pozostałe zobowiązania	41 856	42 338	43 725	47 933	50 431
Udziały mniejszościowe	-11	-10	-10	-11	-11
<b>Kapitały własne</b>	<b>36 267</b>	<b>39 111</b>	<b>41 568</b>	<b>42 987</b>	<b>44 043</b>

### Wskaźniki

(%)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
NIM	3,0%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
C/I	47,1%	45,5%	44,2%	41,9%	41,1%
CoR	0,8%	0,6%	0,7%	0,9%	0,9%
NPL Ratio	5,5%	4,9%	4,3%	4,9%	5,5%
Tier 1	16,5%	17,5%	17,1%	17,0%	16,9%

## Santander Bank Polska trzymaj (podtrzymana)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 [michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)

Po lepszych od oczekiwań wynikach Santander Bank Polska w 4Q'19 podwyższyliśmy naszą cenę docelową do 287,90 PLN na akcję ale pozostawiamy bez zmian rekomendację trzymaj. W 4Q'19 bank zaskoczył pozytywnie na linii kosztów operacyjnych oraz salda rezerw (tutaj sprzedaż NPL). Nasze prognozy, które zostały podniesione o 2% na 2020 rok oraz o blisko 8% na 2021 uwzględniają właśnie niższe koszty ale i również lepsze niż oczekiwaliśmy zachowanie pozostałych przychodów. Z drugiej strony pozostawiamy dość wysokie saldo rezerw zarówno w okresie szczegółowej prognozy 2020-22 jak i w kolejnych latach. Spowodowane jest to oczekiwanymi przez nas kolejnymi odpisami na kredyty CHF wraz ze wzrostem zainteresowania kredytobiorców pozwami oraz spowolnieniem gospodarczym (PKB 2020 = +2,8%), które odcisnęły swoje piętno na koscie ryzyka w korporacjach. 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. Nasze prognozy zysku netto są 11% poniżej konsensusu na lata 2021-22. 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) oraz wyższą rentowność. Uważamy, że największym zagrożeniem dla naszych prognoz jest dalsza deterioracja sytuacji makro ekonomicznej, zaś szansą bardzo niska partycypacja klientów z kredytami CHF w pozwach.

### RZiS

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	5 742	6 580	6 846	7 289	7 727
Wynik prowizyjny	2 058	2 128	2 238	2 300	2 368
Wynik handlowy	282	500	533	538	543
Pozostałe przychody netto	214	276	276	287	298
<b>Wynik pozaodsetkowy</b>	<b>2 554</b>	<b>2 904</b>	<b>3 047</b>	<b>3 125</b>	<b>3 210</b>
<b>WNDB</b>	<b>8 296</b>	<b>9 485</b>	<b>9 893</b>	<b>10 414</b>	<b>10 937</b>
Koszty operacyjne	3 769	4 489	3 997	3 985	4 040
<b>Zysk operacyjny</b>	<b>4 527</b>	<b>4 996</b>	<b>5 896</b>	<b>6 428</b>	<b>6 897</b>
Saldo rezerw	1 085	1 219	1 690	1 943	1 959
Udział w jednostkach zał	63	67	67	67	67
<b>Wynik brutto</b>	<b>3 892</b>	<b>3 844</b>	<b>4 273</b>	<b>4 552</b>	<b>5 005</b>
Podatek	727	800	897	956	1 051
Zyski mniejszościowych	-334	-306	-305	-289	-300
Podatek bankowy	-466	-599	-620	-648	-664
<b>Zysk netto</b>	<b>2 365</b>	<b>2 138</b>	<b>2 450</b>	<b>2 659</b>	<b>2 990</b>

### Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2020-21)	1 534	4%
Korekta o PV	1 775	5%
Etap II (2022-36)	23 102	66%
Etap III (2037-56)	6 809	19%
Wartość rezydualna	1 752	5%
<b>Wartość godziwa</b>	<b>34 972</b>	<b>100%</b>
Liczba akcji (mln)	99	
Koszt kapitału	8,5%	
<b>Wartość godziwa na akcję (PLN)</b>	<b>352,42</b>	
<b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>	<b>374,88</b>	

### Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	25 376	76%
Etap I (2019-21)	2 524	8%
Korekta o PV	246	1%
Etap II (2022-36)	4 246	13%
Etap III (2037-56)	1 051	3%
<b>Wartość godziwa</b>	<b>33 443</b>	<b>100%</b>
Liczba akcji (mln)	99	
Koszt kapitału	8,5%	
<b>Wartość godziwa na akcję (PLN)</b>	<b>337,01</b>	
<b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>	<b>358,49</b>	

### Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	34 972
Zyski ekonomiczne	50%	33 443
Średnia wartość godziwa		34 207
na akcję (PLN)		344,71
Podatek bankowy		-74,06
Wartość godziwa na akcję		270,65
Koszt kapitału 9M		6,4%
<b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>		<b>287,90</b>

<b>Cena bieżąca</b>	304,00 PLN	<b>potencjał zmiany</b>
<b>Cena docelowa</b>	287,90 PLN	<b>-5,3%</b>

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
<b>nowa</b>	<b>trzymaj</b>	<b>287,90 PLN</b>	<b>2020-02-05</b>
poprzednia	trzymaj	265,50 PLN	2019-12-05
<b>Podstawowe dane</b>			<b>SPL PW vs. WIG</b>
Ticker	SPL PW	Zmiana 1M	-0,8% +0,9%
ISIN	PLBZ00000044	Zmiana YTD	-1,1% -0,7%
Liczba akcji (mln)	102,1	Średni obrót 1M	19,5 mln PLN
MC (mln PLN)	31 034,8	Średni obrót 6M	18,9 mln PLN
		P/E 12M fwd	12,0 -14,8%
Free float	31,7%	P/E 5Y avg	14,1 dyskonto

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	5 277	5 742	6 580	6 846	7 289
WNDB	7 764	8 296	9 485	9 893	10 414
Koszty	-3 372	-3 769	-4 489	-3 997	-3 985
Saldo rezerw	-690	-1 085	-1 219	-1 690	-1 943
<b>Zysk netto</b>	<b>2 213</b>	<b>2 365</b>	<b>2 138</b>	<b>2 450</b>	<b>2 659</b>
P/E	13,6	12,9	14,5	12,7	11,7
P/BV	1,4	1,2	1,2	1,1	1,1
ROE	10,6%	10,1%	8,5%	9,4%	9,4%
DPS	5,40	3,10	19,72	5,24	6,00
DYield	1,8%	1,0%	6,5%	1,7%	2,0%
<b>Zmiana prognoz</b>			<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
Wynik odsetkowy			-0,9%	-2,3%	-0,4%
Wynik prowizyjny			-0,3%	+1,8%	+1,0%
Koszty razem			+3,3%	-1,6%	-2,8%
Saldo rezerw			-5,5%	0,0%	0,0%
<b>Zysk netto</b>			<b>-2,0%</b>	<b>+1,5%</b>	<b>+7,9%</b>

### Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
<b>Kredyty netto</b>	<b>137 460</b>	<b>147 852</b>	<b>156 477</b>	<b>164 040</b>	<b>172 943</b>
Pozostałe aktywa	68 392	65 192	67 061	69 046	71 124
<b>Aktywa razem</b>	<b>205 853</b>	<b>213 044</b>	<b>223 538</b>	<b>233 086</b>	<b>244 067</b>
<b>Depozyty</b>	<b>149 617</b>	<b>155 830</b>	<b>162 656</b>	<b>170 747</b>	<b>179 241</b>
Pozostałe zobowiązania	29 568	30 430	32 065	30 978	30 602
Udziały mniejszościowe	1 564	1 681	1 798	1 908	2 023
<b>Kapitały własne</b>	<b>25 104</b>	<b>25 103</b>	<b>27 019</b>	<b>29 453</b>	<b>32 201</b>

### Wskaźniki

(%)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
NIM	3,3%	3,3%	3,2%	3,3%	3,3%
C/I	45,4%	47,3%	40,4%	38,3%	36,9%
CoR	0,9%	0,8%	1,1%	1,2%	1,1%
NPL Ratio	4,5%	4,5%	4,4%	4,6%	4,6%
Tier 1	14,1%	14,1%	14,3%	15,1%	15,7%

## Komercni Banka kupuj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 [michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj dla Komercni Banka. W strategii 2020 obniżyliśmy nasze prognozy o 2% na 2020 i 2021 rok oraz podwyższyliśmy o 1% na 2019 r. 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 wreszcie 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 r. 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.

### 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
<b>WNDB</b>	<b>31 060</b>	<b>32 202</b>	<b>32 689</b>	<b>33 114</b>	<b>34 512</b>
Koszty operacyjne	-13 374	-14 634	-14 997	-15 147	-15 352
<b>Wynik operacyjny</b>	<b>17 686</b>	<b>17 569</b>	<b>17 692</b>	<b>17 966</b>	<b>19 160</b>
Saldo rezerw	391	643	798	-502	-922
<b>Zysk operacyjny netto</b>	<b>18 077</b>	<b>18 209</b>	<b>18 490</b>	<b>17 464</b>	<b>18 238</b>
Zysk jednostek zależnych	209	308	311	327	343
Wyплаты emerytalne	0	0	69	0	0
<b>Zysk brutto</b>	<b>18 286</b>	<b>18 518</b>	<b>18 870</b>	<b>17 791</b>	<b>18 581</b>
Podatek dochodowy	-3 012	-3 349	-3 397	-3 202	-3 345
Zyski mniejszościowych	344	324	321	318	314
<b>Zysk netto</b>	<b>14 930</b>	<b>14 846</b>	<b>15 152</b>	<b>14 271</b>	<b>14 922</b>

### 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%
<b>Wartość godziwa</b>	<b>168 946</b>	<b>100%</b>

Liczba akcji (mln)	189
Koszt kapitału	7,0%
<b>Wartość godziwa na akcję (CZK)</b>	<b>895</b>
<b>Cena docelowa za 9M (CZK)</b>	<b>942</b>

### 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%
<b>Wartość godziwa</b>	<b>164 157</b>	<b>100%</b>

Liczba akcji (mln)	189
Koszt kapitału	7,0%
<b>Wartość godziwa na akcję (CZK)</b>	<b>869</b>
<b>Cena docelowa za 9M (CZK)</b>	<b>915</b>

<b>Cena bieżąca</b>	787,00 CZK	<b>potencjał zmiany</b>
<b>Cena docelowa</b>	928,20 CZK	<b>+17,9%</b>

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	928,20 CZK	2019-12-05

Podstawowe dane		KOMB CP	vs. WIG	
Ticker	KOMB CP	Zmiana 1M	-5,2%	-3,5%
ISIN	CZ0008019106	Zmiana YTD	-5,1%	-4,7%
Liczba akcji (mln)	188,9	Średni obrót 1M	101,9 mln CZK	
MC (mld CZK)	148,6	Średni obrót 6M	116,0 mln CZK	
		P/E 12M fwd	10,5	-20,8%
Free float	39,6%	P/E 5Y avg	13,2	dyskonto

### Prognozy Biura 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
<b>Zysk netto</b>	<b>14 930</b>	<b>14 846</b>	<b>15 152</b>	<b>14 271</b>	<b>14 922</b>
P/E	10,0	10,0	9,8	10,4	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%	6,0%	6,5%	6,5%	6,5%
<b>Zmiana prognoz</b>		<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	
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%	
<b>Zysk netto</b>		<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	

### Bilans

(mld CZK)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>Kredyty netto</b>	<b>598</b>	<b>625</b>	<b>648</b>	<b>675</b>	<b>703</b>
Pozostałe aktywa	406	435	506	530	555
<b>Aktywa razem</b>	<b>1 004</b>	<b>1 060</b>	<b>1 154</b>	<b>1 205</b>	<b>1 258</b>
<b>Depozyty</b>	<b>762</b>	<b>812</b>	<b>882</b>	<b>924</b>	<b>969</b>
Pozostałe zobowiązania	142	144	164	168	172
Udziały mniejszościowe	4	3	4	4	4
<b>Kapitały własne</b>	<b>97</b>	<b>100</b>	<b>105</b>	<b>109</b>	<b>114</b>

### 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%

### Podsumowanie wyceny

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

## Moneta Money Bank kupuj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 [michal.konarski@mbank.pl](mailto: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 pełnego wpływu akwizycji Wüstenrot – stabełni społeczna oraz Wüstenrot hypotečni 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 znajduje się poniżej wartości księgowej, a co za tym idzie będzie 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 spośród mniejszych banków i stanowi bardzo dobrą alternatywę dla polskich banków, które będą musiały się mierzyć ze znaczną ilością problemów w 2020 roku.

### 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
<b>WNDB</b>	<b>10 335</b>	<b>10 162</b>	<b>10 514</b>	<b>11 334</b>	<b>12 112</b>
Koszty operacyjne	-4 763	-4 580	-4 662	-4 643	-4 813
<b>Wynik operacyjny</b>	<b>5 388</b>	<b>5 310</b>	<b>5 364</b>	<b>6 185</b>	<b>6 780</b>
Saldo rezerw	-381	-274	-604	-1 063	-1 606
<b>Zysk brutto</b>	<b>4 903</b>	<b>5 036</b>	<b>4 760</b>	<b>5 123</b>	<b>5 174</b>
Podatek dochodowy	-980	-836	-952	-1 025	-1 035
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
<b>Zysk netto</b>	<b>3 923</b>	<b>4 200</b>	<b>3 808</b>	<b>4 098</b>	<b>4 139</b>

### 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%
<b>Wartość godziwa</b>	<b>44 430</b>	<b>100%</b>

Liczba akcji (mln)	511
Koszt kapitału	7,0%
<b>Wartość godziwa na akcję (CZK)</b>	<b>87</b>
<b>Cena docelowa za 9M (CZK)</b>	<b>92</b>

### 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%
<b>Wartość godziwa</b>	<b>47 170</b>	<b>100%</b>

Liczba akcji (mln)	511
Koszt kapitału	7,0%
<b>Wartość godziwa na akcję (CZK)</b>	<b>92</b>
<b>Cena docelowa za 9M (CZK)</b>	<b>97</b>

<b>Cena bieżąca</b>	86,00 CZK	<b>potencjał zmiany</b>
<b>Cena docelowa</b>	94,33 CZK	<b>+9,7%</b>

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

Podstawowe dane		MONET CP	vs. WIG
Ticker	MONET CP	Zmiana 1M	+0,7%
ISIN	CZ0008040318	Zmiana YTD	+1,2%
Liczba akcji (mln)	511,0	Średni obrót 1M	52,4 mln CZK
MC (mld CZK)	43,9	Średni obrót 6M	83,5 mln CZK
		P/E 12M fwd	11,2
		P/E 5Y avg	11,3
Free float	100,0%		dyskonto

### Prognozy Biura 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
<b>Zysk netto</b>	<b>3 923</b>	<b>4 200</b>	<b>3 808</b>	<b>4 098</b>	<b>4 139</b>
P/E	11,2	10,5	11,5	10,7	10,6
P/BV	1,7	1,7	1,7	1,7	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	11,4%	9,3%	7,2%	6,5%	7,0%
<b>Zmiana prognoz</b>		<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	
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%	
<b>Zysk netto</b>		<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	

### Bilans

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

### Wskaźniki

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

### Podsumowanie wyceny

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

## Erste Group akumuluj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 [michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację akumuluj dla Erste Group. 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 jednocyfrowy wzrost kosztów operacyjnych, koszt ryzyka poniżej 20 p.b. oraz finalnie ROTE >10%. Ogłoszona prognoza Zarządu na 2020 r. skłoniła nas do rewizji naszych oczekiwań w strategii 2020, które zostały obniżone o 3% na 2020 rok oraz o 8% na 2021 r. Obniżyliśmy także nasze oczekiwania odnośnie wzrostu wyniku odsetkowego (+2% w 2020 r.), 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 nadal okazję inwestycyjną. Na tle spółek porównywalnych Erste prezentuje wysoką rentowność oraz wskaźnik dywidendy sięgający 5%.

### 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
<b>WNDB</b>	<b>6 475</b>	<b>6 726</b>	<b>7 038</b>	<b>7 243</b>	<b>7 519</b>
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
<b>Zysk operacyjny</b>	<b>2 210</b>	<b>2 436</b>	<b>2 399</b>	<b>2 601</b>	<b>2 782</b>
Saldo rezerw	-132	59	-13	-209	-342
<b>Zysk operacyjny netto</b>	<b>2 078</b>	<b>2 495</b>	<b>2 385</b>	<b>2 392</b>	<b>2 440</b>
Zyski nadzwyczajne	0	0	0	0	0
<b>Zysk brutto</b>	<b>2 078</b>	<b>2 495</b>	<b>2 385</b>	<b>2 392</b>	<b>2 440</b>
Podatek dochodowy	-410	-332	-413	-384	-394
Zyski mniejszościowych	-352	-369	-425	-396	-417
<b>Zysk netto</b>	<b>1 316</b>	<b>1 793</b>	<b>1 547</b>	<b>1 612</b>	<b>1 629</b>

### Wycena sumą części (SOTP)

(mln EUR)	Wartość godziwa	FVPS (EUR)	Zysk netto			P/E			BV	
			2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P	2019	2019
<b>Austria</b>	<b>5 390</b>	<b>12,54</b>	<b>541</b>	<b>491</b>	<b>482</b>	<b>10,0</b>	<b>11,0</b>	<b>11,2</b>	<b>5 327</b>	<b>1,0</b>
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
<b>CEE ogółem</b>	<b>14 865</b>	<b>34,59</b>	<b>1 164</b>	<b>1 278</b>	<b>1 304</b>	<b>12,8</b>	<b>11,6</b>	<b>11,4</b>	<b>7 367</b>	<b>2,0</b>
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
<b>Pozostałe</b>	<b>-5 284</b>	<b>-12,30</b>	<b>-164</b>	<b>-163</b>	<b>-163</b>	<b>32,3</b>	<b>32,5</b>	<b>32,4</b>	<b>-15 005</b>	<b>0,3</b>
<b>Grupa Erste ogółem</b>	<b>14 971</b>	<b>34,83</b>								

**Cena bieżąca** 33,40 EUR **potencjał zmiany**  
**Cena docelowa** 36,61 EUR **+9,6%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	36,61 EUR	2019-12-05

Podstawowe dane			EBS AV	vs. WIG
Ticker	EBS AV	Zmiana 1M	-2,1%	-0,4%
ISIN	AT0000652011	Zmiana YTD	-0,5%	-0,1%
Liczba akcji (mln)	429,8	Średni obrót 1M	18,1 mln EUR	
MC (mln EUR)	14 355,3	Średni obrót 6M	20,5 mln EUR	
		P/E 12M fwd	9,2	-11,3%
Free float	69,5%	P/E 5Y avg	10,4	dyskonto

### Prognozy Biura 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
<b>Zysk netto</b>	<b>1 316</b>	<b>1 793</b>	<b>1 547</b>	<b>1 612</b>	<b>1 629</b>
P/E	10,9	8,0	9,3	8,9	8,8
P/BV	1,0	1,0	1,0	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	3,0%	3,6%	3,9%	4,5%	4,7%
<b>Zmiana prognoz</b>			<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
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%
<b>Zysk netto</b>			<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>

### Bilans

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

### 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%

### Podsumowanie wyceny

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



## RBI akumuluj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 [michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację akumuluj dla RBI. Raiffeisen Bank International jest austriackim bankiem regionalnym obecnym w całej Europie Wschodniej z bankami w ponad 15 krajach. Strategia RBI obejmuje średnioterminowy zwrot z kapitałów własnych na poziomie 11%, wzrost kredytów w średnim jednocyfrowym tempie, koszt ryzyka poniżej 45 p.b. w 2019 roku oraz C/I na poziomie około 55% w 2021 roku. Zarząd planuje także wypłatę dywidendy pomiędzy 20%, a 50% zysku netto przy zachowaniu CET1 na poziomie >13%. Zarówno my jak i konsensus jesteśmy bardziej sceptyczni niż Zarząd. W najbliższych trzech latach oczekujemy ROE na poziomie około 9%, C/I na poziomie 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.

### 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
<b>WNDB</b>	<b>4 999</b>	<b>5 210</b>	<b>5 127</b>	<b>5 415</b>	<b>5 635</b>
Koszty całkowite	-2 994	-3 237	-3 229	-3 353	-3 418
<b>Zysk operacyjny</b>	<b>2 004</b>	<b>1 973</b>	<b>1 899</b>	<b>2 062</b>	<b>2 217</b>
Saldo rezerw	-392	-220	-161	-297	-445
<b>Zysk brutto</b>	<b>1 612</b>	<b>1 753</b>	<b>1 738</b>	<b>1 765</b>	<b>1 772</b>
Podatek dochodowy	-366	-355	-430	-412	-408
<b>Zysk netto</b>	<b>1 246</b>	<b>1 398</b>	<b>1 308</b>	<b>1 353</b>	<b>1 363</b>
Zyski mniejszościowych	-130	-128	-146	-137	-139
<b>Zysk netto przypadając</b>	<b>1 116</b>	<b>1 270</b>	<b>1 162</b>	<b>1 216</b>	<b>1 225</b>

### Wycena sumą części (SOTP)

(mln EUR)	Wartość godziwa	FVPS (EUR)	Zysk netto			P/E			BV		P/BV
			2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P	2019P	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	
<b>Grupa Raiffeisen</b>	<b>7 073</b>	<b>21,50</b>	<b>1310</b>	<b>1355</b>	<b>1365</b>	<b>5,4</b>	<b>5,2</b>	<b>5,2</b>	<b>38,0</b>	<b>0,6</b>	

<b>Cena bieżąca</b>	21,00 EUR	potencjał zmiany
<b>Cena docelowa</b>	23,05 EUR	+9,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	23,05 EUR	2019-12-05

Podstawowe dane			RBI AV	vs. WIG
Ticker	RBI AV	Zmiana 1M	-7,4%	-5,7%
ISIN	AT0000606306	Zmiana YTD	-6,2%	-5,8%
Liczba akcji (mln)	328,9	Średni obrót 1M		8,0 mln EUR
MC (mln EUR)	6 907,7	Średni obrót 6M		8,9 mln EUR
		P/E 12M fwd	6,1	-29,9%
Free float	41,2%	P/E 5Y avg	8,7	dyskonto

### Prognozy Biura 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
<b>Zysk netto</b>	<b>1 116</b>	<b>1 270</b>	<b>1 162</b>	<b>1 216</b>	<b>1 225</b>
P/E	5,2	4,9	5,9	5,7	5,6
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%	5,3%
<b>Zmiana prognoz</b>			<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
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%
<b>Zysk netto</b>			<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>

### Bilans

(mln EUR)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>Kredyty netto</b>	<b>77 745</b>	<b>80 866</b>	<b>88 470</b>	<b>94 256</b>	<b>99 905</b>
<b>Aktywa ogółem</b>	<b>135 146</b>	<b>140 115</b>	<b>153 937</b>	<b>160 824</b>	<b>167 664</b>
<b>Depozyty</b>	<b>84 974</b>	<b>87 038</b>	<b>94 440</b>	<b>100 221</b>	<b>106 403</b>
Zobowiązania ogółem	123 905	127 702	140 683	146 652	152 588
Udziały mniejszościowe	660	701	760	811	856
<b>Kapitał własny</b>	<b>10 582</b>	<b>11 713</b>	<b>12 493</b>	<b>13 361</b>	<b>14 221</b>

### 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%

### Podsumowanie wyceny

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

## OTP Bank trzymaj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 [michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację trzymaj dla OTP Bank. 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 obecna 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 r. 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.

### 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
<b>WNDB</b>	<b>809</b>	<b>886</b>	<b>1 054</b>	<b>1 189</b>	<b>1 243</b>
Koszty działalności operac.	442	497	560	621	641
<b>Wynik operacyjny</b>	<b>367</b>	<b>389</b>	<b>494</b>	<b>568</b>	<b>602</b>
Saldo rezerw	46	26	46	102	124
<b>Zysk brutto</b>	<b>321</b>	<b>363</b>	<b>448</b>	<b>466</b>	<b>478</b>
Podatek dochodowy	37	37	52	57	59
<b>Zysk netto dywizji</b>	<b>284</b>	<b>325</b>	<b>396</b>	<b>410</b>	<b>419</b>
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
<b>Zysk netto</b>	<b>281</b>	<b>318</b>	<b>388</b>	<b>425</b>	<b>435</b>

### Wycena sumą części (SOTP)

(mld HUF)	Wartość		Zysk netto			P/E			BV	P/BV
	godziwa	FVPS (HUF)	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P	2019	2019
<b>Węgry + pozostałe</b>	<b>1 959</b>	<b>7 338</b>	<b>205,4</b>	<b>176,6</b>	<b>172,7</b>	<b>9,5</b>	<b>11,1</b>	<b>11,3</b>	<b>1 164</b>	<b>6,3</b>
<b>CEE ogółem</b>	<b>1 915</b>	<b>7 158</b>	<b>203,8</b>	<b>233,0</b>	<b>246,5</b>	<b>9,4</b>	<b>8,2</b>	<b>7,8</b>	<b>6 289</b>	<b>1,1</b>
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
<b>Suma dywizji</b>	<b>3 874</b>	<b>14 496</b>	<b>409,2</b>	<b>409,6</b>	<b>419,2</b>	<b>9,3</b>	<b>9,3</b>	<b>9,1</b>	<b>7 453</b>	<b>2,2</b>
Podatek bankowy	-204	-763								
<b>Grupa OTP ogółem</b>	<b>3 671</b>	<b>13 733</b>								

**Cena bieżąca** 14 570,00 HUF **potencjał zmiany**  
**Cena docelowa** 14 681,00 HUF **+0,8%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	14 681,00 HUF	2019-12-05

Podstawowe dane			OTP HB	vs. WIG
Ticker	OTP HB	Zmiana 1M	-4,7%	-3,0%
ISIN	HU0000061726	Zmiana YTD	-5,6%	-5,2%
Liczba akcji (mln)	267,0	Średni obrót 1M		6,7 mld HUF
MC (mld HUF)	3 890,7	Średni obrót 6M		5,6 mld HUF
		P/E 12M fwd	9,6	-9,0%
Free float	100,0%	P/E 5Y avg	10,5	dyskonto

### Prognozy Biura 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
<b>Zysk netto</b>	<b>281</b>	<b>318</b>	<b>388</b>	<b>425</b>	<b>435</b>
P/E	13,8	12,2	10,0	9,2	8,9
P/BV	2,4	2,1	1,8	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	1,4%	1,6%	1,6%	1,6%	3,8%
<b>Zmiana prognoz</b>			<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
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%
<b>Zysk netto</b>			<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>

### Bilans

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

### 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%

### Podsumowanie wyceny

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

## PZU trzymaj (obniżona)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 [michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)

Po wzroście kursu akcji obniżamy naszą rekomendację akumuluj do trzymaj dla PZU. Nasze prognozy pozostają 2%-3% powyżej konsensusu. Oznacza to również, że trend w konsensusie powinien się odwrócić, a 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 rządu c. 1,5 mld PLN. Obecnie uważamy, że nie istnieją znaczące pozytywne katalizatory dla dalszego wzrostu kursu akcji PZU, a ryzyka związane z ewentualną emisją np. długu przeważają. Po zmniejszeniu dyskonta do BBG Insurance index do 0% uważamy, że PZU jest wyceniony godziwie.

**Cena bieżąca** 40,54 PLN **potencjał zmiany**  
**Cena docelowa** 41,91 PLN **+3,4%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
<b>nowa</b>	<b>trzymaj</b>	<b>41,91 PLN</b>	<b>2020-02-05</b>
poprzednia	akumuluj	41,91 PLN	2019-12-05
Podstawowe dane			PZU PW vs. WIG
Ticker	PZU PW	Zmiana 1M	-0,9% +0,8%
ISIN	PLPZU0000011	Zmiana YTD	+1,3% +1,7%
Liczba akcji (mln)	863,5	Średni obrót 1M	87,3 mln PLN
MC (mln PLN)	35 007,2	Średni obrót 6M	65,4 mln PLN
		P/E 12M fwd	10,8 -8,0%
Free float	64,8%	P/E 5Y avg	11,7 dyskonto

### Prognozy Biura 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
<b>Zysk netto</b>	<b>2 910</b>	<b>3 213</b>	<b>3 163</b>	<b>3 319</b>	<b>3 374</b>
P/E	12,0	10,9	11,1	10,5	10,4
P/BV	2,4	2,3	2,3	2,3	2,3
ROE	21,1%	21,7%	21,1%	21,9%	22,0%
DPS	1,40	2,70	2,98	2,93	3,07
DYield	3,5%	6,7%	7,3%	7,2%	7,6%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Składka przypisana brutto			0,0%	0,0%	0,0%
Odszkodowania			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik inwestycyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
<b>Zysk netto</b>			<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>

### 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
<b>Wynik operacyjny</b>	<b>5 458</b>	<b>7 087</b>	<b>6 555</b>	<b>6 992</b>	<b>7 243</b>
Koszty finansowe	0	0	0	0	0
Jednostki zależne	16	-1	-1	-1	-1
<b>Zysk brutto</b>	<b>5 474</b>	<b>7 086</b>	<b>6 554</b>	<b>6 991</b>	<b>7 242</b>
Podatek dochodowy	-1 289	-1 718	-1 566	-1 670	-1 730
Zysk mniejszości	1 290	2 155	1 826	2 002	2 138
<b>Zysk netto</b>	<b>2 895</b>	<b>3 213</b>	<b>3 163</b>	<b>3 319</b>	<b>3 374</b>

### 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%
<b>Wartość godziwa</b>	<b>26 209</b>	<b>100%</b>
Liczba akcji (mln)	864	
Koszt kapitału	8,5%	
<b>Wartość godziwa na akcję (PLN)</b>	<b>30,35</b>	
<b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>	<b>32,29</b>	

### 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%
<b>Wartość godziwa</b>	<b>26 466</b>	<b>100%</b>
Liczba akcji (mln)	864	
Koszt kapitału	8,5%	
<b>Wartość godziwa na akcję (PLN)</b>	<b>30,65</b>	
<b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>	<b>32,60</b>	

### Wycena PZU (bez banków)

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

### 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
<b>Suma części</b>	<b>34 020</b>	<b>39,40</b>
<b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>	<b>41,91</b>	

## Kruk kupuj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 [michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj dla Kruka. Spółka na początku roku dostarczyła mieszanych danych. Z jednej strony nakłady na portfele w Q4 były wysokie (389 mln PLN), a średnia cena nabycia wyniosła w kwartale 9,2%, a w całym roku 9,4% wobec 15,8% w roku 2018. Jednocześnie zadeklarowane spłaty na poziomie 475 mln PLN są najwyższe w historii, a nominalna wartość zakupionych portfeli wskazuje na dostateczne zasilenie „silników” Kruka na 2020 r. Z drugiej strony szacunkowy roczny zysk netto wyniósł zaledwie 304 mln PLN, co stawia kilka znaków zapytania odnośnie poniesionych kosztów oraz rewaluacji. Dopiero konferencja wynikowa (2020-03-05) rzuci więcej światła na przyczyny słabszego od oczekiwań (implikowanych konsensusem rocznym) czwartego kwartału. W negatywnym scenariuszu za słaby wynik odpowiadałyby wysokie negatywne rewaluacje na rynku włoskim i hiszpańskim, co kolejny raz podważyłoby zdolności Kruka do utrzymywania rentownych operacji na tych rynkach. Lepszy obraz malowałaby się gdyby w 4Q doszły do głosu wyższe koszty finansowe spowodowane np. wyższym kursem EURRON oraz gdyby ewentualny wzrost kosztów operacyjnych był przypisany do większej ilości spraw kierowanych do włoskich sądów, co sygnalizowałoby lepsze spłaty na tym rynku w przyszłości.

**Cena bieżąca** 161,60 PLN **potencjał zmiany**  
**Cena docelowa** 210,31 PLN **+30,1%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	210,31 PLN	2019-12-05

Podstawowe dane			KRU PW	vs. WIG
Ticker	KRU PW	Zmiana 1M	-2,8%	-1,1%
ISIN	PLKRK0000010	Zmiana YTD	-3,5%	-3,1%
Liczba akcji (mln)	18,9	Średni obrót 1M		7,3 mln PLN
MC (mln PLN)	3 052,1	Średni obrót 6M		7,0 mln PLN
		P/E 12M fwd	9,2	-29,2%
Free float	87,0%	P/E 5Y avg	13,1	dyskonto

### Prognozy Biura 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
<b>Zysk netto</b>	<b>295</b>	<b>330</b>	<b>333</b>	<b>336</b>	<b>351</b>
P/E	10,3	9,2	9,2	9,1	8,7
P/BV	2,1	1,8	1,6	1,5	1,4
ROE	21,9%	20,7%	18,4%	17,0%	16,3%
DPS	5,76	5,00	5,00	8,83	8,91
DYield	3,6%	3,1%	3,1%	5,5%	5,5%
<b>Zmiana prognoz</b>			<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
Nabyte pakiety wierzytelności			0,0%	0,0%	0,0%
Usługi windykacyjne			0,0%	0,0%	0,0%
Pozostałe aktywa			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty ogólne			0,0%	0,0%	0,0%
<b>Zysk netto</b>			<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>

### RZiS

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

### 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	
<b>Wartość godziwa na 11/2019</b>	<b>3 652</b>	<b>3 784</b>
Korekta o wartość pieniądza w czasie	204	69
<b>Obecna wartość firmy</b>	<b>3 856</b>	<b>3 853</b>
Liczba akcji (mln)	18,9	18,9
Koszt kapitału	7,8%	7,8%
<b>Wartość godziwa na akcję (PLN)</b>	<b>204,14</b>	<b>204,03</b>
<b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>	<b>218,84</b>	<b>218,71</b>

### 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
<b>Wartość firmy na 11/2019</b>	<b>3 731</b>
Korekta o wartość pieniądza w czasie	68
<b>Obecna wartość godziwa</b>	<b>3 798</b>
Ilość akcji (mln)	18,9
<b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>	<b>201,11</b>

### 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%
<b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>		<b>210,31</b>

## Skarbiec Holding kupuj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 [michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj. W strategii 2020 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 Skarbcia wzrośnie z obecnego 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 dyskonta.

### 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
<b>Przychody</b>	<b>101,5</b>	<b>112,9</b>	<b>93,7</b>	<b>98,7</b>	<b>98,9</b>
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
<b>Koszty operacyjne</b>	<b>-78,1</b>	<b>-75,0</b>	<b>-67,9</b>	<b>-71,3</b>	<b>-74,0</b>
Pozostałe	0,9	0,9	1,0	1,0	1,1
<b>Zysk brutto</b>	<b>24,3</b>	<b>38,8</b>	<b>26,8</b>	<b>28,4</b>	<b>26,0</b>
Podatek dochodowy	-4,7	-7,6	-5,1	-5,4	-4,9
<b>Zysk netto</b>	<b>19,6</b>	<b>31,2</b>	<b>21,7</b>	<b>23,0</b>	<b>21,1</b>
Aktywa detaliczne	4 414	3 457	3 794	4 362	4 577
Aktywa dedykowane	2 375	406	406	406	406
<b>AUM ogółem</b>	<b>6 789</b>	<b>3 862</b>	<b>4 199</b>	<b>4 767</b>	<b>4 982</b>

### 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%
<b>Wartość godziwa na 07/2019</b>	<b>178</b>	<b>100%</b>
Korekta o wartość pieniądza w czasie	20	
<b>Wartość godziwa</b>	<b>198</b>	
Rozwodnienie (program menadż.)	-7	
<b>Obecna wartość godziwa</b>	<b>190</b>	
Liczba akcji (mln)	6,8	
<b>Wartość godziwa na akcję (PLN)</b>	<b>27,89</b>	
<b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>	<b>30,20</b>	

### Model zysków ekonomicznych

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

### 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%
<b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>		<b>29,34</b>

<b>Cena bieżąca</b>	21,80 PLN	potencjał zmiany
<b>Cena docelowa</b>	29,34 PLN	+34,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	29,34 PLN	2019-12-05

Podstawowe dane			SKH PW	vs. WIG
Ticker	SKH PW	Zmiana 1M	+10,7%	+12,4%
ISIN	PLSKRBH00014	Zmiana YTD	+14,7%	+15,1%
Liczba akcji (mln)	6,8	Średni obrót 1M		0,1 mln PLN
MC (mln PLN)	148,7	Średni obrót 6M		0,0 mln PLN
		P/E 12M fwd	6,6	-9,2%
Free float	25,4%	P/E 5Y avg	7,3	dyskonto

### Prognozy Biura 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
<b>Zysk netto</b>	<b>19,6</b>	<b>31,2</b>	<b>21,7</b>	<b>23,0</b>	<b>21,1</b>
P/E	7,6	4,8	6,8	6,5	7,1
P/BV	1,5	1,4	1,2	1,2	1,2
ROE	19,3%	30,3%	19,3%	19,1%	17,4%
DPS	2,62	4,45	0,50	3,69	2,62
DYield	12,0%	20,4%	2,3%	16,9%	12,0%
<b>Zmiana prognoz</b>		<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	
Wynagrodzenie stałe		0,0%	0,0%	0,0%	
Wynagrodzenie zmienne		0,0%	0,0%	0,0%	
Przychody		0,0%	0,0%	0,0%	
Koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%	
<b>Zysk netto</b>		<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	

### 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
<b>Aktywa razem</b>	<b>117,5</b>	<b>131,8</b>	<b>149,9</b>	<b>152,3</b>	<b>155,9</b>
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
<b>Kapitały własne</b>	<b>102,4</b>	<b>103,2</b>	<b>121,6</b>	<b>119,4</b>	<b>122,5</b>

### 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%

## GPW kupuj (bez zmian)

Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 [mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj oraz cenę docelową. Niskie wolumeny na GPW oraz TGE sprawiają, że przychody w 4Q będą rozczarowujące, co w połączeniu z rosnącymi kosztami przełoży się na słaby, ale oczekiwany wynik całego kwartału. Nie zmienia to naszego pozytywnego nastawienia do GPW, które wynika z wysokiej stopy dywidendy, niskiej wyceny oraz potencjalnie nowych linii przychodowych. Patrząc w przód przed Grupą GPW stoi wiele projektów, których pozytywna materializacja może zmienić obraz spółki i przywrócić wiarę inwestorów w możliwość wzrostu. Pierwszy z nich (Giełda Towarów Rolnych) powinien wystartować pod koniec marca. Początkowo handel ma się odbywać na zasadzie programu pilotażowego (GPW nie będzie pobierała opłat w tym okresie), którego koniec jest przewidziany na koniec września. Po tym okresie, w przypadku sukcesu, giełda towarów rolnych powinna rozpocząć kontrybucję do przychodów Grupy. Drugim wydarzeniem istotnym z punktu widzenia przyszłych przychodów będzie otrzymanie licencji OTF przez TGE, która to licencja otworzy TGE na handle instrumentami opartymi o chociażby pozwolenia CO2. Aktualnie TGE czeka na decyzję KNF w tej sprawie.

### RZiS

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>Przychody</b>	352	347	327	319	334
rynek finansowy	209	192	182	191	201
rynek towarowy	142	154	142	127	132
pozostałe	1	1	2	2	1
<b>EBIT</b>	186	173	148	127	133
<b>EBITDA</b>	216	205	180	161	170
Udział w zyskach jednostek	10	11	11	11	11
Wynik na działalności finansowej	-6	45	-1	-1	1
<b>Zysk brutto</b>	<b>191</b>	<b>226</b>	<b>158</b>	<b>138</b>	<b>144</b>
Podatek dochodowy	-32	-42	-30	-26	-30
<b>Zysk netto</b>	<b>159</b>	<b>184</b>	<b>128</b>	<b>111</b>	<b>114</b>

### Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

	(PLN)	%
Etap I (2020-21)	4,66	10,4%
Etap II (2022-36)	13,21	29,4%
Wartość rezydualna	27,08	60,3%
<b>Wartość godziwa</b>	<b>44,95</b>	<b>100%</b>
CoE (%)	8,5%	
<b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>	<b>47,81</b>	

### Podsumowanie modelu DCF

	(mln PLN)
Wartość rezydualna	1 993
Zdyskontowana wartość rezydualna	918
Zdyskontowana wartość FCF w okresie	949
Dług netto	-21
Udziały w spółkach	0
<b>Wartość firmy</b>	<b>1 887</b>
Liczba akcji (mln)	42
<b>Wartość godziwa na akcję (PLN)</b>	<b>44,97</b>
CoE (%)	8,5%
<b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>	<b>47,83</b>

### Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
Wycena DDM	50%	44,95
Wycena DCF	50%	44,97
cena wynikowa		44,96
<b>cena docelowa za 9 m-cy</b>		<b>47,82</b>

<b>Cena bieżąca</b>	41,85 PLN	<b>potencjał zmiany</b>
<b>Cena docelowa</b>	47,82 PLN	<b>+14,3%</b>

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
<b>aktualna</b>	<b>kupuj</b>	<b>47,82 PLN</b>	<b>2020-01-16</b>

Podstawowe dane			GPW PW	vs. WIG
Ticker	GPW PW	Zmiana 1M	+2,1%	+3,8%
ISIN	PLGPW0000017	Zmiana YTD	+6,5%	+6,9%
Liczba akcji (mln)	42,0	Średni obrót 1M		1,8 mln PLN
MC (mln PLN)	1 756,5	Średni obrót 6M		1,6 mln PLN
EV (mln PLN)	1 736,0	EV/EBITDA 12M fwd	8,7	+12,8%
Free float	64,8%	EV/EBITDA 5Y avg	7,7	premija

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	352	347	327	319	334
EBITDA	216	218	205	182	164
marża EBITDA	61,3%	62,9%	62,9%	56,9%	49,1%
EBIT	186	186	173	148	127
<b>Zysk netto</b>	<b>159</b>	<b>184</b>	<b>128</b>	<b>111</b>	<b>114</b>
P/E	11,1	9,6	13,8	15,8	15,4
P/BV	2,2	2,0	2,0	2,0	2,0
EV/EBITDA	7,0	8,3	8,4	9,4	10,4
DPS	2,15	2,20	3,18	2,50	2,60
DYield	5,1%	5,3%	7,6%	6,0%	6,2%
<b>Zmiana prognoz</b>			<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
Przychody ze sprzedaży			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

### Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>Aktywa</b>	<b>1 147</b>	<b>1 217</b>	<b>1 231</b>	<b>1 236</b>	<b>1 241</b>
Aktywa trwałe	596	580	582	564	561
Aktywa obrotowe	551	637	649	672	680
<b>Zob. i kapitały</b>	<b>1 147</b>	<b>1 217</b>	<b>1 231</b>	<b>1 236</b>	<b>1 241</b>
Zob. długoterminowe	271	269	286	285	284
Zob. krótkoterminowe	77	57	64	63	64
<b>Kapitały własne</b>	<b>799</b>	<b>891</b>	<b>882</b>	<b>888</b>	<b>893</b>

### Wskaźniki

	2017	2018	2019P	2020P	2021P
P/E	10,8	9,3	13,4	15,4	15,0
P/BV	2,1	1,9	1,9	1,9	1,9
P/S	4,9	4,9	5,3	5,4	5,1
EV/EBITDA	6,8	8,7	9,4	10,3	9,8
Dyield	4,4%	5,5%	7,4%	6,1%	6,4%

## Chemia Ciech kupuj (bez zmian)

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

Oczekiwanie wyższe ceny sody w 2020 roku (+4% r/r w EUR; +76 mln PLN), spadki cen węgla koksującego (-15% w USD; -42 mln PLN), niższe ceny gazu (-8% r/r w USD; +10 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 oczekiwane ponoszone w IH'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. W 4Q'19 Ciech zanotuje lekki spadek oczyszczonej EBITDA, ale perspektywa wyższych cen sody i wzrostu wyników w 2020 roku naszym zdaniem będzie zawiązką to rekompensować. Nie zmieniamy naszej ceny docelowej (44,41 PLN/akcja) oraz nie zmieniamy naszego zalecenia (kupuj).

<b>Cena bieżąca</b>	40,05 PLN	<b>potencjał zmiany</b>
<b>Cena docelowa</b>	44,41 PLN	<b>+10,9%</b>

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	44,41 PLN	2019-12-05

Podstawowe dane			CIE PW	vs. WIG
Ticker	CIE PW	Zmiana 1M	+3,2%	+4,9%
ISIN	PLCIECH00018	Zmiana YTD	+0,9%	+1,3%
Liczba akcji (mln)	52,7	Średni obrót 1M		1,6 mln PLN
MC (mln PLN)	2 110,6	Średni obrót 6M		1,8 mln PLN
EV (mln PLN)	3 750,8	EV/EBITDA 12M fwd	5,6	-5,5%
Free float	33,0%	EV/EBITDA 5Y avg	5,9	dyskonto

### Prognozy Biura 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.	5,7	12,7	10,6	9,5	9,4
P/BV	1,0	1,1	1,1	0,9	0,9
EV/EBITDA skor.	3,7	5,6	5,9	5,7	5,6
DPS	0,00	7,50	0,00	0,00	2,12
DYield	0,0%	18,7%	0,0%	0,0%	5,3%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA adj.			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto adj.			0,0%	0,0%	0,0%
Soda (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Soda Ciech (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Soda vol (tys. ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel do celów energetycznych (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel koksowy (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Gaz ziemny (PLN/m3)			0,0%	0,0%	0,0%

### Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA soda	704	540	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
<b>Przepływy oper.</b>	<b>629</b>	<b>454</b>	<b>317</b>	<b>627</b>	<b>612</b>
Amortyzacja	244	275	312	326	336
Kapitał obrotowy	-66	-97	-195	11	-16
<b>Przepływy inw.</b>	<b>-389</b>	<b>-627</b>	<b>-330</b>	<b>-715</b>	<b>-400</b>
CAPEX	402	595	330	715	400
<b>Przepływy fin.</b>	<b>-164</b>	<b>-125</b>	<b>-64</b>	<b>32</b>	<b>-250</b>
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%

### 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
<b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b>	<b>43,46</b>

### Wycena

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

## Grupa Azoty kupuj (podwyższona)

Jakub Szkopek +48 22 438 24 03 [jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)

Utrzymujące się wysokie zapasy gazu ziemnego w Europie przekładają się na spadki cen gazu ziemnego (obecnie -50% r/r na kontrakcie miesięcznym oraz -30% r/r na kontrakcie rocznym). Te obecnie są już na niższych poziomach niż w innych regionach świata, co sprzyja konkurencji europejskiej produkcji nawozów. W efekcie niższych cen surowca marże na produkcji nawozów są o 11% wyższe r/r dla mocznika oraz 51% wyższe dla saletry. Spółkom nawozowym sprzyjać może również spadek aktywności gospodarczej w Chinach w efekcie rozprzestrzeniania się koronawirusa. Te warto przypomnieć są największym producentem amoniaku, mocznika i nawozów wieloskładnikowych. Według naszych szacunków przy pozyskanych 210 mln PLN z emisji akcji w GA Police dług netto do EBITDA Grupy Azoty liczony bez projektu PDH w kolejnych dwóch latach nie przekroczy 1,5x (kowenanty max 3,5x). Naszym zdaniem w krótkim terminie Grupa Azoty może zaskoczyć pozytywnie przy wynikach za 4Q'19 z uwagi na niskie oczekiwania rynku. Obniżamy naszą cenę docelową do 30,31 PLN/akcja (wcześniej 32,75 PLN/akcja; efekt przesunięcia i niższej wyceny porównawczej) oraz z uwagi na spadek kursu podwyższamy naszą rekomendację do kupuj (wcześniej trzymaj) dla Grupy Azoty.

**Cena bieżąca** 26,10 PLN **potencjał zmiany**  
**Cena docelowa** 30,31 PLN **+16,1%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
<b>nowa</b>	<b>kupuj</b>	<b>30,31 PLN</b>	<b>2020-02-05</b>
poprzednia	trzymaj	32,75 PLN	2019-12-05
<b>Podstawowe dane</b>			<b>ATT PW vs. WIG</b>
Ticker	ATT PW	Zmiana 1M	-17,1% -15,4%
ISIN	PLZATRM00012	Zmiana YTD	-10,9% -10,5%
Liczba akcji (mln)	99,2	Średni obrót 1M	2,1 mln PLN
MC (mln PLN)	2 589,0	Średni obrót 6M	2,2 mln PLN
EV (mln PLN)	6 128,0	EV/EBITDA 12M fwd	4,4 -29,4%
Free float	29,0%	EV/EBITDA 5Y avg	6,2 dyskonto

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	9 617	9 999	11 538	11 142	11 261
EBITDA skor.	1 262	805	1 512	1 165	1 101
marża EBITDA	13,1%	8,1%	13,1%	10,5%	9,8%
EBIT skor.	672	122	690	298	195
Zysk netto skor.	550	43	438	138	52
P/E skor.	4,7	60,7	5,9	18,8	49,8
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA skor.	2,8	6,8	4,1	6,1	7,6
DPS	0,79	1,20	0,00	0,00	0,00
DYield	3,0%	4,6%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Zmiana prognoz</b>			<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
EBITDA			-6,2%	+12,1%	+3,7%
Zysk netto			-18,6%	+82,1%	+149,4%
Mocznik (PLN/t)			-0,3%	+0,3%	+0,3%
Saletra (PLN/t)			-0,7%	-0,1%	-0,1%
Gaz ziemny (PLN/m3)			-0,1%	-19,1%	-10,3%
Melamina (PLN/t)			+0,1%	-19,1%	-10,3%
Poliamid 6 (PLN/t)			0,0%	-10,6%	-6,9%
Propylen (PLN/t)			-7,7%	0,0%	0,0%

### Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA nawozy	484	82	1 007	872	680
EBITDA tworzywa	221	192	67	7	29
EBITDA chemia	348	282	202	168	153
EBITDA energetyka	58	94	87	90	98
EBITDA pozostałe	76	114	99	127	141
<b>Przepływy oper.</b>	<b>1 087</b>	<b>1 043</b>	<b>1 538</b>	<b>1 236</b>	<b>1 105</b>
Amortyzacja	590	683	821	867	906
Kapitał obrotowy	13	155	163	5	-2
<b>Przepływy inw.</b>	<b>-709</b>	<b>-1 761</b>	<b>-1 022</b>	<b>-2 013</b>	<b>-2 224</b>
CAPEX	1 063	2 042	1 037	2 013	2 224
<b>Przepływy fin.</b>	<b>39</b>	<b>440</b>	<b>-131</b>	<b>72</b>	<b>953</b>
Dywidenda/buyback	-78	-119	0	0	0
FCF	49	-1 158	476	-791	-1 128
FCF/EBITDA	4%	-151%	33%	-63%	-102%
CFO/EBITDA	92%	136%	105%	98%	100%

### Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Mocznik (PLN/t)	1 616	1 604	1 587	1 601	1 608	1 615	1 622	1 622	1 622	1 622	1 630
Saletra (PLN/t)	1 333	1 324	1 316	1 330	1 337	1 344	1 351	1 351	1 351	1 351	1 358
Gaz ziem. (PLN/m3)	848	752	865	971	971	971	971	971	971	971	971
Przychody	11 538	11 142	11 261	11 549	13 280	13 550	13 772	13 896	14 022	14 111	14 237
EBITDA	1 463	1 265	1 101	1 111	1 506	1 540	1 548	1 515	1 495	1 460	1 487
marża EBITDA	12,7%	11,4%	9,8%	9,6%	11,3%	11,4%	11,2%	10,9%	10,7%	10,3%	10,4%
EBIT	642	398	195	198	294	359	423	434	425	385	412
Podatek	113	48	3	10	-6	8	23	27	27	21	26
CAPEX	-1 037	-2 013	-2 224	-1 229	-548	-788	-827	-1 013	-1 027	-1 070	-1 074
Kapitał obrotowy	163	5	-2	-4	-23	-4	-3	-2	-2	-1	-2
FCF	476	-791	-1 128	-132	941	741	695	473	439	368	385
PV FCF	478	-749	-1 012	-97	727	543	480	306	266	209	
WACC	6,2%	6,1%	5,8%	11,0%	6,8%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,6%	6,6%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

### Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	11 738	14 160	15 701	16 040	17 230
Aktywa trwałe	8 070	9 886	11 133	12 283	13 607
Kapitał własny	6 856	6 703	7 099	7 318	7 370
Udział mniejszości	588	625	643	864	871
Dług netto	367	2 226	2 896	3 601	4 867
Dług netto/EBITDA (x)	0,3	2,9	2,0	2,8	4,4
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	8,0	7,9	5,6	5,9	5,4
Maksimum	47,4	20,4	14,2	9,2	8,6	7,9
Mediana	12,5	10,6	9,3	8,0	7,2	5,9
waga	10%	20%	20%	10%	20%	20%

### Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	5 923
Dług netto	2 016
Inne korekty	-625
<b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b>	<b>33,09</b>

### Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	23,94
DCF	50%	33,09
Cena wynikowa		28,51
Koszt kapitału 9M		6,3%
<b>Cena docelowa za 9M</b>		<b>30,31</b>



## Paliwa Lotos redukuje (podtrzymana)

Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02 [kamil.kliszcz@mbank.pl](mailto:kamil.kliszcz@mbank.pl)

Otoczenie makro w ostatnich miesiącach przestało sprzyjać Lotosowi, ale mimo tego konsensus EBITDA na ten rok na poziomie 3,7 mld PLN wciąż wydaje się nam optymistyczny. Oczywiście spadki cen gazu obciążające segment wydobywczy powinny być skompensowane niższym kosztem energii w rafinerii, ale już presja na marże produktowe przełoży się na skonsolidowane wyniki Grupy. Rynek spodziewa się też dużo po uruchomieniu instalacji DCU, a póki co teoretyczny efekt netto na marży modelowej jest wyraźnie poniżej oczekiwań (dodatni efekt instalacji koksowania jest co prawda wysoki i sięga ponad 3 USD/Bbl, ale jednocześnie doszło do załamania modelowej marży rafinerii Lotosu dla dotychczasowych uzysków). Trochę niepokojące są też raportowane za 4Q rezultaty operacyjne dotyczące struktury produkcji rafinerijnej. Mamy oczywiście świadomość, iż instalacja DCU działała w tym okresie na „pół gwizdka”, ale odchylenie od teoretycznych jej „osiągów” zaszytych w modelach analityków jest relatywnie duże. Ryzykiem może okazać się terminowe uruchomienie produkcji na złożu Yme, które uwzględniamy w prognozach od połowy 2020 r. Profil przepływów pieniężnych na najbliższe lata wygląda co prawda zachęcająco, ale nie można abstrahować od przyjętego zobowiązania udziału w projekcie PDH (500 mln PLN w tym roku). Po uwzględnieniu zaktualizowanych niższych założeń cen gazu i marż rafinerijnych (-5% na EBITDA LIFO) oraz niższych wskaźników w wycenie porównawczej, obniżamy cenę docelową do 68,47 PLN i utrzymujemy rekomendację redukcji mimo ostatnich spadków kursu.

### Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>EBITDA LIFO skor.</b>	<b>3 050</b>	<b>3 126</b>	<b>2 946</b>	<b>3 234</b>	<b>3 252</b>
upstream	863	917	609	726	1 108
rafineria	2 058	2 022	2 044	2 215	1 848
detal	139	181	294	293	296
<b>EV/EBITDA LIFO skor.</b>	<b>5,5</b>	<b>5,2</b>	<b>5,7</b>	<b>5,1</b>	<b>5,0</b>
Efekt LIFO	171	500	-118	-16	90
Inne zd. jednorazowe	-148	78	22	0	0
<b>Saldo finansowe</b>	<b>219</b>	<b>-259</b>	<b>-335</b>	<b>-145</b>	<b>-130</b>
<b>Przerób ropy mln ton</b>	<b>9,6</b>	<b>10,8</b>	<b>10,7</b>	<b>10,5</b>	<b>10,5</b>
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	7,7	7,1	6,8	7,7	6,7
detal EBITDA/tonę	119	144	185	180	180
upstream \$ EBITDA/boe	26,9	34,1	22,9	25,1	32,8
<b>Wydobycie w mboe/d</b>	<b>23,3</b>	<b>20,4</b>	<b>19,0</b>	<b>21,3</b>	<b>25,7</b>
gaz	13,4	11,5	10,7	11,2	11,6
ropa	9,9	8,9	8,3	10,1	14,1

### Model DCF (bez segmentu wydobywczego)

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Brent (USD/Bbl)	64,0	65,0	70,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0
Marża+dyferencjał	6,7	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
USD/PLN	3,84	3,72	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60
Przychody	28 352	27 349	27 886	29 588	29 588	29 588	29 588	29 588	29 644	29 696	29 696
EBITDA	2 241	2 492	2 234	2 165	2 070	2 065	2 060	2 054	2 025	2 043	2 043
marża EBITDA	7,9%	9,1%	8,0%	7,3%	7,0%	7,0%	7,0%	6,9%	6,8%	6,9%	6,9%
EBIT	1 570	1 722	1 443	1 331	1 274	1 240	1 218	1 196	1 151	1 152	1 287
Podatek	298	327	274	253	242	236	232	227	219	219	245
CAPEX	-708	-700	-717	-756	-756	-756	-756	-756	-756	-756	-756
Kapitał obrotowy	-378	29	-350	-380	26	19	40	10	5	2	2
FCF	857	1 493	894	777	1 098	1 093	1 113	1 081	1 056	1 070	1 045
PV FCF	857	1 382	767	619	810	746	703	633	572	537	
WACC	8,0%	8,1%	7,8%	7,8%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

**Cena bieżąca** 76,78 PLN **potencjał zmiany**  
**Cena docelowa** 68,47 PLN **-10,8%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
<b>nowa</b>	<b>redukcji</b>	<b>68,47 PLN</b>	<b>2020-02-05</b>
poprzednia	redukcji	77,80 PLN	2019-12-05
<b>Podstawowe dane</b>			
		LTS PW	vs. WIG
Ticker	LTS PW	Zmiana 1M	-10,8%
ISIN	PLLOTOS00025	Zmiana YTD	-8,1%
Liczba akcji (mln)	184,9	Średni obrót 1M	26,5 mln PLN
MC (mln PLN)	14 194,6	Średni obrót 6M	24,3 mln PLN
EV (mln PLN)	16 838,8	EV/EBITDA 12M fwd	4,1
Free float	46,8%	EV/EBITDA 5Y avg	5,5

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	24 186	30 122	29 492	28 649	29 749
EBITDA	3 073	3 704	2 850	3 218	3 342
marża EBITDA	12,7%	12,3%	9,7%	11,2%	11,2%
EBIT	2 229	2 981	1 963	2 217	2 251
Zysk netto	1 672	1 587	1 169	1 447	1 389
P/E	8,5	8,9	12,1	9,8	10,2
P/BV	1,3	1,2	1,1	1,0	1,0
EV/EBITDA	5,4	4,4	5,9	5,1	4,8
DPS	1,00	1,00	3,00	3,00	3,00
DYield	1,3%	1,3%	3,9%	3,9%	3,9%
<b>Zmiana prognoz</b>			<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
EBITDA LIFO			-0,5%	-4,6%	-4,6%
Zysk netto			+2,3%	-9,3%	-3,0%
Brent (USD/Bbl)			-1,5%	0,0%	0,0%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			+1,1%	-8,3%	-8,3%
USD/PLN			+0,2%	+0,1%	0,0%

### Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>CF operacyjny</b>	<b>3 127</b>	<b>2 328</b>	<b>2 170</b>	<b>2 849</b>	<b>2 263</b>
CFO/EBITDA LIFO skor.	103%	74%	74%	88%	70%
<b>Capex</b>	<b>1 439</b>	<b>967</b>	<b>1 243</b>	<b>1 510</b>	<b>1 196</b>
Kapitał obrotowy	4 035	4 816	5 193	5 165	5 514
Kapitał własny	10 712	12 035	12 565	13 612	14 446
<b>Dług netto</b>	<b>2 505</b>	<b>1 943</b>	<b>2 644</b>	<b>2 354</b>	<b>1 973</b>
Dług netto/EBITDA (x)	0,8	0,5	0,9	0,7	0,6

### Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	3,1	3,0	2,5	2,1	2,0	1,8
Maksimum	37,2	19,0	17,1	12,4	12,6	11,5
Mediana	9,4	8,8	8,0	4,4	4,7	4,5
waga	5%	20%	20%	5%	20%	20%

### Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	15 096
Dług netto	3 589
Petrobaltic	1 448
<b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b>	<b>70,08</b>

### Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	58,74
DCF	50%	70,08
Cena wynikowa		64,41
Koszt kapitału 9M		6,3%
<b>Cena docelowa za 9M</b>		<b>68,47</b>

## MOL akumuluj (podtrzymana)

Kamil Kliszczyk +48 22 438 24 02 [kamil.kliszczyk@mbank.pl](mailto:kamil.kliszczyk@mbank.pl)

Mocna przecena gazu i cofnięcie notowań ropy nie mogły pozostać bez wpływu na kurs MOL-a, który stracił w ostatnim miesiącu kilkanaście procent. W naszym modelu również korygujemy założenia dotyczące gazu i marż rafineryjnych, co obniża prognozę EBITDA LIFO 2020/21 odpowiednio o 7%/4%. Przecena spółek porównywalnych dodatkowo obciąża cenę docelową, którą obniżamy do 2 816 HUF. Rekomendacja akumuluj pozostaje jednak aktualna. Nadal uważamy, że zrównoważony profil biznesowy MOL-a (upstream/downstream 50:50) i relatywnie niewymagająca walucja (EV/EBITDA LIFO'20/21 na poziomie 5,0x/4,4x) sprawiają, że węgierski koncern wygląda obecnie znacznie bardziej atrakcyjnie od regionalnych konkurentów. Wyróżnikiem MOL-a jest koncentracja na generacji gotówki, a prognozowany przez nas średnioroczny FCF Yield 2020/22 wynosi 5,4% (bez płatności za przejęcie w Azerbejdżanie). Nie widzimy zagrożenia dla scenariusza stopniowego wzrostu DPS nawet w najbliższych 2 latach z podwyższonymi nakładami inwestycyjnymi na projekty strategiczne (DN okresowo wzrośnie do około 1,5x EBITDA na koniec 2020, ale już w 2022 spadnie z powrotem do 1,0x). Dodatkowym katalizatorem może być umorzenie części akcji własnych (równowartość 200 mld HUF) czy wyrok arbitrażu ws INA (potencjalnie ~15% dodatkowej wartości) lub zapowiadana oferta rządu chorwackiego (kwiecień). Jeśli chodzi o bardziej krótkoterminową perspektywę to warto zwrócić uwagę na oczekiwane relatywnie mocne wyniki za 4Q.

**Cena bieżąca** 2 618 HUF **potencjał zmiany**  
**Cena docelowa** 2 816 HUF **+7,6%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
<b>nowa</b>	<b>akumuluj</b>	<b>2 816 HUF</b>	<b>2020-02-05</b>
poprzednia	akumuluj	3 302 HUF	2019-11-27
Podstawowe dane			MOL HB vs. WIG
Ticker	MOL HB	Zmiana 1M	-11,3% -9,6%
ISIN	HU0000153937	Zmiana YTD	-11,0% -10,6%
Skor. l. akcji (mln)	753,1	Średni obrót 1M	2 514,0 mln HUF
MC (mln HUF)	1 971 501,8	Średni obrót 6M	1 885,2 mln HUF
EV (mln HUF)	2 771 387,9	EV/EBITDA 12M fwd	4,4 +1,7%
Free float	53,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,3 premia

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mld HUF)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	4 130	5 169	5 217	5 081	5 292
EBITDA	673	764	676	672	767
marża EBITDA	16,3%	14,8%	13,0%	13,2%	14,5%
EBIT	354	353	322	291	371
Zysk netto	307	301	229	214	252
P/E	6,4	6,5	8,6	9,2	7,8
P/BV	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8
EV/EBITDA	4,0	3,4	4,1	5,0	4,4
DPS	78,13	127,50	142,44	149,61	157,09
DYield	3,0%	4,9%	5,4%	5,7%	6,0%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
CCS EBITDA			+1,0%	-7,2%	-4,4%
Zysk netto			+1,5%	-14,0%	-6,7%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			+1,4%	-8,3%	-8,3%
Marża petchem (USD/t)			-1,0%	-4,4%	-4,5%
Brent (USD/Bbl)			-1,5%	0,0%	0,0%

### Rachunek wyników i dane operacyjne

(mld HUF)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>EBITDA LIFO skor.</b>	<b>673</b>	<b>728</b>	<b>687</b>	<b>667</b>	<b>760</b>
upstream	235	344	304	346	432
rafineria	198	183	166	146	161
detal	97	115	134	146	157
petchem	127	87	84	25	9
gaz	61	50	48	51	53
koszty ogólne	-45	-51	-47	-48	-50
<b>EV/EBITDA LIFO skor.</b>	<b>4,0</b>	<b>3,5</b>	<b>4,0</b>	<b>5,0</b>	<b>4,4</b>
Efekt LIFO	7	19	-16	5	7
Inne zd. jednorazowe	-7	17	4	0	0
<b>Saldo finansowe</b>	<b>11</b>	<b>-22</b>	<b>-27</b>	<b>-21</b>	<b>-36</b>
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	5,3	4,9	4,4	4,0	4,6
upstream \$ EBITDA/boe	23,7	34,8	28,2	30,4	37,2
<b>Przerób ropy mln ton</b>	<b>18,5</b>	<b>19,2</b>	<b>17,6</b>	<b>17,6</b>	<b>17,6</b>
<b>Wydobycie mboe/d</b>	<b>107,4</b>	<b>110,6</b>	<b>111,2</b>	<b>120,3</b>	<b>126,1</b>

### Model DCF (bez segmentu wydobywczego)

(mld HUF)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Brent (USD/Bbl)	64	65	70	75	75	75	75	75	75	75	75
Marża+dyferencjał USD/HUF	6,1	5,5	5,5	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
USD/HUF	290	281	272	272	272	272	272	272	272	272	272
Przychody	4 871	4 714	4 878	5 208	5 210	5 212	5 214	5 217	5 219	5 222	5 222
EBITDA	368	326	336	386	394	397	399	402	405	407	407
marża EBITDA	7,6%	6,9%	6,9%	7,4%	7,6%	7,6%	7,7%	7,7%	7,8%	7,8%	7,8%
EBIT	177	121	114	155	168	171	170	167	163	158	198
Podatek	48	35	35	46	49	50	49	48	47	45	38
CAPEX	-471	-460	-360	-224	-209	-209	-209	-209	-209	-209	-209
Kapitał obrotowy	-3	8	-12	-20	1	2	2	1	1	1	1
FCF	-154	-161	-71	96	137	140	142	146	149	153	161
PV FCF	-154	-151	-62	78	104	98	93	88	83	79	
WACC	7,7%	6,9%	6,9%	7,2%	7,5%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

### Bilans i CF

(mld HUF)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>CF operacyjny</b>	<b>560</b>	<b>596</b>	<b>620</b>	<b>632</b>	<b>684</b>
CFO/EBITDA LIFO skor.	83%	82%	90%	95%	90%
<b>Capex</b>	<b>286</b>	<b>380</b>	<b>566</b>	<b>1 046</b>	<b>546</b>
Kapitał obrotowy	248	300	303	295	307
Kapitał własny	1 741	1 994	2 111	2 208	2 337
<b>Dług netto</b>	<b>435</b>	<b>314</b>	<b>472</b>	<b>1 026</b>	<b>1 047</b>
Dług netto/EBITDA (x)	0,6	0,4	0,7	1,5	1,4

### Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	3,1	3,0	2,5	2,1	2,0	1,8
Maksimum	37,2	19,0	17,1	12,4	12,6	11,5
Mediana	11,4	9,0	8,7	4,8	4,7	4,4
waga	5%	20%	20%	5%	20%	20%

### Podsumowanie DCF

(mld HUF)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 442
Dług netto i korekty	272
Segment wydobywczy	775
<b>Wycena DCF na akcje (HUF)</b>	<b>2 728</b>

### Wycena

(HUF)	waga	cena
Porównawcza	50%	2 570
DCF	50%	2 728
Cena wynikowa		2 649
Koszt kapitału 9M		6,3%
<b>Cena docelowa za 9M</b>		<b>2 816</b>

## PGNiG trzymaj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

W rekomendacji z kwietnia 2019 zalecaliśmy kupowanie akcji PGNiG, zakładając, że słaby sezon grzewczy 2018/19 będzie miał tylko krótkotrwałe implikacje dla rynku gazu i korekta stanowi okazję inwestycyjną. Tymczasem okazało się, że globalny bilans został naruszony znacznie bardziej (wysokie zapasy i dalsza przecena gazu), a kolejna łagodna zima minimalizuje prawdopodobieństwo odbicia cen w najbliższych miesiącach. Drugi rok z rzędu sezon grzewczy na półkuli północnej jest wypaczony przez wysokie temperatury (odchylenie 2 stopni od 30-letniej średniej), co wpływa na spadek popytu (w UE ~-10% r/r w styczniu) i wypełnienie magazynów (w UE 71% wobec 51% notowanych w roku ubiegłym- w USA zapasy 19% r/r). Kluczowy dla globalnej równowagi rynek chiński nie jest tu wyjątkiem i zamiast dwucyfrowych wzrostów na imporcie notujemy dynamiki rzędu -0,7%. Dodatkowym problemem dla PGNiG jest mocne rozejście się notowań gazu i ropy. W tym kontekście kilka dni temu zrewidowaliśmy nasz scenariusz makro i obniżaliśmy prognozy na lata 2020-22 średnio o 18%, a cenę docelową do 4,06 PLN. Wycofaliśmy się tym samym z rekomendacji kupuj. Jedynym pozytywnym katalizatorem dla kursu może być oczekiwany wyrok arbitrażu (potencjalna rekompensata do 1,6 mld USD i neutralizacja dyferencjału cenowego w bieżących rozliczeniach), ale raczej nie zrównoważy on negatywnego trendu w segmencie wydobywania, tym bardziej że Zarząd zmniejszył siłę rażenia tego wydarzenia deklarując chęć przekazania ewentualnego odszkodowania klientom. Jednocześnie nowe kierownictwo koncernu zapowiedziało aktualizację strategii rozwoju, sygnalizując, że jego elementem będzie intensyfikacja wydatków inwestycyjnych, co raczej nie poprawi sentymentu do akcji PGNiG.

### Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>EBITDA skor.</b>	<b>7 261</b>	<b>7 511</b>	<b>5 321</b>	<b>5 232</b>	<b>6 607</b>
EBITDA	6 579	7 115	5 229	5 446	6 814
wydobywanie	3 865	5 019	3 489	3 175	4 130
obrót	-435	-848	-704	-435	-306
dystrybucja	2 493	2 385	1 920	1 924	1 929
energetyka	843	788	780	1 047	1 335
pozostałe	-187	-229	-256	-265	-274
<b>Saldo finansowe</b>	<b>12</b>	<b>107</b>	<b>87</b>	<b>45</b>	<b>45</b>
<b>Prod. ropy mln ton</b>	<b>1,27</b>	<b>1,41</b>	<b>1,22</b>	<b>1,36</b>	<b>1,55</b>
kraj	0,79	0,82	0,78	0,75	0,73
zagranica	0,48	0,59	0,44	0,61	0,82
<b>Prod. gazu mld m3</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,6</b>	<b>4,8</b>	<b>5,3</b>
kraj	3,8	3,8	3,9	3,9	4,0
zagranica	0,7	0,7	0,7	0,9	1,3
<b>marża obrót PLN/MWh</b>	<b>-2,2</b>	<b>-6,6</b>	<b>-5,8</b>	<b>-4,4</b>	<b>-4,5</b>

### 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)	14,9	13,4	15,8	18,1	18,1	18,1	18,1	18,1	18,1	18,1	18,1
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	42 226	41 393	42 239	46 441	46 453	43 353	43 960	44 170	44 436	44 334	44 334
EBITDA	4 936	4 893	6 276	6 986	7 389	7 688	7 989	8 048	8 132	7 807	7 807
marża EBITDA	11,7%	11,8%	14,9%	15,0%	15,9%	17,7%	18,2%	18,2%	18,3%	17,6%	17,6%
EBIT	2 308	2 166	3 305	3 948	4 283	3 921	4 136	4 085	4 028	3 572	3 296
Podatek	656	724	1 097	1 244	1 253	1 029	1 134	1 159	1 198	1 048	1 048
CAPEX	-5 492	-4 711	-4 151	-4 801	-4 912	-4 449	-4 627	-4 519	-4 553	-4 511	-4 511
Kapitał obrotowy	-89	646	-98	-488	-1	360	-70	-24	-31	12	12
FCF	-1 300	103	929	453	1 223	2 569	2 158	2 345	2 350	2 260	2 260
PV FCF	-1 300	95	789	354	881	1 706	1 322	1 326	1 228	1 092	
WACC	8,6%	8,5%	8,6%	8,5%	8,5%	8,5%	8,4%	8,3%	8,2%	8,2%	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%

<b>Cena bieżąca</b>	3,68 PLN	<b>potencjał zmiany</b>
<b>Cena docelowa</b>	4,06 PLN	<b>+10,4%</b>

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	4,06 PLN	2020-01-28

Podstawowe dane			PGN PW	vs. WIG
Ticker	PGN PW	Zmiana 1M	-18,0%	-16,3%
ISIN	PLPGNIG00014	Zmiana YTD	-15,1%	-14,7%
Liczba akcji (mln)	5 778,3	Średni obrót 1M		22,7 mln PLN
MC (mln PLN)	21 241,1	Średni obrót 6M		23,9 mln PLN
EV (mln PLN)	23 902,0	EV/EBITDA 12M fwd	3,6	-27,2%
Free float	28,1%	EV/EBITDA 5Y avg	4,9	dyskonto

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	35 857	41 234	42 226	41 393	42 239
EBITDA	6 579	7 115	5 229	5 446	6 814
marża EBITDA	18,3%	17,3%	12,4%	13,2%	16,1%
EBIT	3 910	4 395	2 308	2 166	3 305
<b>Zysk netto</b>	<b>2 923</b>	<b>3 212</b>	<b>1 738</b>	<b>1 487</b>	<b>2 253</b>
P/E	7,3	6,6	12,2	14,3	9,4
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	3,3	3,0	4,6	4,5	3,5
DPS	0,20	0,07	0,11	0,12	0,10
DYield	5,4%	1,9%	3,0%	3,3%	2,8%
<b>Zmiana prognoz</b>		<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
<b>Zysk netto</b>		<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	
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%	

### Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>CF operacyjny</b>	<b>4 816</b>	<b>5 814</b>	<b>4 364</b>	<b>4 854</b>	<b>5 121</b>
CFO/EBITDA	73%	82%	83%	89%	75%
<b>Capex</b>	<b>3 162</b>	<b>4 534</b>	<b>5 492</b>	<b>4 711</b>	<b>4 151</b>
Kapitał obrotowy	5 280	5 358	5 447	4 802	4 900
Kapitał własny	33 626	36 634	37 686	38 428	40 037
<b>Dług netto</b>	<b>428</b>	<b>-223</b>	<b>2 663</b>	<b>3 260</b>	<b>2 930</b>
Dług netto/EBITDA (x)	0,1	0,0	0,5	0,6	0,4

### Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	3,1	3,0	2,3	2,7	2,7	2,4
Maksimum	20,1	19,3	18,6	14,5	13,1	12,8
Mediana	12,7	11,9	11,1	6,1	5,6	5,4
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

### Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	24 530
Dług netto	1 493
Inne korekty	-7
<b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b>	<b>3,99</b>

### Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	4,75
DYield-porównawcza	17%	1,92
DCF	50%	3,99
Koszt kapitału 9M		6,7%
<b>Cena docelowa za 9M</b>		<b>4,06</b>

## PKN Orlen redukuje (bez zmian)

Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02 [kamil.kliszcz@mbank.pl](mailto:kamil.kliszcz@mbank.pl)

Obecnie większość kluczowych benchmarków w rafinerii i petrochemii ubija dno (nadpodaż, pogoda, koronawirus, gaz, rozczarowanie efektem IMO) i dlatego w ostatnim raporcie obniżyliśmy rekomendację do redukuje, uwzględniając nowe niższe o 7% prognozy EBITDA, wyższy capex odtworzeniowy (zapowiedziany przez Spółkę dodatkowo 1 mld PLN w 2020) oraz przecenę spółek porównywalnych. Naszym zdaniem konsensus EBITDA LIFO dla Orlenu na obecny rok może być przeszacowany o co najmniej 15%, szczególnie że Spółka zaskoczyła negatywnie wynikami 4Q praktycznie na wszystkich segmentach. Coraz bardziej widoczna presja na rentowność w połączeniu z komunikowaną przez Zarząd ekspansją inwestycyjną (średnioroczny wzrost organicznych wydatków o co najmniej 2 mld PLN rocznie) będą naszym zdaniem nadal pogarszać sentyment i prowadzić do degradacji mnożników wyceny. W ostatnich 5 latach średnioroczny capex nie przekraczał 4,2 mld PLN, co przy rekordowych wynikach implikowało FCF rzędu 3 mld PLN rocznie. Wszystko wskazuje na to, że ten obraz zmieni się w najbliższych latach o 180 stopni. W naszym modelu zakładamy, że capex w okresie 2020-23 będzie sięgał 6 mld PLN średniorocznie (uwzględniamy tylko projekty już sparymetryzowane a prognozy Spółki są bardziej ambitne), co implikuje FCF poniżej 0,9 mld PLN (<2%). Dość ostrożnie podchodzimy do zainicjowanych akwizycji: w przypadku Lotosu ryzykiem jest wycena, natomiast w przypadku Energi obawiamy się o inkorporację strukturalnego „dyskonta” polskiego sektora energetycznego, tym bardziej że jako udziałowcowi PGG trudno będzie Orlenowi zdystansować się od profilu węglowego. Niezależnie od tych wątpliwości pozostaje jeszcze kwestia skokowego wzrostu długu.

### Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
<b>EBITDA LIFO skor.</b>	<b>9 581</b>	<b>8 392</b>	<b>9 312</b>	<b>7 661</b>	<b>7 254</b>
rafineria	4 689	3 764	3 792	2 647	2 494
petchem	3 034	2 103	2 430	1 816	1 568
detal	2 049	2 781	3 052	3 065	3 110
upstream	293	305	331	364	419
energetyka	129	188	599	750	742
koszty ogólne	-613	-749	-892	-981	-1 079
<b>EV/EBITDA LIFO skor.</b>	<b>3,8</b>	<b>4,5</b>	<b>4,2</b>	<b>5,1</b>	<b>5,6</b>
Efekt LIFO	788	860	-148	-81	450
Inne zd. jednorazowe	709	636	-96	0	0
<b>Saldo finansowe</b>	<b>60</b>	<b>-104</b>	<b>-11</b>	<b>-239</b>	<b>-262</b>
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	5,1	4,3	4,0	3,0	2,9
detal EBITDA/tonę	232	294	311	309	311
<b>Przerób ropy mln ton</b>	<b>33,2</b>	<b>33,4</b>	<b>33,9</b>	<b>32,8</b>	<b>32,8</b>
<b>Prod. petch. (tys. ton)</b>	<b>3 551</b>	<b>3 616</b>	<b>3 781</b>	<b>3 781</b>	<b>3 781</b>

### Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Marża+dyferencjał	6,3	5,5	5,5	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Marża petchem	359	301	295	306	306	306	306	306	306	306	306,4
USD/PLN	3,84	3,72	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60
Przychody	107 104	111 401	119 322	119 736	120 214	120 662	121 114	121 571	122 032	122 500	122 500
EBITDA	7 579	7 704	8 202	8 170	8 507	8 521	8 535	8 556	8 571	8 588	8 588
marża EBITDA	7,1%	6,9%	6,9%	6,8%	7,1%	7,1%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
EBIT	3 828	3 749	3 758	3 495	4 104	4 144	4 138	4 118	4 054	3 962	3 888
Podatek	727	712	714	664	780	787	786	782	770	753	739
CAPEX	-6 675	-6 075	-5 975	-5 075	-4 700	-4 700	-4 700	-4 700	-4 700	-4 700	-4 700
Kapitał obrotowy	1 019	-829	-877	-365	-186	-49	-50	-50	-51	-51	-51
FCF	1 196	87	635	2 066	2 841	2 984	3 000	3 024	3 051	3 084	3 098
PV FCF	1 116	75	510	1 538	1 959	1 905	1 772	1 654	1 545	1 514	
WACC	7,9%	7,8%	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%

**Cena bieżąca** 74,44 PLN **potencjał zmiany**  
**Cena docelowa** 68,03 PLN **-8,6%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	redukuje	68,03 PLN	2020-02-03

Podstawowe dane			PKN PW	vs. WIG
Ticker	PKN PW	Zmiana 1M	-13,2%	-11,5%
ISIN	PLPKN0000018	Zmiana YTD	-13,3%	-12,9%
Liczba akcji (mln)	427,7	Średni obrót 1M		103,0 mln PLN
MC (mln PLN)	31 838,7	Średni obrót 6M		78,0 mln PLN
EV (mln PLN)	38 286,7	EV/EBITDA 12M fwd	4,3	-18,7%
Free float	67,6%	EV/EBITDA 5Y avg	5,3	dyskonto

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przychody	95 364	109 706	111 203	107 104	111 401
EBITDA	11 078	9 888	9 068	7 579	7 704
marża EBITDA	11,6%	9,0%	8,2%	7,1%	6,9%
EBIT	8 657	7 215	5 562	3 828	3 749
<b>Zysk netto</b>	<b>6 655</b>	<b>5 556</b>	<b>4 489</b>	<b>2 906</b>	<b>2 823</b>
P/E	4,8	5,7	7,1	11,0	11,3
P/BV	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA	3,2	3,8	4,2	5,1	5,2
DPS	3,00	3,00	3,50	3,50	3,50
DYield	4,0%	4,0%	4,7%	4,7%	4,7%
<b>Zmiana prognoz</b>				<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
EBITDA LIFO				0,0%	0,0%
Zysk netto				0,0%	0,0%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)				0,0%	0,0%
Marża petchem (USD/t)				0,0%	0,0%
USD/PLN				0,0%	0,0%

### Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
<b>CF operacyjny</b>	<b>8 050</b>	<b>4 980</b>	<b>9 319</b>	<b>7 917</b>	<b>6 212</b>
CFO/EBITDA LIFO skor.	84%	59%	100%	103%	86%
<b>Capex</b>	<b>4 039</b>	<b>4 454</b>	<b>4 450</b>	<b>6 675</b>	<b>6 075</b>
Kapitał obrotowy	7 489	11 144	9 868	8 849	9 678
Kapitał własny	32 197	35 727	38 785	40 196	41 523
<b>Dług netto</b>	<b>761</b>	<b>5 599</b>	<b>6 437</b>	<b>6 931</b>	<b>8 553</b>
Dług netto/EBITDA (x)	0,1	0,6	0,7	0,9	1,1

### Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19	20P	21P	19	20P	21P
Minimum	5,9	4,7	5,9	2,5	2,2	2,6
Maksimum	444,4	19,0	87,6	18,4	16,5	14,7
Mediana	11,7	8,4	7,7	5,7	5,1	5,1
waga	5%	20%	20%	5%	20%	20%

### Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	35 271
Dług netto	6 437
Inne korekty	0
<b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b>	<b>67,42</b>

### Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	60,57
DCF	50%	67,42
Cena wynikowa		63,99
Koszt kapitału 9M		6,3%
<b>Cena docelowa za 9M</b>		<b>68,03</b>

## Energetyka

## CEZ

## kupuj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.klischcz@mbank.pl

Europejskie spółki energetyczne wzrosły w ubiegłym roku prawie 30%, a w styczniu tego roku indeksy wspięły się o kolejne 9%. CEZ, pomimo oferowanej dywidendy 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 zapewniają, 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. Rekomendacja kupuj pozostaje bez zmian.

## Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln CZK)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>EBITDA skor.</b>	<b>52 196</b>	<b>50 164</b>	<b>58 629</b>	<b>62 640</b>	<b>63 454</b>
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
<b>Saldo finansowe</b>	<b>-2 867</b>	<b>-6 242</b>	<b>-7 104</b>	<b>-7 255</b>	<b>-8 363</b>
<b>Produkcja energii TWh</b>	<b>62,9</b>	<b>62,9</b>	<b>64,2</b>	<b>64,3</b>	<b>64,3</b>
w tym OZE	4,7	4,3	4,5	4,6	4,6
<b>Wolumen obrotu TWh</b>	<b>37,0</b>	<b>37,6</b>	<b>37,9</b>	<b>38,2</b>	<b>38,5</b>
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
<b>WRA w mld CZK</b>	<b>114,0</b>	<b>117,8</b>	<b>121,1</b>	<b>127,6</b>	<b>134,0</b>
zwrot na WRA (EBIT)	10,4%	11,0%	10,8%	10,5%	10,2%

## Model DCF

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

## 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
<b>Wycena DCF na akcje (CZK)</b>	<b>666,10</b>

## Wycena

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

Cena bieżąca

504,50 CZK

potencjał zmiany

Cena docelowa

597,80 CZK

+18,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	597,80 CZK	2019-12-05

## Podstawowe dane

			CEZ CP	vs. WIG
Ticker	CEZ CP	Zmiana 1M	-1,9%	-0,2%
ISIN	CZ0005112300	Zmiana YTD	-1,0%	-0,6%
Liczba akcji (mln)	538,0	Średni obrót 1M	94,3 mln CZK	
MC (mld CZK)	271,4	Średni obrót 6M	92,5 mln CZK	
EV (mld CZK)	427,8	EV/EBITDA 12M fwd	6,8	-4,6%
Free float	30,2%	EV/EBITDA 5Y avg	7,1	dyskonto

## Prognozy Biura 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	14,5	26,3	15,0	13,1	13,2
P/BV	1,1	1,2	1,1	1,1	1,1
EV/EBITDA	7,6	8,6	7,3	6,8	6,6
DPS	33,00	32,71	24,00	30,17	34,73
DYield	6,5%	6,5%	4,8%	6,0%	6,9%
<b>Zmiana prognoz</b>			<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Energia (EUR/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
EUR/CZK			0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

## Bilans i CF

(mln CZK)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>CF operacyjny</b>	<b>45 812</b>	<b>35 351</b>	<b>57 352</b>	<b>60 853</b>	<b>61 904</b>
CFO/EBITDA	83%	71%	98%	97%	98%
<b>Capex</b>	<b>30 688</b>	<b>26 018</b>	<b>33 136</b>	<b>33 606</b>	<b>33 218</b>
Kapitał obrotowy	54 916	112 247	124 950	135 962	142 694
Kapitał własny	250 018	234 721	239 846	244 375	246 304
<b>Dług netto</b>	<b>141 684</b>	<b>151 721</b>	<b>151 794</b>	<b>147 344</b>	<b>145 035</b>
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%

## Enea kupuj (bez zmian)

Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02 [kamil.kliszcz@mbank.pl](mailto:kamil.kliszcz@mbank.pl)

Enea kontynuuje dramatyczną przecenę, a od początku roku kurs stracił kolejne 10% i aktualna wartość EV koncernu wynosi 10 mld PLN (sama WRA dystrybucji to 8 mld PLN), co implikuje EV/EBITDA 3,0x. Duży udział w ostatnich spadkach miała grudniowa publikacja strategii, w której Zarząd zapowiedział olbrzymie wydatki inwestycyjne przy jednoczesnym braku wzrostu EBITDA. Dopiero później pojawiły się mało konkretne wyjaśnienia, iż podane wartości capex uwzględniały udział partnerów zewnętrznych w planowanych JV. Nie pomagają też doniesienia o kontynuacji rozmów w sprawie zgazowania węgla, które w otoczeniu załamania cen gazu wydaje się delikatnie mówiąc dość kontrowersyjnym pomysłem. Negatywny obraz jest dopełniony węglowym profilem koncernu, który jest na cenzurowanym po ostatnich deklaracjach dekarbonizacji w UE. Niestety w takich okolicznościach niskie wskaźniki wyceny i perspektywa kolejnej znacznej poprawy wyników w roku 2021 (płatności mocowe na poziomie co najmniej 0,6 mld PLN) schodzą na drugi plan. Rynek niespecjalnie wierzy też w rezygnację z projektu Ostrołęka C, mimo kilku sugerujących to wypowiedzi polityków. Tymczasem 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.

### Rachunek wyników i dane operacyjne

(młn PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>EBITDA skor.</b>	<b>2 649</b>	<b>2 413</b>	<b>3 298</b>	<b>3 274</b>	<b>3 706</b>
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
<b>Saldo finansowe</b>	<b>-21</b>	<b>-168</b>	<b>-296</b>	<b>-280</b>	<b>-279</b>
<b>Produkcja energii TWh</b>	<b>22,7</b>	<b>26,5</b>	<b>26,0</b>	<b>27,2</b>	<b>26,7</b>
w tym OZE	2,3	2,0	2,0	2,0	2,0
<b>Wolumen obrotu TWh</b>	<b>17,9</b>	<b>20,5</b>	<b>20,1</b>	<b>20,4</b>	<b>20,8</b>
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
<b>WRA w mld PLN</b>	<b>7,5</b>	<b>8,0</b>	<b>8,3</b>	<b>8,6</b>	<b>8,9</b>
zwrot na WRA (EBIT)	7,7%	7,2%	6,4%	6,5%	6,0%

### Model DCF

(młn 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%

**Cena bieżąca** 7,29 PLN **potencjał zmiany**  
**Cena docelowa** 11,53 PLN **+58,3%**

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

Podstawowe dane		ENA PW	vs. WIG
Ticker	ENA PW	Zmiana 1M	-9,6% -7,9%
ISIN	PLENEA000013	Zmiana YTD	-8,0% -7,6%
Liczba akcji (mln)	441,4	Średni obrót 1M	3,3 mln PLN
MC (mln PLN)	3 215,9	Średni obrót 6M	2,6 mln PLN
EV (mln PLN)	10 146,4	EV/EBITDA 12M fwd	3,1 -30,6%
Free float	48,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,5 dyskonto

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(młn 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	3,0	4,7	3,1	3,0	2,3
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	3,6	4,1	3,1	3,1	2,8
DPS	0,28	0,00	0,00	0,00	0,24
DYield	3,8%	0,0%	0,0%	0,0%	3,4%
<b>Zmiana prognoz</b>			<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Energia (PLN/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

### Bilans i CF

(młn PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>CF operacyjny</b>	<b>2 580</b>	<b>2 435</b>	<b>2 772</b>	<b>3 414</b>	<b>3 366</b>
CFO/EBITDA	96%	104%	84%	104%	91%
<b>Capex</b>	<b>2 058</b>	<b>1 979</b>	<b>2 505</b>	<b>2 873</b>	<b>3 046</b>
Kapitał obrotowy	698	605	852	435	417
Kapitał własny	13 078	14 097	15 150	16 228	17 503
<b>Dług netto</b>	<b>5 523</b>	<b>5 566</b>	<b>5 843</b>	<b>5 581</b>	<b>5 649</b>
Dług netto/EBITDA (x)	2,1	2,4	1,8	1,7	1,5

### Analiza porównawcza

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

### Podsumowanie DCF

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

### Wycena

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

## Energa kupuj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Wezwanie Orlenu dość długo wspierało kurs Energi, a rynek coraz mocniej wierzył w podniesienie ceny, szczególnie że wypowiedzi kolejnych polityków i samego PKN wskazywały na realny scenariusz rezygnacji z projektu Ostrołęka C. Oznaczałoby to zmianę profilu spółki o 180 stopni („zielona” generacja + stabilna dystrybucja), co uzasadniałoby praktycznie podwojenie mnożnika EV/EBITDA (aktualna wycena EV pokrywa tylko 63% WRA, a przykładowe ujemne NPV z Ostrołęki to aż -3 mld PLN). Niestety Zarząd Energi szybko sprowadził akcjonariuszy na ziemię, stwierdzając na podstawie raportu Deloitte, że 7 PLN za akcję to cena godziwa (zawiera się w przedziale sporządzonych wycen). Nie wnikając w konstrukcję tego komunikatu, na pewno schładza on oczekiwania co do potencjalnych wymagań cenowych Ministerstwa Aktywów Państwowych, które aktualnie przeprowadza swoje własne analizy dotyczące decyzji o odpowiadzi na ofertę PKN. Niezależnie od finalnej ceny uważamy jednak, że pozostanie w akcjonariacie Energi w scenariuszu przejęcia przez koncern paliwowy będzie oznaczać poprawę losu udziałowców mniejszościowych w stosunku do obecnej sytuacji (zmiana optyki inwestycyjnej z węgla na gaz i OZE). W tej sytuacji podtrzymujemy opinię, iż Energa jest obecnie najciekawszą opcją inwestycyjną w ramach polskiego sektora energetycznego.

Cena bieżąca

7,08 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

11,67 PLN

+64,8%

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

Podstawowe dane			ENG PW	vs. WIG
Ticker	ENG PW	Zmiana 1M	-2,1%	-0,4%
ISIN	PLENERG00022	Zmiana YTD	0,0%	+0,4%
Liczba akcji (mln)	414,1	Średni obrót 1M		2,8 mln PLN
MC (mln PLN)	2 931,6	Średni obrót 6M		3,2 mln PLN
EV (mln PLN)	8 080,7	EV/EBITDA 12M fwd	4,2	-5,4%
Free float	48,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,5	dyskonto

### Prognozy Biura 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	3,8	4,0	5,5	5,3	4,8
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2
EV/EBITDA	3,3	4,0	3,6	4,2	4,5
DPS	0,19	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	2,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Zmiana prognoz</b>			<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
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
<b>EBITDA skor.</b>	<b>2 091</b>	<b>2 039</b>	<b>2 228</b>	<b>2 132</b>	<b>2 147</b>
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
<b>Saldo finansowe</b>	<b>-208</b>	<b>-223</b>	<b>-268</b>	<b>-335</b>	<b>-302</b>
<b>Produkcja energii TWh</b>	<b>4,3</b>	<b>3,9</b>	<b>3,7</b>	<b>3,7</b>	<b>3,7</b>
w tym OZE	0,7	0,5	0,6	0,6	0,6
<b>Wolumen obrotu TWh</b>	<b>20,6</b>	<b>19,8</b>	<b>18,8</b>	<b>19,1</b>	<b>19,4</b>
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
<b>WRA w mld PLN</b>	<b>11,7</b>	<b>12,2</b>	<b>12,7</b>	<b>13,1</b>	<b>13,5</b>
zwrot na WRA (EBIT)	8,2%	7,7%	6,4%	6,2%	5,7%

### Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>CF operacyjny</b>	<b>2 182</b>	<b>1 859</b>	<b>1 909</b>	<b>1 880</b>	<b>2 043</b>
CFO/EBITDA	101%	99%	86%	88%	95%
<b>Capex</b>	<b>1 280</b>	<b>1 638</b>	<b>2 009</b>	<b>2 365</b>	<b>2 346</b>
Kapitał obrotowy	1 403	1 499	1 700	1 821	1 783
Kapitał własny	9 409	10 295	10 788	11 303	11 874
<b>Dług netto</b>	<b>4 064</b>	<b>4 441</b>	<b>5 111</b>	<b>5 969</b>	<b>6 610</b>
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
<b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b>	<b>10,94</b>

### Wycena

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

## PGE kupuj (bez zmian)

Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02 [kamil.kliszcz@mbank.pl](mailto:kamil.kliszcz@mbank.pl)

Kurs PGE w ostatnie 2 miesiące stracił ponad 20%, mimo że ceny energii na TGE w tym okresie zaczęły się odbudowywać, a notowania CO<sub>2</sub> znowu wróciły do 23 EUR/t. Nie zneutralizowało to jednak kumulacji negatywnych komunikatów: zbyt niskie podwyżki taryfy G, deklaracje o neutralności klimatycznej UE, niekorzystne warunki pogodowe w 4Q i 1Q (szczególnie dla ciepła) oraz spekulacje o problemach płynnościowych PGG. Psują one sentyment, ale nie zmieniają średnioterminowej perspektywy wyników i FCF. W 2020 roku oczekujemy 7% wzrostu EBITDA (pełna kontrybucja Opola, wyższe obciążenia remontowe w systemie, wyższe ceny w OZE, poprawa w detalu), a w 2021 r. osiągnięcie poziomu 9 mld PLN wraz z uruchomieniem rynku mocy. Dodatkowo po 4 latach intensywnych inwestycji (wzrost DN o 10 mld PLN), przy nadal mocnym bilansie (w zanadru niespieniężone 1,4 mld PLN z otrzymanych CO<sub>2</sub>), 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.

### Rachunek wyników i dane operacyjne

(młn PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>EBITDA skor.</b>	<b>6 481</b>	<b>6 701</b>	<b>6 972</b>	<b>7 438</b>	<b>9 024</b>
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
<b>Saldo finansowe</b>	<b>-330</b>	<b>-304</b>	<b>-397</b>	<b>-383</b>	<b>-405</b>
<b>Produkcja energii TWh</b>	<b>56,8</b>	<b>65,9</b>	<b>60,8</b>	<b>73,1</b>	<b>74,8</b>
w tym OZE	2,4	2,0	2,2	2,4	2,4
<b>Wolumen obrotu TWh</b>	<b>40,0</b>	<b>40,4</b>	<b>41,0</b>	<b>41,6</b>	<b>42,2</b>
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
<b>WRA w mld PLN</b>	<b>15,6</b>	<b>16,3</b>	<b>16,7</b>	<b>17,2</b>	<b>17,7</b>
zwrot na WRA (EBIT)	7,5%	7,9%	7,3%	6,9%	6,4%

### Model DCF

(młn PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Energia (PLN/MWh)	239,3	267,0	249,0	248,0	232,3	232,3	232,3	232,3	232,3	232,3	232,3
Węgiel (PLN/t)	258,0	250,0	254,6	254,6	254,6	254,6	254,6	254,6	254,6	254,6	254,6
CO <sub>2</sub> (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%

**Cena bieżąca** 6,55 PLN **potencjał zmiany**  
**Cena docelowa** 12,20 PLN **+86,3%**

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

Podstawowe dane			PGE PW	vs. WIG
Ticker	PGE PW	Zmiana 1M	-19,6%	-17,9%
ISIN	PLPGER000010	Zmiana YTD	-17,7%	-17,3%
Liczba akcji (mln)	1 869,8	Średni obrót 1M		13,1 mln PLN
MC (mln PLN)	12 247,1	Średni obrót 6M		14,3 mln PLN
EV (mln PLN)	23 903,9	EV/EBITDA 12M fwd	3,6	-20,6%
Free float	42,6%	EV/EBITDA 5Y avg	4,5	dyskonto

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(młn PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	23 100	25 946	38 245	43 174	42 081
EBITDA	7 650	6 364	8 083	7 438	8 914
marża EBITDA	33,1%	24,5%	21,1%	17,2%	21,2%
EBIT	3 552	2 471	4 036	3 148	4 445
Zysk netto	2 600	1 473	2 792	2 160	3 192
P/E	4,7	8,3	4,4	5,7	3,8
P/BV	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	2,7	3,6	3,0	3,4	2,7
DPS	0,00	0,00	0,00	0,37	0,29
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	5,7%	4,4%
<b>Zmiana prognoz</b>			<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Energia (PLN/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
CO <sub>2</sub> (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

### Bilans i CF

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

### Podsumowanie DCF

(młn PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	32 765
Dług netto	10 299
Inne korekty	-1 074
<b>Wycena DCF na akcje (PLN)</b>	<b>11,44</b>

### Wycena

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



## Tauron kupuj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Wynik EBITDA w roku 2019 skorygowany o zdarzenia jednorazowe powinien być bliski naszym pierwotnym założeniom, co oznacza pozytywne zaskoczenie dla rynku kolejny rok z rządu i to mimo dość ostrożnych prognoz Zarządu formułowanych jeszcze na początku roku i fatalnych, znacznie gorszych od oczekiwań, rezultatów w segmencie wydobywczym. Niestety kolejne zamieszanie wokół taryfy G wywołało obawy o rentowność w roku 2020 i choć ostatecznie rezerwy obciążą 4Q'19 to strata na działalności regulowanej będzie wpływać na FCF w najbliższych kwartałach. Niemniej jednak spodziewamy się systematycznej poprawy profilu przepływów pieniężnych z uwagi na kończący się właśnie projekt w Jaworznie oraz perspektywę płatności mocowych w 2021 r. Oczekujemy, że capex wyniesie średniorocznie 2,86 mld PLN w latach 2020-24 vs 3,77 mld PLN w okresie 2015-19, co oznacza delewarowanie bilansu. Naszym zdaniem rynek przeszacowuje poziom prognozowanego długu netto Grupy, szczególnie że na koniec tego roku DN/EBITDA nie przekroczy 3,3x mimo zaksięgowania kosztów nabycia farmy wiatrowej. 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.

Cena bieżąca

1,46 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

2,45 PLN

+67,8%

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

Podstawowe dane			TPE PW	vs. WIG
Ticker	TPE PW	Zmiana 1M	-12,9%	-11,2%
ISIN	PLTAURN00011	Zmiana YTD	-11,0%	-10,6%
Liczba akcji (mln)	1 752,5	Średni obrót 1M		4,1 mln PLN
MC (mln PLN)	2 558,7	Średni obrót 6M		6,1 mln PLN
EV (mln PLN)	14 579,5	EV/EBITDA 12M fwd	4,4	-4,3%
Free float	59,6%	EV/EBITDA 5Y avg	4,6	dyskonto

### Prognozy Biura 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	1,9	12,5	2,8	2,3	1,9
P/BV	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/EBITDA	3,2	3,8	4,0	3,7	3,2
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Zmiana prognoz</b>			<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
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
<b>EBITDA skor.</b>	<b>3 581</b>	<b>3 359</b>	<b>3 324</b>	<b>3 905</b>	<b>4 257</b>
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
<b>Saldo finansowe</b>	<b>-122</b>	<b>-286</b>	<b>-270</b>	<b>-392</b>	<b>-401</b>
<b>Produkcja energii TWh</b>	<b>18,4</b>	<b>16,2</b>	<b>13,9</b>	<b>18,2</b>	<b>19,1</b>
w tym OZE	1,3	1,0	1,3	1,7	1,7
<b>Wolumen obrotu TWh</b>	<b>34,9</b>	<b>34,5</b>	<b>33,5</b>	<b>34,0</b>	<b>34,5</b>
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
<b>WRA w mld PLN</b>	<b>16,3</b>	<b>16,9</b>	<b>17,9</b>	<b>18,4</b>	<b>18,9</b>
zwrot na WRA (EBIT)	7,4%	8,4%	7,7%	7,2%	6,6%

### Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>CF operacyjny</b>	<b>3 559</b>	<b>2 057</b>	<b>3 234</b>	<b>3 542</b>	<b>3 947</b>
CFO/EBITDA	98%	61%	89%	91%	93%
<b>Capex</b>	<b>3 562</b>	<b>3 576</b>	<b>4 085</b>	<b>3 074</b>	<b>2 690</b>
Kapitał obrotowy	489	817	917	1 024	1 015
Kapitał własny	18 036	18 296	19 201	20 291	21 652
<b>Dług netto</b>	<b>8 944</b>	<b>10 140</b>	<b>11 890</b>	<b>11 814</b>	<b>10 958</b>
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
<b>Wycena DCF na akcje (PLN)</b>	<b>2,29</b>

### Wycena

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

## Telekomunikacja, media, IT

### Netia

#### trzymaj (bez zmian)

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

Spodziewamy się, że Netia w 4Q'19 zaraportuje poprawę wyniku EBITDA o blisko 5% R/R. Widoczne powinny być: stabilizacja obrotów z broadbandu (141 mln PLN w 4Q'19, stabilnie q/q), a także efekty optymalizacji kosztowej, w tym istotny spadek kosztów interkonektu (o >20% r/r) i niższe r/r koszty wynagrodzeń. Z drugiej strony potencjalnych inwestorów zniechęca fakt, że spółka całość wygenerowanego strumienia gotówki będzie w najbliższych latach przeznaczana na kontynuację planu modernizacji sieci (Spółka chce mieć w zasięgu nowoczesnej sieci 2,6 mln gospodarstw domowych do 2020 r.). W dodatku nie spodziewamy się wypłaty dywidendy z Netii w najbliższych latach (Cyfrowy Polsat po przejęciu pakietu kontrolnego w Netii, zadeklarował brak chęci wypłaty dywidendy). Co więcej, sam Cyfrowy Polsat nie jest już prawnie zobowiązany do utrzymania ceny 5,77 PLN w wezwaniu na pakiet akcji Netii pozostający na giełdzie, o ile by się na takie wezwanie zdecydował. Ze względu na powyższe argumenty walory Netii uznajemy za mało atrakcyjne, porównując je zwłaszcza do Orange Polska. Podtrzymujemy nasze neutralne podejście.

**Cena bieżąca** 4,54 PLN **potencjał zmiany**  
**Cena docelowa** 4,70 PLN **+3,5%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	4,70 PLN	2019-12-05

Podstawowe dane		NET PW	vs. WIG
Ticker	NET PW	Zmiana 1M	+1,3% +3,0%
ISIN	PLNETIA00014	Zmiana YTD	+2,7% +3,1%
Liczba akcji (mln)	337,0	Średni obrót 1M	0,2 mln PLN
MC (mln PLN)	1 530,2	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN
EV (mln PLN)	2 011,9	EV/EBITDA 12M fwd	4,5 -10,2%
Free float	33,0%	EV/EBITDA 5Y avg	5,0 dyskonto

#### Prognozy Biura 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	43,1	23,6	31,7	32,5	29,2
P/BV	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA	4,7	4,8	4,6	4,7	4,7
DPS	0,20	0,00	0,00	0,00	0,40
DYield	4,4%	0,0%	0,0%	0,0%	8,8%
<b>Zmiana prognoz</b>			<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
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%

\*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
<b>Przychody</b>	<b>1 442</b>	<b>1 373</b>	<b>1 299</b>	<b>1 280</b>	<b>1 280</b>
bezpośrednie usługi głos.	405	350	293	265	246
transmisja danych	616	581	565	563	573
rozł. międzyop. i hurt.	234	236	217	219	222
inne	188	207	224	233	240
Koszty sprzedaży	275	275	265	256	260
Koszty ogół. zarządu	148	134	142	137	136
<b>EBIT</b>	<b>72</b>	<b>76</b>	<b>67</b>	<b>73</b>	<b>82</b>
marża	5,0%	5,5%	5,2%	5,7%	6,4%
<b>Zysk netto</b>	<b>35,5</b>	<b>64,8</b>	<b>48,2</b>	<b>47,1</b>	<b>52,3</b>

#### 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. MSE	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%

#### Bilans i CF

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

#### 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
<b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b>	<b>3,81</b>

#### Wycena

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

## Orange Polska akumuluj (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

W ciągu ostatnich 10 dni notowania Orange Polska uległy wyraźniej korekcie o >10%. Nie znajdujemy wystarczającego uzasadnienia dla takiego spadku i podtrzymujemy pozytywne podejście do spółki. Wskazujemy na poprawę 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 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, spółka chce zmniejszyć nakłady na FTTx, co sprzyja decyzji o powrocie do dywidendy od 2021 r. Podtrzymujemy pozytywne podejście do Orange Polska.

Cena bieżąca

6,85 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

7,40 PLN

+8,0%

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

Podstawowe dane			OPL PW	vs. WIG
Ticker	OPL PW	Zmiana 1M	-3,6%	-1,9%
ISIN	PLTLKPL00017	Zmiana YTD	-3,8%	-3,4%
Liczba akcji (mln)	1 312,0	Średni obrót 1M		12,8 mln PLN
MC (mln PLN)	8 987,2	Średni obrót 6M		9,7 mln PLN
EV (mln PLN)	17 196,6	EV/EBITDA 12M fwd	5,3	+14,3%
Free float	49,3%	EV/EBITDA 5Y avg	4,6	premija

### Prognozy Biura 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	-	898,7	32,2	35,4	19,4
P/BV	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA	5,5	5,5	5,3	5,5	5,0
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,6%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

### Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
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
<b>Przychody</b>	<b>11 381</b>	<b>11 087</b>	<b>11 381</b>	<b>11 552</b>	<b>11 690</b>
telefonía komórkowa	3 373	2 726	2 597	2 541	2 517
telefonía stacjonarna	2 748	2 441	2 193	2 018	1 888
pozostałe	5 260	5 920	6 592	6 993	7 285
<b>Koszty</b>	<b>-</b>	<b>7 980</b>	<b>8 230</b>	<b>8 289</b>	<b>8 299</b>
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
<b>EBITDAaL*</b>	<b>-</b>	<b>2 809</b>	<b>2 968</b>	<b>3 022</b>	<b>3 079</b>
marża	-	25,3%	26,1%	26,2%	26,3%
<b>Zysk netto</b>	<b>-60</b>	<b>10</b>	<b>279</b>	<b>254</b>	<b>463</b>

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

### 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	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

### Bilans i CF

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

### 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
<b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b>	<b>6,86</b>

### Wycena

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

## Play akumuluj (obniżona)

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

Notowania Play wzrosły od wydania naszego raportu analitycznego we wrześniu'19 o >28%. Tym samym potencjał do dalszej zmiany cen zmniejszył się do 3,4%. Stąd obniżamy nasze zalecenie inwestycyjne z kupuj do akumuluj. W 4Q'19 Play zaraportuje wzrost skorygowanego zysku EBITDA o 6%. Choć wynik rośnie to dynamika tego wzrostu jest niższa niż w 2Q'19 i 3Q'19 (odpowiednio +17% i +16%). Jednym z powodów jest niższa sprzedaż sprzętu i spadek jej rentowności. Play dąży do podtrzymania wzrostu ARPU, zachęcając klientów atrakcyjnymi cenami telefonów. Niemniej jednak patrząc na FCFE Yield = 9,5%, najwyższy w branży DivYield'20 = 4,2% oraz mimo wszystko najwyższą dynamikę wzrostu wyników w 4Q'19, traktujemy obecny poziom wyceny giełdowej akcji Play nadal za atrakcyjny. Istotnym 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.

**Cena bieżąca** 34,80 PLN **potencjał zmiany**  
**Cena docelowa** 36,00 PLN **+3,4%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
<b>nowa</b>	<b>akumuluj</b>	<b>36,00 PLN</b>	<b>2020-02-05</b>
poprzednia	kupuj	36,00 PLN	2019-11-14
Podstawowe dane			PLY PW vs. WIG
Ticker	PLY PW	Zmiana 1M	+2,6% +4,3%
ISIN	LU1642887738	Zmiana YTD	-0,6% -0,2%
Liczba akcji (mln)	253,7	Średni obrót 1M	16,7 mln PLN
MC (mln PLN)	8 828,8	Średni obrót 6M	17,9 mln PLN
EV (mln PLN)	15 435,5	EV/EBITDA 12M fwd	6,2 +6,0%
Free float	49,4%	EV/EBITDA 5Y avg	5,9 premia

### Prognozy Biura 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	22,8	11,9	10,0	9,2	9,1
P/BV	-	-	28,2	9,7	5,8
EV/EBITDA	8,2	7,2	6,4	6,3	5,8
DPS	0,00	2,57	1,45	1,45	1,45
DYield	0,0%	7,4%	4,2%	4,2%	4,2%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk 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
<b>Przychody</b>	<b>6 670</b>	<b>6 839</b>	<b>7 058</b>	<b>7 266</b>	<b>7 409</b>
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
<b>Koszty</b>	<b>4 766</b>	<b>4 679</b>	<b>4 635</b>	<b>4 626</b>	<b>4 658</b>
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
<b>EBITDA skoryg.</b>	<b>2 298</b>	<b>2 159</b>	<b>2 432</b>	<b>2 579</b>	<b>2 687</b>
marża	34,4%	31,6%	34,5%	35,5%	36,3%
<b>Zysk netto</b>	<b>387</b>	<b>744</b>	<b>881</b>	<b>964</b>	<b>967</b>

### Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>CF operacyjny</b>	<b>1 389</b>	<b>2 037</b>	<b>2 190</b>	<b>2 253</b>	<b>2 373</b>
CFO/EBITDA skor.	60%	94%	90%	87%	88%
<b>Capex</b>	<b>-650</b>	<b>-781</b>	<b>-844</b>	<b>-2 077</b>	<b>-830</b>
Aktywa ogółem	8 831	8 521	8 905	10 115	10 225
Kapitał własny	-213	-201	313	910	1 510
<b>Dług netto</b>	<b>6 710</b>	<b>6 653</b>	<b>6 607</b>	<b>7 354</b>	<b>6 737</b>
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
<b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b>	<b>38,65</b>

### Wycena

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

## Agora kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Notowania Agory w ciągu ostatnich dwóch miesięcy wzrosły o >23%. Rynek zdyskontował wreszcie bardzo dobre wyniki za 3Q'19. Spodziewamy się, że także w 4Q'19 spółka zaraportuje wzrost skorygowanego wyniku EBITDA bez MSSF16 o 13%. Istotnej poprawy wyników oczekujemy w segmencie Prasa i Druk (szacujemy EBITDA ex. MSSF16 = 2,5 mln PLN vs. -1,4 mln PLN rok wcześniej). Z kolei EBITDA w segmencie Film i Książka może być niższa R/R biorąc pod uwagę wysoką bazę w 4Q'18 (film Kler), wzrost kosztów operacyjnych i stratę w obszarze gastronomicznym. Niemniej jednak wzrost wyników Agory w 4Q'19 powinien być pozytywnie interpretowany przez rynek. Przypominamy, że zakładamy znaczną poprawę wyników Agory w całym 2020 r., co w połączeniu z atrakcyjnym DivYield'20 (na poziomie 3,9%) powinno zachęcać rynek do inwestycji w walory spółki w krótkim terminie, pomimo ostatnich wzrostów. Podtrzymujemy więc pozytywne podejście do spółki.

<b>Cena bieżąca</b>	12,80 PLN	<b>potencjał zmiany</b>
<b>Cena docelowa</b>	17,00 PLN	<b>+32,8%</b>

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

Podstawowe dane			AGO PW	vs. WIG
Ticker	AGO PW	Zmiana 1M	+14,8%	+16,5%
ISIN	PLAGORA00067	Zmiana YTD	+23,1%	+23,5%
Liczba akcji (mln)	46,6	Średni obrót 1M		0,4 mln PLN
MC (mln PLN)	596,2	Średni obrót 6M		0,2 mln PLN
EV (mln PLN)	1 256,1	EV/EBITDA 12M fwd	7,4	+31,9%
Free float	76,9%	EV/EBITDA 5Y avg	5,6	premija

### Prognozy Biura 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	-	130,3	61,0	32,6	21,5
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	20,7	7,0	7,5	7,1	6,7
DPS	0,00	0,50	0,50	0,50	0,50
DYield	0,0%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
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
<b>Przychody</b>	<b>1 165</b>	<b>1 141</b>	<b>1 224</b>	<b>1 268</b>	<b>1 329</b>
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
<b>EBITDA ex. MSSF16</b>	<b>30</b>	<b>84</b>	<b>97</b>	<b>116</b>	<b>130</b>
marża	2,6%	7,4%	8,0%	9,2%	9,8%
<b>Zysk netto</b>	<b>-83,5</b>	<b>4,6</b>	<b>9,8</b>	<b>18,3</b>	<b>27,7</b>

### 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%

### Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018*	2019P	2020P	2021P
<b>CF operacyjny</b>	<b>77</b>	<b>128</b>	<b>90</b>	<b>97</b>	<b>111</b>
CFO/EBITDA ex. MSSF16	258%	152%	92%	83%	85%
<b>Capex</b>	<b>-70</b>	<b>-144</b>	<b>-115</b>	<b>-95</b>	<b>-99</b>
Aktywa ogółem	1 406	1 952	1 976	2 006	2 052
Kapitał własny	996	975	961	957	961
<b>Dług netto</b>	<b>4</b>	<b>114</b>	<b>162</b>	<b>184</b>	<b>195</b>
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%

### 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
<b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b>	<b>13,91</b>
*korekta o dyw. i zakup 40% Eurozet	
Wycena	
(PLN)	waga
Porównawcza	50%
DCF	50%
Cena wynikowa	15,98
Koszt kapitału 9M	6,4%
<b>Cena docelowa za 9M</b>	<b>17,00</b>

## Cyfrowy Polsat redukuje (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)

Podtrzymujemy negatywne podejście do Cyfrowego Polsatu. Oczekujemy, że wyniki spółki w 4Q'19 kolejny raz z rządu wypadną błodo na tle konkurentów: Play i Orange Polska. Wynik EBITDA bez MSSF16 i bez Netii szacujemy na 843 mln PLN (ok. -2,0% r/r) z/w na relatywnie słaby kwartał w reklamie TV (w części efekt bazy) i spadek przychodów z roamingu krajowego z Play. Cyfrowy Polsat w dalszym ciągu wykazuje relatywnie niższy potencjał do generowania gotówki vs. PLY: FCFE'19 = 7,2% w CPS vs. PLY 9,5%. Wysokość dywidendy jest także na korzyść Play: DivYield'20 = 3,4% w CPS vs. PLY 4,2%. 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. W dodatku, jesteśmy sceptyczni co do decyzji spółki o zaangażowaniu kapitałowym w Asseco Poland. Zakładana współpraca obu podmiotów przy modernizacji IT w Cyfrowym i wysoka stopa dywidendy w Asseco Poland nie są dla nas wystarczającymi argumentami dla zakupu 23% Asseco.

### Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>Liczba RGUs pospaid*</b>	<b>16,52</b>	<b>16,91</b>	<b>17,43</b>	<b>17,57</b>	<b>17,66</b>
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
<b>Przychody</b>	<b>9 829</b>	<b>10 686</b>	<b>11 698</b>	<b>11 918</b>	<b>12 118</b>
zmiana		8,7%	9,5%	1,9%	1,7%
<b>EBIT</b>	<b>1 834</b>	<b>1 727</b>	<b>1 922</b>	<b>2 107</b>	<b>2 306</b>
marża	18,7%	16,2%	16,4%	17,7%	19,0%
<b>EBITDA</b>	<b>3 617</b>	<b>3 698</b>	<b>4 153</b>	<b>4 251</b>	<b>4 351</b>
marża	36,8%	34,6%	35,5%	35,7%	35,9%
Koszty finansowe	-509	-387	-504	-455	-435
Inne	10	-34	0	0	0
<b>Zysk brutto</b>	<b>1 335</b>	<b>1 306</b>	<b>1 418</b>	<b>1 652</b>	<b>1 871</b>
Podatek	-390	-490	-281	-314	-355
Zyski mniejszości	-35	-18	16	16	18
<b>Zysk netto</b>	<b>981</b>	<b>834</b>	<b>1 121</b>	<b>1 322</b>	<b>1 498</b>

### 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)

**Cena bieżąca**

27,54 PLN

**potencjał zmiany**
**Cena docelowa**

26,10 PLN

**-5,2%**

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

### Podstawowe dane

			CPS PW	vs. WIG
Ticker	CPS PW	Zmiana 1M	-2,4%	-0,7%
ISIN	PLCFRPT00013	Zmiana YTD	-1,4%	-1,0%
Liczba akcji (mln)	639,5	Średni obrót 1M		10,8 mln PLN
MC (mln PLN)	17 613,0	Średni obrót 6M		11,9 mln PLN
EV (mln PLN)	29 439,7	EV/EBITDA 12M fwd	6,7	-1,3%
Free float	33,5%	EV/EBITDA 5Y avg	6,8	dyskonto

### Prognozy Biura 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	18,0	21,1	15,7	13,3	11,8
P/BV	1,5	1,3	1,3	1,2	1,1
EV/EBITDA	7,8	7,7	7,1	6,9	6,5
DPS	0,32	0,00	0,93	0,93	0,93
DYield	1,2%	0,0%	3,4%	3,4%	3,4%
<b>Zmiana prognoz</b>			<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
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%

### Bilans i CF

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

### 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
<b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b>	<b>27,00</b>

### Wycena

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

## Wirtualna Polska trzymaj (podtrzymana)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Wyniki Wirtualnej Polska za 4Q'19 powinny wyraźnie odznaczać się na plus. Dobra koniunktura na rynku reklamy internetowej utrzymuje się, a spółka nie kryje zadowolenia z segmentu e-commerce. Szacujemy, że przychody bez barteru będą wyższe o +18% r/r (vs. proforma). Tym samym skorygowana EBITDA online ex. MSSF16 wyniesie naszym zdaniem 61,2 mln PLN, co implikuje dynamikę na poziomie +19% r/r vs. proforma. W związku z oczekiwanym dobrym 4Q'19 w spółce korygujemy nieznacznie prognozy na kolejne lata, aktualizujemy także naszą wycenę porównawczą. Po korektach, nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 79,70 PLN, co implikuje 3,0% potencjału spadkowego. Tym samym mamy neutralne podejście do spółki. Ryzykiem dla spółki są obecnie plany M&A. Prezes Świdzki sygnalizował, że przejście biznesu e-commerce w regionie Europy Środkowo-Wschodniej jest priorytetem, stąd spółka chce ograniczyć dywidendę do 1 PLN/ akcję. Obawiamy się, że w przypadku większego przejścia Zarząd może ściąć dywidendę nawet do zera.

Cena bieżąca

82,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

79,70 PLN

-3,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	79,70 PLN	2020-02-05
poprzednia	trzymaj	70,00 PLN	2019-12-05
Podstawowe dane			WPL PW vs. WIG
Ticker	WPL PW	Zmiana 1M	+15,8% +17,5%
ISIN	PLWRTPL00027	Zmiana YTD	+17,8% +18,2%
Liczba akcji (mln)	29,8	Średni obrót 1M	1,1 mln PLN
MC (mln PLN)	2 447,5	Średni obrót 6M	0,7 mln PLN
EV (mln PLN)	2 775,2	EV/EBITDA 12M fwd	11,0 +7,8%
Free float	53,0%	EV/EBITDA 5Y avg	10,2 premia

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	466	567	733	836	921
EBITDA	130	163	205	246	268
marża EBITDA	27,8%	28,7%	27,9%	29,4%	29,1%
EBIT	79	107	127	160	175
Zysk netto	45	76	69	110	127
P/E	54,1	32,2	35,5	22,3	19,3
P/BV	5,8	5,3	4,8	4,2	3,7
EV/EBITDA	20,3	17,0	13,6	10,9	9,8
DPS	1,10	0,96	1,00	1,00	1,92
DYield	1,3%	1,2%	1,2%	1,2%	2,3%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Przychody			-0,1%	+2,2%	+3,4%
EBITDA			+4,9%	+2,4%	+2,9%
EBIT			+2,2%	-1,6%	-1,1%
Zysk netto			+0,2%	-1,4%	+0,2%
CAPEX			+0,1%	+2,1%	+2,9%

### Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>Przychody</b>	<b>466</b>	<b>567</b>	<b>733</b>	<b>836</b>	<b>921</b>
gotówkowe	425	543	687	783	865
barterowe	33,0	24,6	24,9	25,4	26,7
<b>Koszty</b>	<b>387</b>	<b>460</b>	<b>606</b>	<b>676</b>	<b>746</b>
amortyzacja	51,0	44,6	69,5	77,6	84,4
zużycie mater. i energii	5,9	6,2	6,5	6,8	7,0
wynagrodzenia	134	165	212	223	236
pozostałe	196	223	318	368	419
<b>EBITDA</b>	<b>130</b>	<b>163</b>	<b>205</b>	<b>246</b>	<b>268</b>
marża	27,8%	29,8%	27,9%	29,4%	29,1%
<b>EBITDA skorygowana</b>	<b>151</b>	<b>173</b>	<b>223</b>	<b>244</b>	<b>265</b>
marża	32,3%	32,1%	30,4%	29,2%	28,8%
<b>EBIT</b>	<b>79</b>	<b>107</b>	<b>127</b>	<b>160</b>	<b>175</b>
marża	16,9%	19,7%	17,3%	19,1%	19,0%
<b>Zysk netto</b>	<b>35,3</b>	<b>76,0</b>	<b>68,9</b>	<b>109,7</b>	<b>126,6</b>

### Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>CF operacyjny</b>	<b>114</b>	<b>170</b>	<b>162</b>	<b>203</b>	<b>220</b>
CFO/EBITDA	88%	104%	79%	82%	82%
<b>Capex</b>	<b>-42</b>	<b>-52</b>	<b>-62</b>	<b>-71</b>	<b>-78</b>
Aktywa ogółem	894	1 063	1 110	1 213	1 301
Kapitał własny	420	468	509	589	658
<b>Dług netto</b>	<b>170</b>	<b>299</b>	<b>316</b>	<b>231</b>	<b>159</b>
Dług netto/EBITDA (x)	1,3	1,8	1,5	0,9	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	214	836	921	999	1 071	1 142	1 210	1 274	1 338	1 402	1 430
EBITDA	56	238	260	281	300	317	332	346	360	372	379
marża EBITDA	7,7%	28,4%	28,2%	28,1%	28,0%	27,7%	27,5%	27,2%	26,9%	26,5%	0
Amortyzacja	20	78	84	90	96	101	106	111	115	120	122
EBIT	36	160	175	190	204	216	226	236	244	252	257
Podatek	7	30	33	36	39	41	43	45	46	48	49
NOPLAT	29	130	142	154	165	175	183	191	198	204	208
CAPEX	-20	-71	-78	-86	-92	-98	-104	-109	-115	-120	-122
Kapitał obrotowy	-19	-2	-4	-4	-3	-3	-3	-4	-4	-5	-5
FCF	10	135	144	155	165	174	182	188	194	199	203
PV FCF	10	125	124	123	121	118	113	108	103	97	
WACC	7,9%	8,0%	8,2%	8,2%	8,3%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
Dług netto / EV	12,7%	9,9%	7,5%	5,7%	3,7%	1,7%	1,6%	1,7%	1,8%	2,1%	2,1%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

### Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	2 587
Dług netto 3Q'19	273
Inne korekty	12
<b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b>	<b>78,48</b>

### Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	71,33
DCF	50%	78,48
Cena wynikowa		74,91
Koszt kapitału 9M		6,4%
<b>Cena docelowa za 9M</b>		<b>79,70</b>

## Asseco Poland trzymaj (bez zmian)

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

Główny generator wyniku netto grupy Asseco, czyli spółka matka, pozostaje pod presją spadku zamówień w administracji publicznej, ale także w innych segmentach (np. w bankowości). Oczekujemy, że zysk operacyjny jednostki dominującej wyniesie w 4Q'19 21,4 mln PLN (aż 52% mniej R/R). Pomimo poprawy wyników segmentu Formula Systems oraz na innych rynkach międzynarodowych, zysk netto w 4Q'19 powinien wynieść 75,7 mln PLN, co oznacza spadek o 23% R/R. Z drugiej strony zaangażowanie kapitałowe Cyfrowego Polsatu oraz współpraca Asseco przy modernizacji IT Polkomtela (wpłyne to istotnie na wyniki na 2020 r.) powinny podtrzymywać pozytywny sentyment do spółki. Argumentem wspierającym jest także relatywnie wysoka dywidenda. Mamy obecnie neutralne nastawienie do Asseco Poland, sądzimy że spółki z grupy: Asseco South Eastern Europe i Asseco Business Solutions wyglądają bardziej atrakcyjnie.

### Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>Przychody</b>	<b>7 829</b>	<b>9 329</b>	<b>10 874</b>	<b>11 276</b>	<b>11 624</b>
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
<b>EBIT</b>	<b>585</b>	<b>797</b>	<b>949</b>	<b>994</b>	<b>1 030</b>
Amortyzacja	337	460	706	713	717
<b>EBITDA</b>	<b>922</b>	<b>1 256</b>	<b>1 655</b>	<b>1 707</b>	<b>1 747</b>
marża	11,8%	13,5%	15,2%	15,1%	15,0%
Jednostki stowarzyszone	-150	-260	-427	-454	-477
Podatek	-122	-182	-232	-237	-240
<b>Zysk netto</b>	<b>467</b>	<b>333</b>	<b>329</b>	<b>340</b>	<b>348</b>

### Skrót z modeli DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
<b>Asseco Poland (matka)</b>											
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%	8,5%
<b>Asseco Business Solutions</b>											
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%	8,5%
<b>Asseco South Eastern Europe</b>											
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%	8,5%

**Cena bieżąca** 65,60 PLN **potencjał zmiany**  
**Cena docelowa** 59,20 PLN **-9,8%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	59,20 PLN	2019-12-05

Podstawowe dane			ACP PW	vs. WIG
Ticker	ACP PW	Zmiana 1M	+2,3%	+4,0%
ISIN	PLSOFTB00016	Zmiana YTD	+3,1%	+3,5%
Liczba akcji (mln)	83,0	Średni obrót 1M		4,3 mln PLN
MC (mln PLN)	5 444,8	Średni obrót 6M		4,1 mln PLN
		P/E 12M fwd	14,6	+14,3%
Free float	68,0%	P/E 5Y avg	12,7	premija

### Prognozy Biura 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	11,7	16,3	16,6	16,0	15,6
P/BV	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9
P/S	0,70	0,58	0,50	0,48	0,47
DPS	3,01	3,01	3,07	3,07	2,25
DYield	4,6%	4,6%	4,7%	4,7%	3,4%
<b>Zmiana prognoz</b>			<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk brutto			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

### Bilans i CF

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

### 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
<b>Razem</b>			<b>4 733</b>
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%
<b>Cena docelowa za 9M</b>		<b>59,20</b>



## Comarch kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Notowania Comarchu wzrosły w ciągu ostatnich 3 miesięcy o >15%. W 4Q'19 oczekujemy jednak spadku przychodów z segmentu TMT (obroty w 4Q'18 były na rekordowym poziomie 109 mln PLN, w 4Q'19 szacujemy spadek do 96 mln PLN), co wraz ze wzrostem kosztów operacyjnych spowodowanym przede wszystkim większym funduszem płac, powinno przełożyć się na spadek organicznego wyniku EBITDA (wyłączając standard MSSF16 oraz zdarzenia jednorazowe). Tym samym sądzimy, że w krótkim terminie potencjał wzrostowy spółki jest ograniczony. Niemniej jednak uważamy, że cały 2020 r. będzie udany dla Comarchu (zakładamy 257 mln PLN zysku EBITDA), a poziom wyceny giełdowej (tj. 6,3 na EV/EBITDA'20 vs. 9,4x grupa porównawcza) jest atrakcyjny. Stąd, podtrzymujemy pozytywne podejście do spółki. Poziom naszej ceny docelowej, czyli 250,00 PLN, implikuje prawie 21% potencjał wzrostu.

<b>Cena bieżąca</b>	207,00 PLN	<b>potencjał zmiany</b>
<b>Cena docelowa</b>	250,00 PLN	<b>+20,8%</b>

	<b>rekomendacja</b>	<b>cena docelowa</b>	<b>data wydania</b>
<b>aktualna</b>	<b>kupuj</b>	<b>250,00 PLN</b>	<b>2019-11-25</b>

Podstawowe dane			CMR PW	vs. WIG
Ticker	CMR PW	Zmiana 1M	+5,9%	+7,6%
ISIN	PLCOMAR00012	Zmiana YTD	+10,7%	+11,1%
Liczba akcji (mln)	8,1	Średni obrót 1M		0,5 mln PLN
MC (mln PLN)	1 683,6	Średni obrót 6M		0,5 mln PLN
EV (mln PLN)	1 695,9	EV/EBITDA 12M fwd	6,5	-12,0%
Free float	60,9%	EV/EBITDA 5Y avg	7,4	dyskonto

### Prognozy Biura 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	39,1	32,6	15,0	14,4	13,8
P/BV	1,9	1,9	1,7	1,6	1,4
EV/EBITDA		9,4	6,5	6,3	5,9
DPS	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
DYield	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

### Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>Przychody</b>	<b>1 102</b>	<b>1 365</b>	<b>1 476</b>	<b>1 590</b>	<b>1 678</b>
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
<b>EBIT</b>	<b>34</b>	<b>112</b>	<b>176</b>	<b>170</b>	<b>177</b>
marża	3,1%	8,2%	11,9%	10,7%	10,5%
<b>Zysk netto</b>	<b>43,1</b>	<b>51,7</b>	<b>112,3</b>	<b>117,2</b>	<b>121,9</b>

### 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%

### Bilans i CF

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

### 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
<b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b>	<b>211,03</b>

### Wycena

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

## 11 bit studios trzymaj (obniżona)

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

W styczniu spółka odnotowała udaną premierę drugiego dodatku do gry Frostpunk (Frostpunk: The Last Autumn), który pozwolił na istotne zwiększenie zainteresowania grą Frostpunk (wpływ na wyniki za 1Q'20). W grudniu studio poinformowało o podpisanych trzech umowach na wydanie gier tworzonych przez zewnętrzne studia deweloperskie. Pierwsza z umów dotyczy gry o roboczej nazwie „Vitriol” produkcji polskiego studia Fool’s Theory (gra RPG). Druga umowa dotyczy gry o roboczym tytule „Foxhole” od hiszpańskiego studia Digital Sun Games (twórca gry „Moonlighter”). Producentem trzeciego projektu wydawniczego będzie zagraniczne studio deweloperskie. Podpisane umowy pozwolą na kontynuację rozwoju segmentu wydawniczego, który według naszych szacunków wygenerował około 23,5 mln PLN w 9M'19 (około 48% przychodów), płacąc 16,5 mln PLN tantiem do zewnętrznych deweloperów. Korygujemy nasze prognozy na 2019 rok ze względu na brak rozpoznania w wyniku zaliczek otrzymanych od zewnętrznych partnerów (około 6 mln PLN), które powinny wesprzeć wynik za 1Q'20. W wyniku powyższych zmian nieznacznie korygujemy naszą cenę docelową. Biorąc pod uwagę wzrost ceny akcji spółki obniżamy naszą rekomendację do trzymaj.

**Cena bieżąca** 440,00 PLN **potencjał zmiany**  
**Cena docelowa** 439,00 PLN **-0,2%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
<b>nowa</b>	<b>trzymaj</b>	<b>439,00 PLN</b>	<b>2020-02-05</b>
poprzednia	kupuj	454,00 PLN	2019-12-05
<b>Podstawowe dane</b>			
Ticker	11B PW	Zmiana 1M	+9,9% +11,6%
ISIN	PL11BTS00015	Zmiana YTD	+10,0% +10,4%
Liczba akcji (mln)	2,3	Średni obrót 1M	2,9 mln PLN
MC (mln PLN)	1 006,4	Średni obrót 6M	2,1 mln PLN
EV (mln PLN)	991,1	EV/EBITDA 12M fwd	27,1 +109,2%
Free float	81,6%	EV/EBITDA 5Y avg	13,0 premia

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	19,2	82,1	69,4	82,0	200,4
EBITDA	9,2	51,4	29,0	33,9	124,0
marża EBITDA	48,2%	62,6%	41,8%	41,4%	61,9%
EBIT	7,5	46,9	22,6	26,4	113,2
<b>Zysk netto</b>	<b>3,6</b>	<b>37,5</b>	<b>17,7</b>	<b>22,1</b>	<b>93,0</b>
P/E	-	26,8	56,9	45,5	10,8
P/BV	21,8	11,2	8,9	7,4	4,4
EV/EBITDA	105,9	19,1	34,2	28,7	7,3
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Zmiana prognoz</b>			<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
EBITDA			-16,1%	+12,2%	-1,8%
Zysk netto			-22,5%	+15,7%	-2,0%
Frostpunk (S)			0,0%	0,0%	0,0%
Projekt 8 (S)			0,0%	0,0%	0,0%
Wydawnicza (S)			0,0%	0,0%	0,0%

### Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
TWOM (S)	17,6	18,3	16,6	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	-25,8	-33,1	-61,4
OCF/EBITDA	87,3%	75,9%	107,1%	83,4%	67,5%
<b>Przepływy oper.</b>	<b>8,1</b>	<b>39,0</b>	<b>31,0</b>	<b>28,3</b>	<b>83,6</b>
Amortyzacja	1,7	4,5	6,3	7,5	10,8
Kapitał obrotowy	2,6	-8,0	-1,5	-2,2	-21,0
<b>Przepływy inv.</b>	<b>-10,0</b>	<b>-55,6</b>	<b>-26,3</b>	<b>-11,5</b>	<b>-12,6</b>
CAPEX	-7,4	-26,6	-10,3	-11,5	-12,6
<b>Nakłady na produkcję</b>	<b>1,0</b>	<b>12,6</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
FCF	-1,5	10,1	7,1	9,9	79,0
FCF/EBITDA	-16%	20%	25%	29%	64%
FCF Yield	0%	1%	1%	1%	10%

### 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	70	82	200	172	264	197	174	263	218	185	185
EBITDA	29	34	124	101	189	119	95	183	138	106	106
marża EBITDA	41,7%	41,4%	61,9%	58,8%	71,6%	60,6%	54,8%	69,8%	63,5%	57,2%	57,2%
EBIT	23	26	113	86	171	104	82	170	125	102	102
Podatek	5	5	22	16	32	20	16	32	24	19	19
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	7	10	79	55	123	67	48	117	78	58	64
PV FCF	7	9	67	43	89	45	29	66	41	28	
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	1 110
Dług netto	-24
Inne korekty	0
<b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b>	<b>495,70</b>

### Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	329,90
DCF	50%	495,70
cena wynikowa		412,80
koszt kapitału 9M		6,4%
<b>cena docelowa za 9M</b>		<b>439,00</b>

## CD Projekt trzymał (obniżona)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Najważniejszym wydarzeniem dla spółki w styczniu był komunikat o przeniesieniu premiery gry Cyberpunk 2077 na dzień 17 września 2020 roku. Głównym powodem przesunięcia jest potrzeba większej ilości czasu na usunięcie błędów, optymalizację oraz nadanie ostatecznego szlif. Naszym zdaniem wrześniowy termin jest pierwszym możliwym oknem wydawniczym dla dużej produkcji po wakacjach. Reakcja inwestorów po ogłoszeniu informacji o przesunięciu premiery gry wskazuje na bardzo wysoką wiarę uczestników rynku w sukces Cyberpunk 2077. W 4Q'19 spółka powinna opublikować dobre wyniki wspierane przez dobrą sprzedaż gry Wiedźmin 3 na konsolę Nintendo Switch oraz dobrą sprzedaż gier z serii Wiedźmin wspieranej przez sukces serialu wyprodukowanego przez Netflix (76 mln razy obejrzany w gospodarstwach domowych w ciągu 4 tygodni od premiery). Oczekujemy, że spółka wygeneruje 162 mln PLN sprzedaży oraz 56 mln PLN zysku netto w 4Q'19. Biorąc pod uwagę oczekiwany wysoki wynik w 4Q'19, podnosimy naszą prognozę dla spółki na 2019 roku. Dodatkowo zgodnie z doniesieniami mediów branżowych projekt realizowany na platformy mobilne przez studio Spokko może zmierzać ku końcowi. Biorąc pod uwagę wzrostu kursu od momentu wydania ostatniej rekomendacji, obniżamy nasze zalecenie inwestycyjne do trzymaj.

Cena bieżąca

305,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

284,20 PLN

-6,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
<b>nowa</b>	<b>trzymaj</b>	<b>284,20 PLN</b>	<b>2020-02-05</b>
poprzednia	akumuluj	281,30 PLN	2019-12-05
Podstawowe dane		CDR PW	vs. WIG
Ticker	CDR PW	Zmiana 1M	+6,6%
ISIN	PLOPTTC00011	Zmiana YTD	+9,1%
Liczba akcji (mln)	96,1	Średni obrót 1M	137,4 mln PLN
MC (mln PLN)	29 316,6	Średni obrót 6M	69,1 mln PLN
EV (mln PLN)	28 720,3	EV/EBITDA 12M fwd	9,8
Free float	65,3%	EV/EBITDA 5Y avg	23,3

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	463	363	469	3 259	2 561
EBITDA	246	117	136	2 476	2 065
marża EBITDA	53,1%	32,3%	29,0%	76,0%	80,6%
EBIT	241	112	128	2 467	2 055
Zysk netto	200	109	122	2 391	2 148
P/E	-	-	-	13,0	14,5
P/BV	32,9	29,2	27,9	9,1	5,6
EV/EBITDA	115,5	244,6	210,8	11,4	12,6
DPS	1,06	0,00	1,05	0,00	0,00
DYield	0,3%	0,0%	0,3%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
EBITDA		+10,5%	-0,2%	-0,2%	
Zysk netto		+18,0%	-0,1%	-0,1%	
W3 (S)		+21,7%	-	-	
Gwint (S)		0,0%	0,0%	0,0%	
C2077 (S)		-	0,0%	0,0%	

### Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Prod. Gier (S)	330	228	317	3 099	2 406
Prod. Gier (EBIT)	223	114	129	2 470	2 060
Prod. Gier (marża)	67,4%	49,8%	40,8%	79,7%	85,6%
GOG.com (S)	169,6	144,3	159,1	160,2	154,8
GOG.com (EBIT)	18,4	-1,1	-1,5	-3,4	-4,9
GOG.com (marża)	10,8%	-0,8%	-0,9%	-2,1%	-3,2%
<b>Przepływy oper.</b>	<b>232</b>	<b>133</b>	<b>195</b>	<b>2 470</b>	<b>1 981</b>
Amortyzacja	5	5	8	9	10
Kapitał obrotowy	34	46	-68	-117	29
<b>Przepływy inv.</b>	<b>-291</b>	<b>-106</b>	<b>399</b>	<b>-160</b>	<b>-173</b>
CAPEX	-13	-15	-13	-10	-11
<b>Nakłady na produkcję</b>	<b>-77</b>	<b>-98</b>	<b>-138</b>	<b>-150</b>	<b>-162</b>
FCF	144	40	-71	2 321	1 830
FCF/EBITDA	-52%	94%	89%	83%	88%
CFO/EBITDA	143%	100%	96%	96%	92%

### 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	469	3 259	2 561	1 625	4 314	2 596	4 515	2 553	1 612	1 191	1 191
EBITDA	136	2 476	2 065	1 193	3 590	1 990	3 682	1 848	1 026	564	564
marża EBITDA	29,0%	76,0%	80,6%	73,4%	83,2%	76,7%	81,5%	72,4%	63,7%	47,3%	47,3%
EBIT	128	2 467	2 055	1 183	3 581	1 980	3 672	1 837	1 016	553	553
Podatek	14	197	164	95	286	158	294	147	81	44	44
CAPEX	-151	-160	-173	-186	-199	-209	-211	-218	-225	-232	-232
Kapitał obrotowy	-68	-117	29	39	-113	72	-80	82	39	18	18
FCF	-71	2 321	1 830	992	3 143	1 795	3 277	1 686	760	306	1 604
PV FCF	-72	2 156	1 566	783	2 285	1 203	2 024	960	399	148	-
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	18 699
Dług netto	-659
Inne korekty	0
<b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b>	<b>301,70</b>

### Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	232,70
DCF	50%	301,70
cena wynikowa		267,20
koszt kapitału 9M		6,4%
<b>cena docelowa za 9M</b>		<b>284,20</b>

## Przemysł Cognor trzymaj (bez zmian)

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 zrekomensowanie 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. Oczekujemy, że dywidenda spadnie w 2020 roku do 0,11 PLN/akcja (0,28 PLN/akcja w 2019 roku). Nie zmieniamy naszej ceny docelowej (1,25 PLN/akcja) oraz rekomendacji (trzymaj) dla Grupy Cognor.

**Cena bieżąca** 1,24 PLN **potencjał zmiany**  
**Cena docelowa** 1,25 PLN **+0,8%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	1,25 PLN	2019-12-06

Podstawowe dane			COG PW	vs. WIG
Ticker	COG PW	Zmiana 1M	-3,1%	-1,4%
ISIN	PLCNTSL00014	Zmiana YTD	0,0%	+0,4%
Liczba akcji (mln)	175,0	Średni obrót 1M		0,0 mln PLN
MC (mln PLN)	217,0	Średni obrót 6M		0,1 mln PLN
EV (mln PLN)	452,7	EV/EBITDA 12M fwd	5,1	+36,4%
Free float	-	EV/EBITDA 5Y avg	3,7	premija

### Prognozy Biura 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.	6,8	2,3	7,4	38,5	24,8
P/BV	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA skor.	3,8	2,2	4,4	6,1	5,9
DPS	0,00	0,07	0,21	0,07	0,03
DYield	0,0%	5,5%	16,6%	6,0%	2,1%
<b>Zmiana prognoz</b>			<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
Przychody ze sprzedaży			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Wolumen sprzedaży			0,0%	0,0%	0,0%
Ceny produktów			0,0%	0,0%	0,0%
Ceny złomu			0,0%	0,0%	0,0%

### Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wol. Ferrostal (tys. ton)	426	401	381	350	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
<b>Przepływy oper.</b>	<b>145</b>	<b>232</b>	<b>97</b>	<b>85</b>	<b>64</b>
Amortyzacja	41	44	47	50	49
Kapitał obrotowy	11	44	26	13	-7
<b>Przepływy inw.</b>	<b>-15</b>	<b>-38</b>	<b>-50</b>	<b>-50</b>	<b>-35</b>
CAPEX	16	38	50	50	35
<b>Przepływy fin.</b>	<b>-53</b>	<b>-196</b>	<b>-9</b>	<b>-79</b>	<b>-53</b>
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%

### 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
<b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b>	<b>1,71</b>

### Wycena

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

## Famur kupuj (bez zmian)

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 znajdują 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 dekonunktury wchodzi z wyraźnie mocnym bilansem (dług netto/EBITDA'20 poniżej 0,5x) oraz dużą zdolnością do wypłaty dywidendy (przy 75% wypłacie z zysku DPS 0,36 PLN; DYield powyżej 10%; FCF/EV 14% - drugi najwyższy w spółkach przemysłowych). Naszym zdaniem potencjał spadku kursu Famur wydaje się mocno ograniczony, co przy jakiegokolwiek pozytywnej informacji skutkować będzie odbiciem notowań. W krótkim terminie negatywnie na sentyment wokół poddostawców sprzętu górniczego wpływa spadek cen surowców wywołany rozprzestrzenianiem się koronawirusem w Chinach. Nie zmieniamy rekomendacji kupuj i ceny docelowej 5,18 PLN/akcja.

<b>Cena bieżąca</b>	2,98 PLN	<b>potencjał zmiany</b>
<b>Cena docelowa</b>	5,18 PLN	<b>+74,1%</b>

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	5,18 PLN	2019-12-05

Podstawowe dane			FMF PW	vs. WIG
Ticker	FMF PW	Zmiana 1M	-10,7%	-9,0%
ISIN	PLFAMUR00012	Zmiana YTD	-0,2%	+0,2%
Liczba akcji (mln)	574,8	Średni obrót 1M		1,1 mln PLN
MC (mln PLN)	1 709,9	Średni obrót 6M		0,7 mln PLN
EV (mln PLN)	1 933,3	EV/EBITDA 12M fwd	3,4	-39,2%
Free float	52,3%	EV/EBITDA 5Y avg	5,6	dyskonto

### Prognozy Biura 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	34,3	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	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto	0,0%	0,0%	0,0%
Obroty Underground	0,0%	0,0%	0,0%
Obroty Surface	0,0%	0,0%	0,0%
Marża Underground	0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
Marża Surface	0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 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%
<b>Przepływy oper.</b>	<b>192</b>	<b>215</b>	<b>405</b>	<b>374</b>	<b>395</b>
Amortyzacja	175	191	198	183	168
Kapitał obrotowy	-16	-127	-51	-66	7
<b>Przepływy inw.</b>	<b>-231</b>	<b>-138</b>	<b>-16</b>	<b>-95</b>	<b>-95</b>
CAPEX	132	141	16	95	95
<b>Przepływy fin.</b>	<b>287</b>	<b>-458</b>	<b>-520</b>	<b>-318</b>	<b>-304</b>
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%

### 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
<b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b>	<b>4,74</b>

### Wycena

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

## Grupa Kęty trzymaj (bez zmian)

Jakub Szkopek +48 22 438 24 03 [jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)

W 2020 roku Grupa Kęty będzie się musiała zmierzyć z osłabieniem 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 r. wartość przepływu gotówki z działalności operacyjnej spadnie z rekordowych 501 mln PLN w 2019 roku do 320 mln PLN w 2020 roku. Wyzwaniem na 2020 dla Grupy Kęty jest również naszym zdaniem wzrost ceł na import wyrobów aluminiowych do USA. Po wprowadzeniu 10% cła na import surowego aluminium w I'20 USA rozszerzyły listę o dodatkowe produkty przetworzone. Naszym zdaniem kwestią czasu jest kiedy cła uderzą w stolarkę aluminiową, a Zarząd Grupy Kęty w ostatnich latach wyraźnie postawił na rozwój sprzedaży w tym kierunku. Warto zwrócić uwagę, że 5 lutego Zarząd Grupy opublikuje całoroczną prognozę wyników na 2020 rok. Nie zmieniamy naszej ceny docelowej (335,44 PLN/akcja) rekomendacji (trzymaj) dla Grupy Kęty.

### 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
<b>Przepływy oper.</b>	<b>276</b>	<b>293</b>	<b>501</b>	<b>320</b>	<b>368</b>
Amortyzacja	120	126	137	144	138
Kapitał obrotowy	-91	-114	133	-92	-29
<b>Przepływy inw.</b>	<b>-187</b>	<b>-229</b>	<b>-250</b>	<b>-150</b>	<b>-120</b>
CAPEX	187	229	250	150	120
<b>Przepływy fin.</b>	<b>-85</b>	<b>-43</b>	<b>-155</b>	<b>-272</b>	<b>-230</b>
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%

### 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%

<b>Cena bieżąca</b>	384,50 PLN	<b>potencjał zmiany</b>
<b>Cena docelowa</b>	335,44 PLN	<b>-12,8%</b>

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	335,44 PLN	2019-12-05

Podstawowe dane			KTY PW	vs. WIG
Ticker	KTY PW	Zmiana 1M	+11,8%	+13,5%
ISIN	PLKETY000011	Zmiana YTD	+11,1%	+11,5%
Liczba akcji (mln)	9,5	Średni obrót 1M		1,8 mln PLN
MC (mln PLN)	3 670,2	Średni obrót 6M		1,1 mln PLN
EV (mln PLN)	4 449,6	EV/EBITDA 12M fwd	8,9	-3,3%
Free float	42,0%	EV/EBITDA 5Y avg	9,2	dyskonto

### Prognozy Biura 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	15,4	13,7	13,1	15,0	15,5
P/BV	2,7	2,6	2,5	2,5	2,4
EV/EBITDA	10,1	9,6	8,8	9,6	9,8
DPS	30,00	23,94	24,00	23,48	19,19
DYield	7,8%	6,2%	6,2%	6,1%	5,0%

Zmiana prognoz	2019P	2020P	2021P
EBITDA	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto	0,0%	0,0%	0,0%
Aluminium (PLN/t)	0,0%	0,0%	0,0%
Premia producencka (USD/t)	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA SOG	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA SWW	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA SSA	0,0%	0,0%	0,0%

### 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%

### 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
<b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b>	<b>320,89</b>

### Wycena

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

## JSW trzymaj (podtrzymana)

Jakub Szkopek +48 22 438 24 03 [jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)

W średnim terminie JSW znajduje się pod wpływem dwóch negatywnych czynników – rozprzestrzeniającym się w Azji koronawirusem, który przekłada się na spadek popytu na stal i węgiel koksujący oraz zaskakująco bardzo słabe wyniki operacyjne za 4Q'19. W efekcie pierwszego obserwowane odbicie cen węgla koksującego na przełomie 2019/20 roku zostało wyczerpane, a obecnie bardziej prawdopodobny jest powrót do spadkowego trendu. Z kolei słabe dane produkcyjno-sprzedażowe za 4Q'19 implikują, że nasza prognoza wyniku EBITDA na 4Q'19 została zrewidowana w dół z około +200 mln PLN do -45 mln PLN, a dodatkowo Grupa nadal w szybkim tempie konsumowała wcześniej wypracowane nadwyżki finansowe. Według naszych szacunków gotówka netto na koniec 2019 roku spadnie do 1,3 mld PLN (11 PLN/akcja) z zakładanych wcześniej 1,9 mld PLN. Naszym zdaniem rynek chłodno oceni wyniki finansowe za 4Q'19. Obniżamy nasze prognozy na lata 2020-21 o nieco ostrożniejsze założenia średnich cen węgla koksowego. W rezultacie obniżamy naszą cenę docelową z 23,32 PLN/akcja do 18,41 PLN/akcja oraz podtrzymujemy rekomendację trzymaj dla Grupy JSW.

### Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Prod. węgla (tys. t)	14 768	15 019	14 760	15 200	15 240
Prod. w. koks. (tys. t)	10 675	10 351	10 204	10 812	10 917
Udział węgla koks. (%)	72%	69%	69%	71%	72%
Prod. w. ener. (tys. t)	4 093	4 668	4 556	4 388	4 323
Prod. koksu (tys. t)	3 458	3 559	3 168	3 000	3 400
<b>Przepływy oper.</b>	<b>2 871</b>	<b>2 856</b>	<b>895</b>	<b>950</b>	<b>882</b>
Amortyzacja	825	766	979	1 110	1 215
Kapitał obrotowy	-76	338	-885	267	78
<b>Przepływy inw.</b>	<b>-2 170</b>	<b>-1 582</b>	<b>-2 050</b>	<b>-1 700</b>	<b>-1 420</b>
CAPEX	737	1 248	2 050	1 700	1 420
<b>Przepływy fin.</b>	<b>-701</b>	<b>-755</b>	<b>-210</b>	<b>-12</b>	<b>-17</b>
Dywidenda/buyback	0	0	-201	0	0
FCF	2 129	1 754	-1 287	-689	-463
FCF/EBITDA skor.	61%	57%	-73%	-105%	-58%
CFO/EBITDA skor.	82%	92%	51%	145%	111%

### Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
W. koksowy (USD/t)	165	145	150	155	155	155	155	155	155	155	155
W. energet. (PLN/t)	278	273	270	248	248	248	248	248	248	248	248
Koks (USD/t)	1 061	895	861	879	879	879	879	879	879	879	880
Przychody	8 659	8 383	8 254	9 071	9 396	9 525	9 661	9 565	9 560	9 562	9 567
EBITDA	1 621	655	796	1 392	1 614	1 679	1 729	1 609	1 551	1 495	1 499
marża EBITDA	18,7%	7,8%	9,6%	15,4%	17,2%	17,6%	17,9%	16,8%	16,2%	15,6%	15,7%
EBIT	641	-455	-418	63	219	285	332	212	152	95	99
Podatek	111	-89	-83	8	38	51	60	37	25	14	14
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	-885	267	78	133	58	27	20	-18	-4	-3	2
FCF	-1 287	-689	-463	118	235	256	289	154	121	78	87
PV FCF	-1 296	-639	-396	93	170	171	179	88	65	40	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,4%	8,1%	7,8%	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%

<b>Cena bieżąca</b>	19,78 PLN	<b>potencjał zmiany</b>
<b>Cena docelowa</b>	18,41 PLN	<b>-6,9%</b>

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
<b>nowa</b>	<b>trzymaj</b>	<b>18,41 PLN</b>	<b>2020-02-05</b>
poprzednia	trzymaj	23,32 PLN	2020-01-20
<b>Podstawowe dane</b>			
		<b>JSW PW</b>	<b>vs. WIG</b>
Ticker	JSW PW	Zmiana 1M	-15,0%
ISIN	PLJSW0000015	Zmiana YTD	-7,5%
Liczba akcji (mln)	117,4	Średni obrót 1M	24,9 mln PLN
MC (mln PLN)	2 322,4	Średni obrót 6M	22,5 mln PLN
EV (mln PLN)	1 369,7	EV/EBITDA 12M fwd	2,5
Free float	44,8%	EV/EBITDA 5Y avg	2,9

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P	
Przychody	8 877	9 810	8 659	8 383	8 254	
EBITDA skor.	3 509	3 101	1 759	655	796	
marża EBITDA	39,5%	31,6%	20,3%	7,8%	9,6%	
EBIT skor.	2 684	2 335	780	-455	-418	
<b>Zysk netto skor.</b>	<b>2 189</b>	<b>1 802</b>	<b>579</b>	<b>-402</b>	<b>-377</b>	
P/E skor.	1,1	1,3	4,0	-	-	
P/BV	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	
EV/EBITDA skor.	0,3	-	0,8	3,3	3,4	
DPS	0,00	0,00	1,71	0,00	0,00	
DYield	0,0%	0,0%	8,6%	0,0%	0,0%	
<b>Zmiana prognoz</b>				<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
EBITDA (skor.)			0,0%	-9,7%	-17,6%	
Zysk netto (skor.)			-0,0%	-	-	
Węgiel koksowy (USD/t)			0,0%	-2,0%	-3,2%	
Węgiel do celów energetycznych (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%	
Koks (USD/t)			0,0%	0,0%	-2,0%	
Prod. węgla (tys. t)			0,0%	0,0%	0,0%	
Prod. w. koks. (tys. t)			0,0%	0,0%	0,0%	
Prod. koksu (tys. t)			0,0%	0,0%	0,0%	

### Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	12 090	13 763	13 652	13 160	12 741
Aktywa trwałe	8 118	8 475	9 559	10 186	10 443
Kapitał własny	6 389	8 081	8 081	7 680	7 303
Udział mniejszości	232	364	364	364	364
Dług netto	-1 641	-3 286	-1 317	-555	1
Dług netto/EBITDA skor.	-0,5	-1,1	-0,7	-0,8	0,0
Dług netto/kap. wł. (x)	-0,3	-0,4	-0,2	-0,1	0,0

### Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	2,4	3,4	3,5	0,9	0,8	0,9
Maksimum	15,2	13,6	14,4	12,1	12,3	10,3
Mediana	5,9	6,7	6,6	4,1	4,1	4,0
waga	0%	0%	0%	0%	25%	25%

### Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	-1 526
Dług netto	-3 085
Inne korekty	364
<b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b>	<b>15,10</b>

### Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	19,54
DCF	50%	15,10
Cena wynikowa		17,32
Koszt kapitału 9M		6,3%
<b>Cena docelowa za 9M</b>		<b>18,41</b>

## Kernel trzymaj (podtrzymana)

Jakub Szkopek +48 22 438 24 03 [jakub.szkopek@mbank.pl](mailto: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 2019/2020 zanotuje poprawę EBITDA o 13% r/r, a infrastruktury o 32% r/r. Jednocześnie słabsze osiągnięte zbiory na własnej produkcji rolnej i niższe rynkowe ceny przełożą się na wyraźny spadek wyniku w segmencie produkcji rolnej (EBITDA -40% 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 -9 mln USD) raportowany dług netto Grupy wzrośnie do poziomu 1,2 mld USD (3,5xEBITDA) na koniec sezonu 2019/2020. Naszym zdaniem w krótkim terminie rynek chłodno może ocenić wyniki 4Q'19 (spadek wyników + wyraźny wzrost zadłużenia). Podwyższamy naszą prognozy o nieco lepsze marże w segmencie tóczenia, lepsze wolumeny produkcji w segmencie agro oraz lepsze marże w segmencie infrastruktury. Podwyższamy naszą cenę docelową podwyższamy do 47,25 PLN/akcja (wcześniej 41,60 PLN/akcja) oraz podtrzymujemy rekomendację trzymaj dla Grupy Kernel.

<b>Cena bieżąca</b>	47,20 PLN	<b>potencjał zmiany</b>
<b>Cena docelowa</b>	47,25 PLN	+0,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
<b>nowa</b>	<b>trzymaj</b>	<b>47,25 PLN</b>	<b>2020-02-05</b>
poprzednia	trzymaj	41,60 PLN	2019-12-05
<b>Podstawowe dane</b>			
			<b>KER PW vs. WIG</b>
Ticker	KER PW	Zmiana 1M	-1,7% +0,0%
ISIN	LU0327357389	Zmiana YTD	+4,3% +4,7%
Liczba akcji (mln)	82,9	Średni obrót 1M	2,7 mln PLN
MC (mln PLN)	3 912,3	Średni obrót 6M	2,5 mln PLN
EV (mln PLN)	6 568,4	EV/EBITDA 12M fwd	5,8 +32,1%
Free float	60,1%	EV/EBITDA 5Y avg	4,4 premia

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln USD)	16/17	17/18	18/19P	19/20P	20/21P
Przychody	2 169	2 403	3 992	4 244	4 830
EBITDA	319	223	346	339	382
marża EBITDA	14,7%	9,3%	8,7%	8,0%	7,9%
EBIT	265	140	269	243	273
Zysk netto	176	52	189	131	150
P/E	5,7	19,3	5,3	7,8	6,8
P/BV	0,9	0,9	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA	4,8	7,3	4,9	6,5	5,7
DPS	0,24	0,25	0,25	0,25	0,25
DYield	2,0%	2,0%	2,0%	2,1%	2,1%
<b>Zmiana prognoz</b>			<b>19/20P</b>	<b>20/21P</b>	<b>21/22P</b>
EBITDA			+5,3%	+10,7%	+4,9%
Zysk netto			+16,3%	+24,4%	+9,8%
Marża olej (USD/t)			+0,0%	+15,1%	+7,3%
Pszemica (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)			+3,2%	+6,0%	+3,4%
Handel zbożami (tys. ton)			+0,9%	+1,4%	+0,8%

### Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln USD)	17/18	18/19	19/20P	20/21P	20/21P
EBITDA olej butelkowany	13	16	17	19	19
EBITDA olej luzem	63	93	106	128	144
EBITDA przeladunek	39	36	45	52	57
EBITDA produkcja zbóż	89	182	108	114	105
EBITDA handel zbożami	17	31	53	62	64
<b>Przepływy oper.</b>	<b>82</b>	<b>189</b>	<b>224</b>	<b>264</b>	<b>297</b>
Amortyzacja	83	76	96	108	107
Kapitał obrotowy	-63	-305	-38	-55	-49
<b>Przepływy inw.</b>	<b>-156</b>	<b>-241</b>	<b>-300</b>	<b>-145</b>	<b>-104</b>
CAPEX	179	234	300	145	104
<b>Przepływy fin.</b>	<b>76</b>	<b>29</b>	<b>67</b>	<b>-103</b>	<b>-152</b>
Dywidenda/buyback	-20	-20	-21	-21	-21
FCF	-14	-205	-9	169	230
FCF/EBITDA	-6%	-59%	-3%	44%	58%
CFO/EBITDA	37%	55%	66%	69%	75%

### Model DCF

(mln USD)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Marża olej (USD/t)	74	84	81	78	76	74	71	69	66	63	61
Pszemica (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	4 244	4 830	5 210	5 289	5 376	5 446	5 524	5 585	5 646	5 708	5 789
EBITDA	339	382	397	391	388	400	397	393	390	386	398
marża EBITDA	8,0%	7,9%	7,6%	7,4%	7,2%	7,3%	7,2%	7,0%	6,9%	6,8%	6,9%
EBIT	243	273	290	282	277	282	273	262	252	248	262
Podatek	10	12	14	13	13	14	14	13	12	12	14
CAPEX	-300	-145	-104	-109	-114	-119	-125	-130	-135	-135	-135
Kapitał obrotowy	-38	-55	-49	-20	-21	-20	-21	-19	-20	-20	-21
FCF	-9	169	230	248	239	246	238	231	223	219	227
PV FCF	-8	139	165	154	128	114	96	80	67	57	
WACC	14,8%	14,8%	14,9%	15,1%	15,1%	15,2%	15,2%	15,3%	15,3%	15,4%	15,5%
Risk-free rate	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%

### Podsumowanie DCF

(mln USD)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	992
Dług netto	691
Inne korekty	-5
<b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b>	<b>35,81</b>

### Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	48,35
DCF	50%	35,81
Cena wynikowa		42,08
Koszt kapitału 9M		12,3%
<b>Cena docelowa za 9M</b>		<b>47,25</b>



## KGHM redukuj (obniżona)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Rozprzestrzeniający się po Azji koronawirus zmusił firmy i chiński rząd do przedłużenia sezonowych przerw produkcyjnych do połowy lutego. W przypadku miedzi około połowa światowej konsumpcji przypada na Chiny, co powoduje, że przy mniejszym zużyciu w nadchodzących tygodniach rosnąć będą monitorowane zapasy na giełdach. To z kolei nie wróży dobrych wyników sprzedażowych w zakresie miedzi w Grupie KGHM w pierwszych trzech miesiącach 2020 roku (KGHM sprzedaje bezpośrednio do Chin 12% swojej produkcji). Naszym zdaniem negatywny sentyment do miedzi i akcji spółek górniczych będzie się nadal utrzymywał w lutym przy publikacji negatywnie obciążonych danych makroekonomicznych z Azji. To z kolei powoduje ryzyko dalszej przeceny akcji KGHM. Aktualizujemy nasze prognozy o wyższe budżetowane wolumeny produkcji srebra i miedzi na 2020 rok oraz niższe ceny miedzi. Podwyższamy naszą cenę docelową do 86,33 PLN/akcja (z 85,54 PLN/akcja wcześniej) oraz obniżamy naszą rekomendację do redukuj (wcześniej trzymaj).

Cena bieżąca

96,44 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

86,33 PLN

-10,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
<b>nowa</b>	<b>redukuj</b>	<b>86,33 PLN</b>	<b>2020-02-05</b>
poprzednia	trzymaj	85,54 PLN	2019-12-05

Podstawowe dane		KGH PW	vs. WIG
Ticker	KGH PW	Zmiana 1M	+0,3%
ISIN	PLKGHM000017	Zmiana YTD	+0,9%
Liczba akcji (mln)	200,0	Średni obrót 1M	57,8 mln PLN
MC (mln PLN)	19 288,0	Średni obrót 6M	51,1 mln PLN
EV (mln PLN)	26 446,9	EV/EBITDA 12M fwd	4,8
Free float	63,2%	EV/EBITDA 5Y avg	4,8

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	20 275	20 526	22 850	22 354	21 695
EBITDA skor.	5 753	4 972	5 549	5 295	4 413
marża EBITDA	28,4%	24,2%	24,3%	23,7%	20,3%
EBIT skor.	4 144	3 176	3 617	3 272	2 399
Zysk netto skor.	1 792	1 888	2 219	2 252	1 564
P/E skor.	10,8	10,2	8,7	8,6	12,3
P/BV	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA skor.	4,5	5,3	4,8	4,7	5,5
DPS	1,00	0,00	0,00	1,50	3,38
DYield	1,0%	0,0%	0,0%	1,6%	3,5%

Zmiana prognoz	2019P	2020P	2021P
EBITDA (skor.)	+0,3%	+8,4%	-2,5%
Zysk netto (skor.)	+9,6%	+17,3%	-4,5%
Miedź (USD/t)	+0,4%	-2,4%	-3,1%
Srebro (USD/oz)	-0,2%	+2,9%	0,0%
Molibden (USD/t)	+0,1%	0,0%	0,0%
Prod. miedź (tys. ton)	-0,0%	+0,4%	-0,8%
Prod. srebro (ton)	+5,4%	+6,7%	-1,6%
Prod. molibden (mln lb)	+2,8%	+86,7%	+53,2%

### Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Cu KGHM Pol (tys. ton)	359	385	418	398	380
Cu KGHM Int (tys. ton)	81	79	77	74	77
Cu Sierra Gorda (tys. ton)	53	53	60	74	79
Srebro Grupa (ton)	1 234	1 205	1 416	1 400	1 299
Złoto Grupa (tys. troz)	219	174	220	207	210
<b>Przepływy oper.</b>	<b>3 054</b>	<b>3 826</b>	<b>4 348</b>	<b>4 425</b>	<b>3 735</b>
Amortyzacja	1 609	1 796	1 932	2 023	2 014
Kapitał obrotowy	-1 270	1 412	81	21	28
<b>Przepływy inw.</b>	<b>-3 340</b>	<b>-3 539</b>	<b>-2 354</b>	<b>-2 461</b>	<b>-2 461</b>
CAPEX	3 257	3 541	2 354	2 461	2 461
<b>Przepływy fin.</b>	<b>12</b>	<b>84</b>	<b>-116</b>	<b>-429</b>	<b>-804</b>
Dywidenda/buyback	-200	0	0	-300	-676
FCF	788	1 924	2 220	1 964	1 274
FCF/EBITDA	27%	41%	40%	37%	29%
CFO/EBITDA	53%	77%	78%	84%	85%

### Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	34 122	37 237	40 074	41 894	42 607
Aktywa trwałe	26 515	29 375	29 797	30 235	30 683
Kapitał własny	17 694	19 133	19 399	21 351	22 240
Udział mniejszości	91	92	92	92	92
Dług netto	6 570	6 992	7 067	5 532	5 063
Dług netto/EBITDA (x)	2,2	1,5	1,3	1,0	1,1
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	5,9	5,8	5,4	2,4	2,0	1,5
Maksimum	30,0	25,5	16,9	13,2	9,1	8,6
Mediana	12,0	11,2	10,5	5,6	5,4	4,9
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

### Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Miedź (USD/t)	6 024	6 050	6 300	6 600	6 600	6 600	6 600	6 600	6 600	6 600	6 600
Srebro (USD/oz)	16,2	18,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0
Molibden (USD/t)	26 140	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000
Przychody	22 850	22 354	21 695	22 571	22 495	22 453	22 300	21 128	21 154	21 181	21 207
EBITDA	5 549	5 295	4 413	4 865	4 756	4 634	4 418	4 366	4 337	4 093	4 031
marża EBITDA	15,8%	14,6%	11,1%	12,8%	12,6%	12,5%	11,7%	12,2%	12,1%	10,9%	11,5%
EBIT	3 617	3 272	2 399	2 894	2 843	2 809	2 607	2 568	2 555	2 314	2 441
Podatek	1 056	890	705	819	809	802	762	755	752	706	730
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	81	21	28	-37	3	2	6	50	-1	-1	-1
FCF	2 220	1 964	1 274	1 988	2 360	2 217	2 019	1 991	1 888	1 664	1 710
PV FCF	2 232	1 840	1 111	1 605	1 757	1 521	1 274	1 150	996	804	
WACC	7,1%	7,4%	7,4%	7,6%	7,8%	8,0%	8,1%	8,3%	8,4%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

### Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	14 291
Dług netto	6 992
Inne korekty	272
<b>Wycena DCF na akcje (PLN)</b>	<b>86,46</b>

### Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	75,95
DCF	50%	86,46
Cena wynikowa		81,20
Koszt kapitału 9M		6,3%
<b>Cena docelowa za 9M</b>		<b>86,33</b>

## PKP Cargo redukuje (podtrzymana)

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

Grudzień 2019 r. pod względem wolumenu przewozów towarowych był dla całego rynku najgorszym miesiącem od lutego 2017 roku (w XII'19 -12,4% r/r wg pracy przewozowej, -9,7% r/r wg masy). Jednostkowe wyniki przewozowe PKP Cargo były jeszcze słabsze (w XII'19 -25,3% r/r wg pracy przewozowej oraz -20,0% r/r wg masy). Tak słabe wyniki przewozowe przełożą się naszym zdaniem na bardzo niskie wyniki finansowe ostatniego kwartału (spodziewamy się straty netto), które mocno obniżą rentowność netto za cały 2019 rok (dokładniejszy opis naszej prognozy kwartalnej jest dostępny pod adresem <https://tinyurl.com/urctq4e>). Oczekujemy, że w 2020 r. spółka będzie musiała się zmierzyć z rosnącymi kosztami wynagrodzeń (+112 mln PLN) oraz energii elektrycznej (+62 mln PLN). Jednocześnie, w naszych prognozach sceptycznie podchodzimy do scenariusza odbicia na rynku przewozów towarowych jeszcze w 1H'20: na rynku węgla spodziewamy się kontynuacji przestojów przewozowych ze względu m.in. na ciepłą zimę, zaś wolumenów w kruszywach oczekujemy najwcześniej dopiero w 2H'20. Pozytywną informacją jest ostatni komunikat o zaplanowanym na połowę marca br. ponownym uruchomieniu części surowcowej krakowskiej huty (wielki piec i stalownia) – szacujemy, że ArcelorMittal jest jednym z największych kontrahentów PKP Cargo. Na dużej dźwigni finansowej niższe przewozy (zarówno wg wykonanej pracy przewozowej, jak i masy) powodują spadek naszych prognoz wyniku EBITDA o ok. 5% na kolejne lata. Podtrzymujemy naszą negatywną rekomendację redukuj oraz obniżamy cenę docelową do 16,40 PLN/akcja (wcześniej 18,13 PLN/akcja).

### Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Energia trakcyjna	375	405	364	425	447
Paliwo trakcyjne	170	211	189	170	178
Wynagrodzenia	1 510	1 651	1 760	1 872	2 028
Dostęp do infrastruktury	718	732	569	594	638
Pozostałe	1 198	1 292	1 056	1 123	1 151
<b>Przepływy oper.</b>	<b>601</b>	<b>863</b>	<b>813</b>	<b>787</b>	<b>820</b>
Amortyzacja	547	629	712	757	798
Kapitał obrotowy	-62	20	-20	8	14
<b>Przepływy inw.</b>	<b>-740</b>	<b>-612</b>	<b>-845</b>	<b>-944</b>	<b>-853</b>
CAPEX	-502	-695	-969	-944	-853
<b>Przepływy fin.</b>	<b>-99</b>	<b>-323</b>	<b>-211</b>	<b>-38</b>	<b>50</b>
Dywidenda/buyback	0	0	-67	0	0
FCF	101	173	-144	-156	-33
FCF/EBITDA	6%	11%	-6%	-6%	-1%
CFO/EBITDA	86%	95%	95%	103%	104%

### Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Praca przewozowa	26 731	27 491	28 648	28 371	27 538	27 562	27 771	27 996	28 238	28 498	28 776
Średnie ceny	151	152	154	158	162	165	169	172	175	179	183
Koszt / tkm	175	180	183	185	189	192	195	199	202	206	209
Przychody	4 790	4 949	5 227	5 303	5 279	5 385	5 527	5 676	5 832	5 995	6 167
EBITDA	858	764	785	808	824	851	870	891	911	932	951
marża EBITDA	17,9%	15,4%	15,0%	15,2%	15,6%	15,8%	15,7%	15,7%	15,6%	15,5%	15,4%
EBIT	146	7	-12	46	77	94	105	116	127	139	152
Podatek	13	-15	-21	-6	1	5	8	11	14	16	20
CAPEX	-969	-944	-853	-799	-773	-778	-783	-787	-792	-798	-799
Kapitał obrotowy	-20	8	14	4	-1	5	7	8	8	8	9
FCF	-144	-156	-33	19	48	74	87	100	113	126	141
PV FCF	-144	-148	-30	16	39	56	63	69	74	78	
WACC	6,1%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

**Cena bieżąca** 17,50 PLN **potencjał zmiany**  
**Cena docelowa** 16,40 PLN **-6,3%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
<b>nowa</b>	<b>redukuj</b>	<b>16,40 PLN</b>	<b>2020-02-05</b>
poprzednia	redukuj	18,13 PLN	2019-12-05
<b>Podstawowe dane</b>			
Ticker	PKP PW	Zmiana 1M	-16,3% -14,6%
ISIN	PLPKPCR00011	Zmiana YTD	-14,6% -14,2%
Liczba akcji (mln)	44,8	Średni obrót 1M	0,8 mln PLN
MC (mln PLN)	783,8	Średni obrót 6M	0,9 mln PLN
EV (mln PLN)	2 579,6	EV/EBITDA 12M fwd	3,1 -23,5%
Free float	67,0%	EV/EBITDA 5Y avg	4,0 dyskonto

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	4 689	5 183	4 790	4 949	5 227
EBITDA skor.	693	901	834	764	785
marża EBITDA	14,8%	17,4%	17,4%	15,4%	15,0%
EBIT skor.	147	272	122	7	-12
Zysk netto skor.	49	242	28	-46	-62
P/E skor.	15,8	3,2	27,6	-	-
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA skor.	2,5	1,7	3,1	3,7	3,7
DPS	0,00	0,00	1,50	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	8,6%	0,0%	0,0%
<b>Zmiana prognoz</b>			<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
Przychody ze sprzedaży			-1,5%	-0,8%	-0,7%
EBITDA skor.			-6,2%	-5,1%	-5,1%
Zysk netto			-43,9%	-	-
Praca przewozowa (mln tkm)			-2,0%	-0,9%	-0,8%
Masa towarowa (mln ton)			-2,2%	-1,2%	-1,1%
Koszty / tkm			+0,2%	+0,3%	+0,3%

### Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	6 646	6 806	7 482	7 501	7 619
Aktywa trwałe	4 952	5 187	6 294	6 481	6 538
Kapitał własny	3 317	3 484	3 469	3 424	3 362
Udział mniejszości	0	0	0	0	0
Dług netto	931	779	1 796	2 020	2 124
Dług netto/EBITDA (x)	1,3	0,9	2,1	2,6	2,7
Dług netto/kap. wł. (x)	0,3	0,2	0,5	0,6	0,6

### Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			FCF/EV		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	4,9	4,4	3,9	3,4	3,8	3,9	-34%	-2%	0%
Maksimum	50,0	30,8	24,5	14,5	13,3	12,5	7%	7%	10%
Mediana	19,4	17,1	16,3	11,1	9,6	8,7	3%	4%	5%
Waga	0%	0%	0%	0%	28%	28%	0%	23%	23%

### Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Wartość firmy (EV)	1 619
Dług netto	846
Inne korekty	0
<b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b>	<b>17,26</b>

### Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	13,59
DCF	50%	17,26
Cena wynikowa		15,42
Koszt kapitału 9M		6,3%
<b>Cena docelowa za 9M</b>		<b>16,40</b>

## Stelmet akumuluj (podwyższona)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Rosnące koszty pracy (+7,3 mln PLN), rosnące koszty energii (+3,8 mln PLN) oraz wyższe koszty zakupu drewna (+10,5 mln PLN), to główne wyzwania Grupy Stelmet na 2020 rok. Aby zrekompensować wyższe koszty Zarząd przeprowadził szereg podwyżek cenników i wszyscy klienci zaakceptowali wyższe ceny produktów na 2020 rok. Pozytywnym czynnikiem na 2020 rok jest obserwowany spadek konkurencji (według Stelmet główny krajowy konkurent – Martyna ogłosił upadłość układową). Dodatkowo brak znaczących nakładów inwestycyjnych na horyzoncie przekładać się powinien na zwiększenie strumienia gotówki do dystrybucji dla akcjonariuszy (już obecnie dług netto'19/ skor. EBITDA 1,6xAktualnie Stelmet ze wskaźnikiem generacji gotówki na poziomie 15% (FCF/EBITDA) znajduje się na drugim miejscu w zestawieniu spółek przemysłowych. Aktualizujemy w górę nasze prognozy wyników na 2020 i 2021 rok. Podwyższamy naszą cenę docelową do 8,92 PLN/akcja (wcześniej 8,78 PLN/akcja) oraz podwyższamy rekomendację do akumuluj (wcześniej trzymaj). Zakładając nawet 35% dyskonto w wycenie porównawczej nasza wycena implikuje około 15% wyższą wartość niż wynosi obecnie waluacja rynkowa.

Cena bieżąca

7,85 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

8,92 PLN

+13,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
<b>nowa</b>	<b>akumuluj</b>	<b>8,92 PLN</b>	<b>2020-02-05</b>
poprzednia	trzymaj	8,78 PLN	2019-12-05
<b>Podstawowe dane</b>			
	STL PW	Zmiana 1M	+4,7% +6,4%
Ticker	PLSTLMT00010	Zmiana YTD	+6,8% +7,2%
ISIN		Średni obrót 1M	0,0 mln PLN
Liczba akcji (mln)	29,4	Średni obrót 6M	0,0 mln PLN
MC (mln PLN)	230,5	EV/EBITDA 12M fwd	5,0 -23,2%
EV (mln PLN)	355,3	EV/EBITDA 5Y avg	6,5 dyskonto
Free float	15,0%		

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	538	553	602	610	634
EBITDA	58	69	69	72	73
marża EBITDA	10,7%	12,4%	11,4%	11,7%	11,5%
EBIT	21	27	26	30	31
Zysk netto	19	10	-3	22	23
P/E	11,9	24,1	-	10,3	10,0
P/BV	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	7,2	5,9	5,2	4,4	3,9
DPS	0,00	0,00	0,00	0,07	0,31
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,9%	3,9%
<b>Zmiana prognoz</b>			<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
EBITDA			-1,9%	+5,4%	+5,4%
Zysk netto			-118,3%	+19,2%	+20,9%
DAO (PLN/m3)			-0,7%	-1,5%	-1,8%
DAO vol (tys. m3)			+2,6%	+5,7%	+6,8%
Drewno (PLN/m3)			-0,8%	-2,7%	-2,7%

### Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Sprzedaż DAO (PL)	19	22	26	27	28
Sprzedaż DAO (UK)	158	137	110	109	110
Sprzedaż DAO (FR)	120	107	106	105	108
Sprzedaż DAO (DE)	101	113	163	181	192
Sprzedaż Pellet	68	89	101	94	97
<b>Przepływy oper.</b>	<b>39</b>	<b>32</b>	<b>83</b>	<b>65</b>	<b>63</b>
Amortyzacja	37	41	42	41	42
Kapitał obrotowy	-2	-30	2	-1	-5
<b>Przepływy inw.</b>	<b>-62</b>	<b>-24</b>	<b>-24</b>	<b>-16</b>	<b>-23</b>
CAPEX	62	23	24	16	23
<b>Przepływy fin.</b>	<b>76</b>	<b>-9</b>	<b>-56</b>	<b>-25</b>	<b>-32</b>
Dywidenda/buyback	0	0	0	-2	-9
FCF	-11	9	-1	49	41
FCF/EBITDA	-18%	13%	-2%	69%	56%
CFO/EBITDA	68%	46%	121%	91%	87%

### Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
DAO (PLN/m3)	1 779	1 802	1 819	1 842	1 865	1 890	1 914	1 939	1 964	1 990	2 016
DAO vol (tys. m3)	261	269	277	281	284	288	291	294	297	301	304
Drewno (PLN/m3)	258	264	269	274	280	285	291	297	303	309	315
Przychody	602	610	634	652	668	684	701	718	736	755	774
EBITDA	69	72	73	73	74	74	73	72	71	70	68
marża EBITDA	11,4%	11,7%	11,5%	11,3%	11,1%	10,8%	10,4%	10,1%	9,7%	9,3%	8,8%
EBIT	26	30	31	32	32	32	31	29	27	25	22
Podatek	47,7	4,6	4,8	5,1	5,3	5,2	5,0	4,8	4,3	3,9	3,4
CAPEX	-24	-16	-23	-25	-27	-29	-31	-34	-41	-44	-45
Kapitał obrotowy	1,5	-1,5	-4,6	-3,5	-3,1	-3,2	-3,3	-3,4	-3,5	-3,6	-3,7
FCF	-1	49	41	39	39	36	33	30	23	21	19
PV FCF	-1	47	36	32	29	25	21	18	13	10	9
WACC	3,6%	7,4%	7,7%	8,0%	8,3%	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	239
Dług netto	125
Inne korekty	0
<b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b>	<b>7,99</b>

### Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	8,79
DCF	50%	7,99
Cena wynikowa		8,39
Koszt kapitału 9M		6,3%
<b>Cena docelowa za 9M</b>		<b>8,92</b>

## Deweloperzy

### Atal

#### akumuluj (obniżona)

Aleksandra Szklarczyk +48 22 438 24 04 [aleksandra.szklarczyk@mbank.pl](mailto:aleksandra.szklarczyk@mbank.pl)

W styczniu Atal poinformował, że przedsprzedaż mieszkań w 4Q'19 wyniosła 892 lokale (+42% r/r) oraz prawie 3,2 tys. w całym 2019 r. (+32% r/r). Spółka potroiła tym samym sprzedaż w ciągu ostatnich 5 lat (CAGR=17%), co pozwoliło jej wejść do TOP3 wśród deweloperów notowanych na GPW i Catalyst. Liczymy, że mocna oferta (około 4 tys. lokali) pozwoli utrzymać podobny poziom sprzedaży również w 2020 r. Wynik przekazań w 4Q'19 był natomiast niższy zarówno od naszych oczekiwań jak i konsensusu – wpływ dłuższych niż zakładaliśmy terminów uzyskiwania pozwoleń na użytkowanie w 4Q. Tym samym musieliśmy dokonać redukcji naszej prognozy ZN za '19 do 111 mln PLN (vs. 145 mln PLN poprzednio). Jednocześnie podwyższamy prognozę ZN w '20 do 210 mln PLN (vs. 177 mln PLN poprzednio), zwracając przy tym uwagę, że ryzyko opóźnień przekazań w '20 jest niższe niż w roku ubiegłym (45% potencjału mieszkań do rozliczenia w wynikach przypadające na 4Q'19 vs. 24% w 4Q'20). Obecny poziom przekazań (1,769 lokali w '19) nie odzwierciedla w pełni bieżącego potencjału sprzedażowego Spółki, a perspektywy na lata 2020-21 wyglądają obiecująco. Atal posiada ponad 50% lokali więcej w budowie względem 2Q'18, a w latach 2020-22 może rozliczyć średnio około 3,300 lokali rocznie. Od wydania naszej ostatniej rekomendacji kurs akcji Spółki wzrósł o 10%, obniżamy tym samym naszą rekomendację do akumuluj, przy cenie docelowej 44,28 PLN/akcję, podtrzymując pozytywne nastawienie do Spółki. W związku z przejściowym spadkiem wyników w '19, Spółka jest notowana na P/E=14x oraz średnio 7x w '20-21 oraz przy DY=6,7x w '20 i 12,3x w '21-22.

#### Rachunek wyników i bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przekazane lokale (szt.)	2 308	2 678	1 769	3 290	3 327
Przychód (tys. PLN)/lokal	375	394	363	361	389
SG&A	28	31	33	35	37
<b>SG&amp;A/przychody</b>	<b>3,3%</b>	<b>2,9%</b>	<b>5,2%</b>	<b>2,9%</b>	<b>2,8%</b>
Marża EBIT	25,6%	24,6%	22,4%	23,2%	22,9%
Marża zysku netto	19,8%	19,0%	17,2%	17,6%	17,5%
Gotówka	266	192	242	272	234
Dług netto	214	333	574	466	474
<b>Dług netto/kap. włas.</b>	<b>27%</b>	<b>39%</b>	<b>61%</b>	<b>45%</b>	<b>47%</b>
Zapasy	1 342	1 487	1 760	1 753	1 767
<b>Zapasy/przychody</b>	<b>155%</b>	<b>141%</b>	<b>260%</b>	<b>143%</b>	<b>134%</b>
Zaliczki	365	225	317	306	274
<b>Zaliczki/zapasy</b>	<b>27%</b>	<b>15%</b>	<b>18%</b>	<b>17%</b>	<b>16%</b>
Kapitał własny	795	858	786	893	929
<b>ROE</b>	<b>24,9%</b>	<b>25,3%</b>	<b>12,9%</b>	<b>26,6%</b>	<b>25,4%</b>

#### Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Przychody	642	1 188	1 294	1 332	949	968	987	1 007	1 027	1 047	1 068
EBITDA	146	277	298	322	198	183	186	189	193	197	201
marża EBITDA	22,8%	23,3%	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	144	275	296	320	196	181	184	187	191	195	199
Podatek	28	52	56	61	37	34	35	36	36	37	38
NOPLAT	116	223	240	260	159	146	149	152	155	158	161
CAPEX	-1	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2
Kapitał obrotowy	-42	-31	-76	-4	34	-9	-9	-8	-8	-8	-8
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	75	192	164	255	193	137	139	144	147	150	153
PV FCF	75	178	141	205	143	95	89	86	81	77	
WACC	7,5%	7,7%	7,6%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

<b>Cena bieżąca</b>	39,80 PLN	<b>potencjał zmiany</b>
<b>Cena docelowa</b>	44,28 PLN	<b>+11,3%</b>

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
<b>nowa</b>	<b>akumuluj</b>	<b>44,28 PLN</b>	<b>2020-02-05</b>
poprzednia	kupuj	44,90 PLN	2019-12-05
<b>Podstawowe dane</b>			
	<b>1AT PW</b>	<b>vs. WIG</b>	
Ticker	1AT PW	Zmiana 1M	-1,7%
ISIN	PLATAL000046	Zmiana YTD	+4,7%
Liczba akcji (mln)	38,7	Średni obrót 1M	0,3 mln PLN
MC (mln PLN)	1 540,8	Średni obrót 6M	0,4 mln PLN
EV (mln PLN)	2 019,6	EV/EBITDA 12M fwd	8,8
Free float	11,6%	EV/EBITDA 5Y avg	7,9

#### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	866	1 055	642	1 188	1 294
ZBNS	248	284	176	310	334
marża ZBNS	28,6%	26,9%	27,4%	26,1%	25,8%
EBIT	222	260	144	275	296
<b>Zysk netto</b>	<b>171</b>	<b>201</b>	<b>111</b>	<b>209</b>	<b>227</b>
P/E	9,0	7,7	13,9	7,4	6,8
P/BV	1,9	1,8	2,0	1,7	1,7
EV/EBITDA	7,8	7,2	13,8	7,0	6,7
DPS	1,68	3,54	4,70	2,63	4,92
DYield	4,2%	8,9%	11,8%	6,6%	12,4%
<b>Zmiana prognoz</b>			<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
Przychody			-21,0%	+14,6%	+0,0%
MBNS			+0,1 p.p.	+0,1 p.p.	+0,0 p.p.
EBIT			-24,1%	+17,3%	-0,0%
<b>Zysk netto</b>			<b>-23,8%</b>	<b>+18,4%</b>	<b>+0,1%</b>
Przekazane lokale			-19,1%	+14,6%	0,0%

#### Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>CF operacyjny</b>	<b>198</b>	<b>38</b>	<b>47</b>	<b>197</b>	<b>168</b>
Amortyzacja	1	1	2	2	2
Kapitał obrotowy	-13	-194	-42	-31	-76
<b>CF inwestycyjny</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>12</b>	<b>4</b>	<b>4</b>
CAPEX	-1	-1	-1	-2	-2
<b>CF finansowy</b>	<b>-121</b>	<b>-113</b>	<b>-9</b>	<b>-170</b>	<b>-210</b>
Dywidenda	-65	-137	-183	-102	-191

#### Analiza porównawcza

	P/BV			P/E		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	0,72	0,71	0,63	5,0	7,6	5,0
Maksimum	2,19	2,16	2,12	9,4	18,0	8,2
Mediana	0,99	0,89	0,84	7,0	8,7	7,6
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

#### Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	2 547
Skor. Dług netto	516
Inne korekty	-1
<b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b>	<b>52,50</b>

#### Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	26,97
DYield-porównawcza	17%	38,45
<b>DCF</b>	<b>50%</b>	<b>52,50</b>
koszt kapitału 9M		6,3%
<b>cena docelowa za 9M</b>		<b>44,28</b>

## Dom Development trzymaj (bez zmian)

Aleksandra Szklarczyk +48 22 438 24 04 [aleksandra.szklarczyk@mbank.pl](mailto:aleksandra.szklarczyk@mbank.pl)

Liczba mieszkań rozliczonych przez Dom Development w wynikach 2019 r. (prawie 3,5 tys., -4% r/r) była bliska ostatniemu guidance'owi Zarządu (nieco ponad 3,5 tys.). Z tego około 1,0 tys. mieszkań przekazano w samym 4Q, o 38% mniej względem rekordowej bazy rok wcześniej. Nie widzimy zatem zagrożeń dla realizacji całorocznych prognoz finansowych za 2019 r. (ZN >250 mln PLN). W ostatnich kwartałach Spółka potrafiła pozytywnie zaskoczyć lepszą od oczekiwań rentownością, czemu sprzyjał wzrost cen mieszkań. Perspektywy na lata 2020-2021 dalej pozostają korzystne. Mimo ograniczonej oferty na kluczowym rynku w Warszawie (oferta -25% r/r na koniec 3Q), Spółka z powodzeniem kompensuje to rozwojem biznesu w Trójmieście (oferta +31%) i Wrocławiu (+50%), co pozwala utrzymać stabilne wolumeny sprzedaży (+2% r/r w '19). W planach Spółki jest częściowa odbudowa oferty w Warszawie, a rozbudowany bank ziemi w Trójmieście daje podstawy do dalszego zwiększenia tam skali działalności. Biorąc pod uwagę dobrą sprzedaż (3,661 lokali w 2019, 5% powyżej poziomu przekazania oraz stabilne warunki na rynku mieszkaniowym w 2020 r.) oczekujemy wzrostu ZN'20-21 do odpowiednio około 270 i 290 mln PLN, przy utrzymaniu porównywalnego poziomu zagregowanych przekazania w '20-21 jak w '18-19, choć przy nieco innej strukturze (WRO, TRI: ^, WWA: ↓). 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. Tym samym nie zmieniamy naszej rekomendacji dla Spółki trzymaj.

### 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
<b>SG&amp;A/przychody</b>	<b>9,9%</b>	<b>9,8%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,1%</b>
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
<b>Dług netto/kap. włas.</b>	<b>6%</b>	<b>7%</b>	<b>13%</b>	<b>29%</b>	<b>40%</b>
Zapasy	1 989	2 114	2 370	2 472	2 621
<b>Zapasy/przychody</b>	<b>142%</b>	<b>128%</b>	<b>140%</b>	<b>142%</b>	<b>138%</b>
Zaliczki	568	625	707	685	705
<b>Zaliczki/zapasy</b>	<b>29%</b>	<b>30%</b>	<b>30%</b>	<b>28%</b>	<b>27%</b>
Kapitał własny	1 002	1 046	1 077	1 096	1 112
<b>ROE</b>	<b>20,5%</b>	<b>22,7%</b>	<b>24,1%</b>	<b>25,2%</b>	<b>26,2%</b>

### 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%

Cena bieżąca

96,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

88,92 PLN

-7,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	88,92 PLN	2019-12-05

### Podstawowe dane

	DOM PW	Zmiana 1M	Zmiana YTD	DOM PW vs. WIG
Ticker	DOM PW	Zmiana 1M	Zmiana YTD	-2,0% -0,3%
ISIN	PLDMDVL00012			+1,5% +1,9%
Liczba akcji (mln)	25,1	Średni obrót 1M		0,4 mln PLN
MC (mln PLN)	2 406,6	Średni obrót 6M		0,3 mln PLN
EV (mln PLN)	2 549,4	EV/EBITDA 12M fwd		7,5 -12,3%
Free float	25,2%	EV/EBITDA 5Y avg		8,6 dyskonto

### Prognozy Biura 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
<b>Zysk netto</b>	<b>191</b>	<b>227</b>	<b>252</b>	<b>271</b>	<b>287</b>
P/E	12,5	10,6	9,5	8,9	8,4
P/BV	2,4	2,3	2,2	2,2	2,2
EV/EBITDA	10,1	8,5	7,8	7,8	7,6
DPS	5,05	7,60	9,05	10,06	10,81
DYield	5,3%	7,9%	9,4%	10,5%	11,3%
<b>Zmiana prognoz</b>			<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
MBNS			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
<b>Zysk netto</b>			<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
Przekazane lokale			0,0%	0,0%	0,0%

### Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>CF operacyjny</b>	<b>198</b>	<b>233</b>	<b>166</b>	<b>89</b>	<b>162</b>
Amortyzacja	7	10	15	15	15
Kapitał obrotowy	-9	-1	-95	-181	-144
<b>CF inwestycyjny</b>	<b>-213</b>	<b>-43</b>	<b>-17</b>	<b>-16</b>	<b>-11</b>
CAPEX	-8	-11	-13	-11	-11
<b>CF finansowy</b>	<b>-120</b>	<b>-187</b>	<b>-169</b>	<b>-149</b>	<b>-175</b>
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%

### 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
<b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b>	<b>98,67</b>

### Wycena

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

## Handel AmRest trzymaj (bez zmian)

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

W styczniu AmRest opublikował wstępne dane sprzedażowe za 4Q'19, który były 2% powyżej naszych prognoz zaprezentowanych w prognozie kwartalnej. Spółka odnotowała wzrost sprzedaży na restaurację r/r w najważniejszych segmentach jak CEE oraz Zachodnia Europa. Wyniki sprzedaży na rynku rosyjskim były wspierane przez efekt niskiej bazy. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, EBITDA powinna zwiększyć się do 92 mln EUR w 4Q'19 (uwzględniając 31 mln EUR rozpoznane na sprzedaży pizzaportal.pl) vs. 49 mln EUR w 4Q'18. Dodatkowo wyniki spółki mogą zostać wsparte przez przeszacowanie wartości 7,5% udziału AmRest w Glovo. W naszych szacunkach uwzględniamy -12 mln z tytułu aktualizacji wartości restauracji w 4Q'19 (wyższy poziom niż w poprzednich kwartałach; prawdopodobnie spisanie części przejętych restauracji w Europie Zachodniej). Zgodnie z naszymi szacunkami oczekujemy wzrostu oczyszczonej EBITDA o 24% r/r w 2020 roku. W kolejnych kwartałach dynamice wyniku będzie sprzyjało koncentrowanie się na poprawie rentowności (Sushi Shop, przejęte biznesy) oraz brak rozpoznawania straty generowanej przez pizzaportal.pl. Niemniej zwracamy uwagę na wysoki poziom zadłużenia spółki oraz wycenę na poziomie 27x EV/EBIT'20 vs. 14x Alsea oraz 20x YUM! Brands. Naszym zdaniem wysoka dynamika wyników jest jedynym argumentem uzasadniającym taki poziom wyceny.

**Cena bieżąca** 49,15 PLN **potencjał zmiany**  
**Cena docelowa** 47,00 PLN **-4,4%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	47,00 PLN	2019-12-05

Podstawowe dane			EAT PW	vs. WIG
Ticker	EAT PW	Zmiana 1M	+13,0%	+14,7%
ISIN	ES0105375002	Zmiana YTD	+13,5%	+13,9%
Liczba akcji (mln)	219,6	Średni obrót 1M		5,0 mln PLN
MC (mln PLN)	10 791,1	Średni obrót 6M		9,6 mln PLN
EV (mln PLN)	13 460,1	EV/EBITDA 12M fwd	12,0	+8,0%
Free float	31,1%	EV/EBITDA 5Y avg	11,1	premia

### Prognozy Biura 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	58,8	58,7	39,8	38,4	32,1
P/BV	8,0	6,0	5,3	4,6	4,1
EV/EBITDA	22,0	20,3	13,0	12,1	10,4
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%
Sprzedaż/rest.			0,0%	0,0%	0,0%
marża EBITDA oczyszczona			0 p.p.	0 p.p.	0 p.p.
Liczba rest.			0,0%	0,0%	0,0%

### Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln 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
<b>Przepływy oper.</b>	<b>150</b>	<b>164</b>	<b>213</b>	<b>227</b>	<b>262</b>
Amortyzacja	78	92	111	127	148
Amortyzacja (MSSF 16)	0	0	143	161	181
Kapitał obrotowy	-22	-7	3	20	20
<b>Przepływy inw.</b>	<b>-230</b>	<b>-421</b>	<b>-262</b>	<b>-256</b>	<b>-236</b>
CAPEX	-217	-398	-255	-256	-236
<b>Przepływy fin.</b>	<b>139</b>	<b>242</b>	<b>-120</b>	<b>-101</b>	<b>-181</b>
Wpływy/spłaty pożyczek	436	283	61	60	0
FCF	-117	-266	-49	-6	51
CFO/EBITDA	101%	94%	85%	86%	86%

### 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%

### 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%

### Podsumowanie DCF

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

### Wycena

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

## CCC kupuj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Na początku stycznia spółka opublikowała wstępne wyniki za 4Q'19, które były poniżej naszych oczekiwań oraz oczekiwań rynkowych. Głównym powodem gorszych wyników była niska sprzedaż wygenerowana w segmencie stacjonarnym, co może być tłumaczone niesprzyjającymi warunkami pogodowymi (wyższe średnie temperatury r/r w każdym z miesięcy 4Q'19) oraz nadal nieoptymalną strukturą oferty. Pod koniec stycznia spółka opublikowała strategię na lata 2020-22 (GO.22), w której zakłada istotną poprawę rentowności EBIT/zysku netto do 2022 roku. Głównymi czynnikami wpływającymi na poprawę rentowności powinny być: (1) wykorzystanie wdrożonych rozwiązań IT, (2) poprawa jakości kolekcji, (3) promowanie marek własnych oraz (4) rozwój e-commerce. Podczas prezentacji strategii zarząd spółki zaprzeczył spekulacjom rynkowym dotyczącym potencjalnej emisji akcji oraz ryzyka złamania kowenantów na koniec 1Q'20 (zarząd zakłada maksymalny poziom 3,2-3,3x). Oczekujemy wzrostu wyników r/r w 1Q'20 wynikającego z (1) znacznie lepszego przygotowania do sprzedaży kolekcji wiosną lato (poprawa zatowarowania sklepów oraz działająca system RMS) oraz (2) niższej bazy kosztowej wynikającej z dyscypliny kosztowej w segmencie stacjonarnym CCC oraz optymalizacji kosztów w przejętych biznesach. Naszym zdaniem największym zaskoczeniem dla pozytywnego scenariusza wynikowego w 1Q'20 mogą być warunki pogodowe (potencjalne załamanie pogody w lutym/marcu). Biorąc pod uwagę założenia ścieżki wzrostu rentowności spółki ze strategii, oczekujemy podniesienia konsensusu rynkowego dotyczącego marży EBIT z obecnych 4,5% do 5%, co implikowałoby podniesienie oczekiwań na wynik EBIT '20 o ponad 10%.

### Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Sprzedaż (stacjoname)	3 332	3 748	4 567	5 257	5 718
EBITDA (stacjoname)	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%
<b>Przepływy oper.</b>	<b>78</b>	<b>996</b>	<b>1 027</b>	<b>1 010</b>	<b>1 195</b>
Amortyzacja	93	602	729	822	877
Kapitał obrotowy	-383	244	151	-152	-117
<b>Przepływy inw.</b>	<b>-222</b>	<b>-621</b>	<b>-717</b>	<b>-246</b>	<b>-228</b>
CAPEX	245	439	486	246	228
<b>Przepływy fin.</b>	<b>515</b>	<b>-515</b>	<b>-276</b>	<b>-669</b>	<b>-1 115</b>
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

### 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%

<b>Cena bieżąca</b>	99,05 PLN	<b>potencjał zmiany</b>
<b>Cena docelowa</b>	157,00 PLN	<b>+58,5%</b>

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
<b>aktualna</b>	<b>kupuj</b>	<b>157,00 PLN</b>	<b>2019-12-05</b>

Podstawowe dane	CCC PW	Zmiana 1M	CCC PW vs. WIG
Ticker	CCC PW	Zmiana 1M	-13,1%
ISIN	PLCCC0000016	Zmiana YTD	-10,0%
Liczba akcji (mln)	41,1	Średni obrót 1M	25,0 mln PLN
MC (mln PLN)	4 073,6	Średni obrót 6M	18,3 mln PLN
EV (mln PLN)	5 122,1	EV/EBITDA 12M fwd	6,1
Free float	59,4%	EV/EBITDA 5Y avg	14,2

### Prognozy Biura 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.	11,7	30,6	93,3	20,8	13,8
P/BV	3,5	3,5	3,6	3,3	2,8
EV/EBITDA skor.	9,4	9,2	13,9	8,5	6,9
DPS	2,47	2,30	0,48	2,00	2,00
DYield	2,5%	2,3%	0,5%	2,0%	2,0%
<b>Zmiana prognoz</b>		<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	
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%	

### 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%

### Podsumowanie DCF

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

### Wycena

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

## Dino redukuje (obniżona)

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

Spółka zakończyła 2019 rok z siecią liczącą 1218 sklepów (+24,7% r/r), co było zgodne z naszymi oczekiwaniami i oczekiwaniami rynkowymi. Gros nowych otwarć zostało dostarczonych w 4Q'19 (105 sklepów w 4Q'19 vs. 82 sklepy w 4Q'18). Kurs Dino wzrósł od początku roku o około 16% dyskontując dalszy dynamiczny rozwój biznesu. Niemniej zwracamy uwagę na oczekiwane obniżenie rentowności EBITDA o 0,3p.p. r/r do 10,3% w 4Q'19 (efekt wysokiej bazy). Uważamy, że marża EBITDA może być pod presją również w 1Q'20 ze względu na wysoką bazę na marży brutto na sprzedaży, presję na rentowność ze strony cen mięsa wieprzowego oraz istotny wzrost kosztów wynagrodzeń r/r. Dino jest obecnie wycenione na wskaźniku EV/EBITDA 12M blended forward na poziomie powyżej 1 odchylenia standardowego od średniej wskaźnika (liczonej od maja 2017), co jest jednym z wyższych odczytów tego wskaźnika. Nieznacznie zmieniamy nasze prognozy na 2019 rok oraz aktualizujemy wycenę porównawczą. Biorąc pod uwagę potencjalne pogorszenie rentowności w 1Q'20, uważamy że wycena na tak wysokim poziomie jest nieuzasadniona i zmieniamy nasze zalecenia inwestycyjne z akumuluj do redukuje.

**Cena bieżąca** 164,70 PLN **potencjał zmiany**  
**Cena docelowa** 149,70 PLN **-9,1%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
<b>nowa</b>	<b>redukuje</b>	<b>149,70 PLN</b>	<b>2020-02-05</b>
poprzednia	akumuluj	148,60 PLN	2019-11-25
<b>Podstawowe dane</b>			
Ticker	DNP PW	Zmiana 1M	+16,1% +17,8%
ISIN	PLDINPL00011	Zmiana YTD	+14,4% +14,8%
Liczba akcji (mln)	98,0	Średni obrót 1M	25,5 mln PLN
MC (mln PLN)	16 147,2	Średni obrót 6M	26,1 mln PLN
EV (mln PLN)	16 786,5	EV/EBITDA 12M fwd	17,8 +10,9%
Free float	48,9%	EV/EBITDA 5Y avg	16,1 premia

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	4 463	5 839	7 632	9 923	12 611
EBITDA	389	541	714	939	1 205
marża EBITDA	8,7%	9,3%	9,4%	9,5%	9,6%
EBIT	303	429	561	739	947
Zysk netto	214	308	404	547	728
P/E	75,6	52,5	40,0	29,5	22,2
P/BV	17,9	13,3	10,0	7,4	5,6
EV/EBITDA	42,7	30,9	23,5	17,8	13,7
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Zmiana prognoz</b>			<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
EBITDA			-0,4%	0,0%	0,0%
Zysk netto			-0,8%	0,0%	0,0%
Liczba sklepów			0,0%	0,0%	0,0%
sprzedaż/mkw/			+0,1%	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
<b>Przepływy oper.</b>	<b>497</b>	<b>643</b>	<b>826</b>	<b>1 106</b>	<b>1 386</b>
Amortyzacja	86	112	153	201	258
Kapitał obrotowy	131	125	215	286	343
<b>Przepływy inw.</b>	<b>-402</b>	<b>-634</b>	<b>-918</b>	<b>-956</b>	<b>-1 137</b>
CAPEX	-411	-636	-919	-956	-1 137
<b>Przepływy fin.</b>	<b>41</b>	<b>82</b>	<b>184</b>	<b>-266</b>	<b>-253</b>
Wpływy/spłaty pożyczek	31	174	117	-200	-203
FCF	50	-55	-94	130	231
FCF/EBITDA	13%	-10%	-13%	14%	19%
CFO/EBITDA	128%	119%	116%	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	-50,4	-53,3	-55,5
Narzut SG&A	16,6%	16,9%	17,0%	17,7%	17,9%
Dług netto (mln PLN)	485	565	639	554	356
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	-0,7	-1,0	-0,9	9,6	11,4	10,6	4,8	6,2	5,9
Maksimum	2,8	2,4	2,1	31,2	24,6	22,0	12,1	10,6	9,4
Mediana	1,2	1,1	1,0	18,3	15,2	13,7	10,0	8,0	7,6
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.	1 498	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	7 632	9 923	12 611	15 112	17 741	20 343	22 692	24 970	27 178	29 321	29 321
EBITDA	704	929	1 195	1 437	1 695	1 919	2 139	2 346	2 551	2 738	2 748
marża EBITDA	9,2%	9,4%	9,5%	9,5%	9,6%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,3%	9,4%
EBIT	561	739	947	1 123	1 328	1 502	1 674	1 842	2 004	2 161	2 161
Podatek	104	140	180	213	252	285	318	350	381	411	1 892
CAPEX	-919	-956	-1 137	-1 121	-1 127	-1 179	-1 056	-1 138	-1 158	-587	-587
Kapitał obrotowy	215	286	343	327	352	308	261	268	260	-345	-345
FCF	-94	130	231	439	678	773	1 036	1 137	1 281	1 405	1 440
PV FCF	-86	111	183	322	460	484	599	607	631	638	654
WACC	8,4%	8,4%	7,6%	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
<b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b>	<b>146,94</b>

### Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	125,60
DCF	50%	146,94
Cena wynikowa		140,54
Koszt kapitału 9M		6,5%
<b>Cena docelowa za 9M</b>		<b>149,70</b>



## Eurocash trzymaj (podwyższona)

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

W styczniu 2019 kurs Eurocash spadł o 11,4% realizując całkowicie naszą rekomendację. Naszym zdaniem na spadek kursu mogły wpłynąć oczekiwania inwestorów dotyczące rewizji strategicznego celu otwarć w sieci Delikatesy Centrum (w strategii spółka zakomunikowała otwarcie 900 sklepów do końca 2023 roku). Dodatkowo obawy inwestorów dotyczące perspektyw wzrostu wyników spółki zostały podsycone przez plany sieci Biedronka dotyczące pozyskiwania partnerów do prowadzenia pomniejszonego formatu sklepów w mniejszych miejscowościach (potencjalne ryzyko utraty klientów przez Eurocash oraz ryzyko dotyczące zakładanej ekspansji sieci Delikatesy Centrum). Dodatkowo pod koniec grudnia spółka poinformowała o zakupie pozostałych 55,6% udziału we Frisco.pl za 130 mln PLN, co implikuje wysoki poziom wskaźnika EV/sales'19 (1,8x; szacujemy, że Frisco.pl nie wygenerowało zysku w 2019 roku). W 4Q'19 oczekujemy wzrostu wyniku spółki o 9% r/r do 118 mln PLN, co powinno być przede wszystkim napędzane przez poprawę rentowności w segmencie detalicznym. Jednocześnie zwracamy uwagę na potencjalne spowolnienie w poprawy lfl w C&C oraz w sieci Delikatesy Centrum wynikające z efektu bazy. Po spadku ceny akcji, podwyższamy naszą rekomendację z redukuj do trzymaj.

<b>Cena bieżąca</b>	19,94 PLN	<b>potencjał zmiany</b>
<b>Cena docelowa</b>	19,80 PLN	<b>-0,7%</b>

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
<b>nowa</b>	<b>trzymaj</b>	<b>19,80 PLN</b>	<b>2020-02-05</b>
poprzednia	redukuj	19,80 PLN	2019-11-25
<b>Podstawowe dane</b>			
			<b>EUR PW vs. WIG</b>
Ticker	EUR PW	Zmiana 1M	-6,4% -4,7%
ISIN	PLEURCH00011	Zmiana YTD	-8,7% -8,3%
Liczba akcji (mln)	139,2	Średni obrót 1M	4,2 mln PLN
MC (mln PLN)	2 774,9	Średni obrót 6M	5,6 mln PLN
EV (mln PLN)	3 277,5	EV/EBITDA 12M fwd	8,0 -19,8%
Free float	53,0%	EV/EBITDA 5Y avg	10,0 dyskonto

### Prognozy Biura 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.	32,7	41,5	33,5	26,3	20,4
P/BV	2,7	2,7	3,0	3,0	3,1
EV/EBITDA skor.	8,2	9,3	8,6	8,1	7,7
DPS	0,80	0,76	1,03	0,60	0,76
DYield	4,0%	3,8%	5,2%	3,0%	3,8%
<b>Zmiana prognoz</b>			<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
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
<b>Przepływy oper.</b>	<b>494</b>	<b>582</b>	<b>745</b>	<b>763</b>	<b>780</b>
D&A	183	204	214	217	222
D&A (leasing)			323	327	321
Kapitał obrotowy	247	196	95	28	42
<b>Przepływy inw.</b>	<b>-336</b>	<b>-462</b>	<b>-272</b>	<b>-196</b>	<b>-215</b>
CAPEX	-307	-445	-241	-196	-215
<b>Przepływy fin.</b>	<b>-117</b>	<b>-126</b>	<b>-563</b>	<b>-532</b>	<b>-622</b>
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%

### 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%

### 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%

### Podsumowanie DCF

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

### Wycena

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

## Jeronimo Martins trzymaj (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Na początku stycznia spółka podała dobre wstępne dane sprzedażowe za 4Q'19. Sieć Biedronka utrzymała wysokie tempo poprawy sprzedaży porównywalnej (+7,7% w 4Q'19) a zrewidowana polityka cenowa oraz zmodyfikowana polityka, marketingowa w sieci Ara pozwoliły na poprawę sprzedaży porównywalnej o 27,9% w 4Q'19 (vs. 17,6% w 2019 roku). W 4Q'19 oczekujemy wzrostu wyniku EBITDA o 16% r/r napędzanego dobrymi wynikami sieci Biedronka oraz poprawą wyniku r/r w sieciach Ara i Hebe. W 2020 roku presja kosztowa w sieci Biedronka powinna zostać częściowo skompensowana przez dalsze wprowadzanie kas samoobsługowych. Dodatkowo sieć może przyspieszyć z ekspansją nowego mniejszego formatu sklepu Biedronka we współpracy z zewnętrznymi partnerami. W Jeronimo Martins wyniki w 2020 roku powinny być wspierane przez poprawę rezultatów w sieciach Hebe i Ara. Z drugiej strony widzimy ryzyko związane z utrzymaniem wysokiego poziomu sprzedaży porównywalnej w sieci Biedronka od 2Q'19 (negatywny efekt bazy). Obecne, wysokie tempo wzrostu lfi oraz poprawy wyników r/r może częściowo uzasadniać wycenę spółki na poziomie 14,4x EV/EBIT'20. Biorąc pod poprawę wyniku w sieciach Biedronka, Ara i Hebe, nieznacznie podwyższamy nasze prognozy.

### Wyniki i przepływy operacyjne (bez MSSF 16)

(mln EUR)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA Biedronka	808	850	918	988	1 035
EBITDA Pingo Doce	187	188	194	199	198
EBITDA Recheio	50	53	54	57	59
EBITDA Pozostałe	-85	-80	-57	-22	6
CCC w dniach	-71	-67	-65	-65	-65
<b>Przepływy oper.</b>	<b>909</b>	<b>849</b>	<b>1 280</b>	<b>1 524</b>	<b>1 575</b>
Amortyzacja	345	372	402	435	465
Kapitał obrotowy			300	320	338
<b>Przepływy inw.</b>	<b>292</b>	<b>-43</b>	<b>115</b>	<b>204</b>	<b>172</b>
CAPEX	-658	-700	-725	-732	-739
<b>Przepływy fin.</b>	<b>-229</b>	<b>-273</b>	<b>-549</b>	<b>-685</b>	<b>-725</b>
Dywidenda/buyback	435	401	214	199	214
FCF	397	62	279	467	492
FCF/EBITDA	43%	6%	27%	40%	39%
CFO/EBITDA	99%	88%	122%	130%	126%

### Model DCF (bez MSSF 16)

(mln EUR)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Biedronka (sklepy)	3 002	3 103	3 183	3 243	3 283	3 323	3 363	3 403	3 443	3 483	3 443
Pingo Doce (sklepy)	441	441	441	441	441	441	441	441	441	441	441
Ara (sklepy)	616	876	1 036	1 196	1 356	1 476	1 556	1 596	1 636	1 676	1 636
Przychody	18 639	20 199	21 481	22 447	23 226	23 930	24 562	25 124	25 665	26 215	26 609
EBITDA	1 045	1 172	1 248	1 333	1 407	1 480	1 518	1 554	1 590	1 627	1 729
marża EBITDA	5,6%	5,8%	5,8%	5,9%	6,1%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,5%
EBIT	643	737	783	844	903	969	1 006	1 043	1 083	1 121	1 169
Podatek	156	177	188	203	217	233	241	250	260	269	281
CAPEX	-725	-732	-739	-665	-599	-539	-512	-486	-462	-507	-507
Kapitał obrotowy	115	204	172	129	104	94	85	75	72	74	72
FCF	279	467	492	595	695	802	849	892	941	926	955
PV FCF	264	409	398	444	479	511	499	484	472	428	442
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%

**Cena bieżąca**

15,78 EUR

**potencjał zmiany**
**Cena docelowa**

16,30 EUR

**+3,3%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
<b>nowa</b>	<b>trzymaj</b>	<b>16,30 EUR</b>	<b>2020-02-05</b>
poprzednia	trzymaj	14,30 EUR	2019-10-07
<b>Podstawowe dane</b>			<b>JMT PL vs. WIG</b>
Ticker	JMT PL	Zmiana 1M	+7,1% +8,8%
ISIN	PTJMT0AE0001	Zmiana YTD	+7,6% +8,0%
Liczba akcji (mln)	629,3	Średni obrót 1M	14,9 mln EUR
MC (mln EUR)	9 927,1	Średni obrót 6M	12,5 mln EUR
EV (mln EUR)	10 259,7	EV/EBITDA 12M fwd	8,5 -10,1%
Free float	43,8%	EV/EBITDA 5Y avg	9,5 dyskonto

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln EUR)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	16 276	17 336	18 639	20 199	21 481
EBITDA skor.	922	960	1 045	1 172	1 248
marża EBITDA	5,7%	5,5%	5,6%	5,8%	5,8%
EBIT skor.	577	588	643	737	783
Zysk netto skor.	386	401	533	540	575
P/E skor.	25,7	24,8	18,6	18,4	17,3
P/BV	5,6	5,6	5,1	4,6	4,2
EV/EBITDA skor.	10,9	10,7	9,8	8,7	8,0
DPS	0,69	0,64	0,34	0,32	0,34
DYield	4,4%	4,0%	2,2%	2,0%	2,2%
<b>Zmiana prognoz</b>			<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
EBITDA			-1,0%	+2,2%	+3,1%
Zysk netto			+20,4%	+9,4%	+11,1%
Biedronka (s/mkw. r/r)			+1,6 p.p.	-0,4 p.p.	-0,1 p.p.
Pingo Doce (s/mkw. r/r)			-0,2 p.p.	+0,1 p.p.	+0,5 p.p.
Recheio (s/mkw. r/r)			+1,0 p.p.	+1,4 p.p.	-1,8 p.p.

### 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%	18,4%	18,4%
Biedronka (s/mkw. r/r)	9,0%	1,0%	3,5%	2,7%	0,3%
Pingo Doce (s/mkw. r/r)	0,5%	3,2%	1,9%	1,5%	1,9%
Recheio (s/mkw. r/r)	5,7%	2,8%	2,1%	0,7%	-2,5%
Dług netto*	-144	93	87	-20	-130
Dług netto/EBITDA (x)*	-0,2	0,1	0,1	0,0	-0,1

\*bez MSSF 16

### Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	13,1	11,7	10,6	8,7	7,8	7,0
Maksimum	33,4	23,4	18,3	11,3	8,6	8,2
Mediana	18,9	14,7	13,7	9,4	8,0	7,5
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

### Podsumowanie DCF

(mln EUR)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,5%
Zdyskontowana wartość FCF	10 872
Dług netto	93
Inne korekty	225
<b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b>	<b>16,77</b>

### Wycena

(EUR)	waga	cena
Porównawcza	50%	13,84
DCF	50%	16,77
cena wynikowa		15,31
koszt kapitału 9M		6,2%
<b>cena docelowa za 9M</b>		<b>16,30</b>

**LPP**  
**kupuj (podtrzymana)**

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

Na początku stycznia spółka opublikowała wstępne wyniki za 4Q'19, które były poniżej naszych oczekiwań i oczekiwań rynkowych (różnica głównie na niższej od zakładanej sprzedaży oraz pozostałej działalności operacyjnej). Na początku lutego spółka opublikowała wstępne dane za okres 4-miesięcy w związku ze zmianą roku obrotowego. Spółka zaraportowała wzrost wskaźnika zapasów/mkw. o 20% r/r na koniec 2019 roku, co wynika w głównej mierze z zatowarowania pod e-commerce, wcześniejszego zakupu kolekcji oraz przygotowania pod dynamiczny rozwój sklepów Sinsay. Pod koniec stycznia kurs spółki zareagował negatywnie w obawie przed zaburzeniem dostaw kolejnych kolekcji w związku z epidemią koronawirusa. Naszym zdaniem ryzyko to jest ograniczone w odniesieniu do kolekcji wiosennej. Pozytywnie oceniamy przyspieszenie ekspansji powierzchni sprzedażowej do 16% w latach 2019/2020, 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 kosztów najmu/mkw. oraz zwiększenie efektywności kosztowej dzięki rozwiązaniom IT). W 2020 roku spółka powinna utrzymać wysokie tempo wzrostu sprzedaży w kanale e-commerce, która zgodnie z naszymi szacunkami powinna wzrosnąć o 30% r/r do 1,36 mld PLN (12,5% udziału w ogólnej sprzedaży). Biorąc pod uwagę gorsze od oczekiwań wyniki 4Q'19, nieznacznie korygujemy nasze prognozy dla spółki. Pomimo obniżenia prognoz, pozostawiamy cenę docelową bez zmian ze względu na wzrost wyceny metodą spółek porównywalnych.

**Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne**

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Sprzedaż/mkw (Reserved)	501	513	497	503	506
Sprzedaż/mkw (Cropp)	725	723	730	750	752
Sprzedaż/mkw (House)	631	681	721	740	736
Sprzedaż/mkw (Mohito)	692	616	618	623	628
Sprzedaż/mkw (Sinsay)	682	713	744	762	732
<b>Przepływy oper.</b>	<b>893</b>	<b>1 212</b>	<b>1 438</b>	<b>1 851</b>	<b>2 243</b>
D&A	293	349	405	483	568
Dodatkowy D&A (MSSF 16)	0	0	596	695	795
<b>Kapitał obrotowy</b>	<b>101</b>	<b>125</b>	<b>28</b>	<b>-125</b>	<b>-98</b>
Przepływy inw.	-384	-704	-781	-1 124	-1 226
<b>Przepływy fin.</b>	<b>-360</b>	<b>21</b>	<b>-656</b>	<b>-163</b>	<b>-179</b>
Dywidenda/buyback	66	73	110	73	120
FCF	203	-47	141	52	248
FCF/EBITDA	23%	-4%	11%	3%	14%
CFO/EBITDA	102%	110%	77%	79%	84%

**Model DCF (bez MSSF 16)**

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Sprzedaż det/mkw.	649	681	685	686	682	675	677	680	688	694	694
SG&A/mkw.	277	282	283	285	283	280	281	280	285	287	287
Powierzchnia	1 252	1 434	1 626	1 835	2 025	2 173	2 310	2 424	2 545	2 655	2 655
Przychody	9 123	10 981	12 588	14 242	15 792	16 996	18 214	19 317	20 514	21 650	21 650
EBITDA	1 312	1 604	1 823	2 024	2 198	2 293	2 436	2 590	2 695	2 902	2 902
marża EBITDA	14,4%	14,6%	14,5%	14,2%	13,9%	13,5%	13,4%	13,4%	13,1%	13,4%	13,4%
EBIT	905	1 121	1 255	1 382	1 553	1 659	1 800	1 939	2 020	2 137	2 137
Podatek	325	303	251	276	311	332	360	388	404	427	427
CAPEX	-873	-1 124	-1 226	-714	-589	-656	-730	-809	-894	-765	-765
Kapitał obrotowy	28	-125	-98	-87	-81	-63	-64	-58	-63	-357	-357
FCF	141	52	248	947	1 217	1 241	1 282	1 335	1 334	1 353	1 387
PV FCF	130	45	194	685	811	763	726	697	642	600	
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%

**Cena bieżąca** 8 610,00 PLN **potencjał zmiany**  
**Cena docelowa** 10 100,00 PLN **+17,3%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
<b>nowa</b>	<b>kupuj</b>	<b>10 100,00 PLN</b>	<b>2020-02-05</b>
poprzednia	kupuj	10 100,00 PLN	2019-12-05
<b>Podstawowe dane</b>			<b>LPP PW vs. WIG</b>
Ticker	LPP PW	Zmiana 1M	-2,4% -0,7%
ISIN	PLLP0000011	Zmiana YTD	-2,4% -2,0%
Liczba akcji (mln)	1,9	Średni obrót 1M	14,3 mln PLN
MC (mln PLN)	15 949,4	Średni obrót 6M	17,0 mln PLN
EV (mln PLN)	15 327,7	EV/EBITDA 12M fwd	9,0 -31,4%
Free float	69,5%	EV/EBITDA 5Y avg	13,1 dyskonto

**Prognozy Biura maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)**

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	7 029	8 047	9 123	10 981	12 588
EBITDA skor.	872	1 106	1 312	1 604	1 823
marża EBITDA	12,4%	13,7%	14,4%	14,6%	14,5%
EBIT skor.	578	757	905	1 121	1 255
<b>Zysk netto skor.</b>	<b>441</b>	<b>505</b>	<b>567</b>	<b>811</b>	<b>996</b>
P/E skor.	36,2	31,6	28,1	19,7	16,0
P/BV	6,5	5,6	4,8	3,9	3,3
EV/EBITDA skor.	17,9	13,7	11,7	9,6	8,4
DPS	35,71	39,96	59,97	39,81	65,23
DYield	0,4%	0,5%	0,7%	0,5%	0,8%
<b>Zmiana prognoz</b>			<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
EBITDA			-9,1%	-3,3%	-3,5%
Zysk netto			-18,0%	-4,9%	-5,3%
Sprzedaż det/mkw.			-1,0%	+0,8%	+0,8%
SG&A/mkw.			-0,2%	+0,5%	+0,5%
Powierzchnia			0,0%	0,0%	0,0%

**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%	53,4%	52,7%	52,4%
Dług netto/EBITDA (x)*	-0,4	-0,7	-0,5	-0,4	-0,4

**Analiza porównawcza**

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	26,4	23,7	16,5	8,3	6,6	5,8
Maksimum	84,5	25,0	23,2	17,0	12,6	11,7
Mediana	27,3	24,0	22,0	12,6	11,6	11,0
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

**Podsumowanie DCF**

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdyskontowana wartość FCF	15 493
Dług netto	-753
Inne korekty	0
<b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b>	<b>8 800</b>

**Wycena**

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	10 200
DCF	50%	8 800
Cena wynikowa		9 500
Koszt kapitału 9M		6,4%
<b>Cena docelowa za 9M</b>	<b>10 100</b>	

## VRG kupuj (podwyższona)

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

VRG zaraportowało niską dynamikę wzrostu sprzedaży r/r w grudniu głównie ze względu na segment jubilerski (negatywny efekt bazy). Zgodnie z naszymi szacunkami spółka powinna poprawić wynik EBITDA o 9% r/r do 50 mln PLN w 4Q'19. Naszym zdaniem wyzwaniem dla spółki w kolejnych miesiącach będzie poprawa efektywności sprzedaży w segmencie odzieżowym oraz utrzymanie wzrostu sprzedaży porównywalnej w segmencie jubilerskim (pomimo efektu bazy). Pod koniec 2019 roku spółka poinformowała o zakończeniu współpracy z wieloletnim członkiem zarządu oraz CFO spółki, Panem Mateuszem Żmijewskim. Widzimy ryzyko, że wraz z zakończeniem kadencji obecnego zarządu dnia 31.03.2020 rada nadzorcza może dokonać większej ilości zmian jego składzie. Mając na uwadze powyższe ryzyko oraz niską istotność 1Q dla wyników całorocznych spółki oczekujemy, że inwestorzy mogą wstrzymać się z podejmowaniem decyzji inwestycyjnych do momentu wyjaśnienia sytuacji. Oczekujemy, że dalsza poprawa wyników organicznego biznesu oraz pozytywne efekty synergii powinny pozwolić spółce na utrzymanie dwucyfrowego tempa wzrostu EBITDA r/r w 2020 roku. Biorąc pod uwagę spadek kursu spółki od wydania ostatniej rekomendacji, podwyższamy naszą rekomendację z akumuluj do kupuj.

**Cena bieżąca** 3,93 PLN **potencjał zmiany**  
**Cena docelowa** 4,50 PLN **+14,6%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
<b>nowa</b>	<b>kupuj</b>	<b>4,50 PLN</b>	<b>2020-02-05</b>
poprzednia	akumuluj	4,50 PLN	2019-12-02
Podstawowe dane		VRG PW	vs. WIG
Ticker	VRG PW	Zmiana 1M	+0,6% +2,3%
ISIN	PLVSTLA00011	Zmiana YTD	-2,8% -2,5%
Liczba akcji (mln)	234,5	Średni obrót 1M	0,7 mln PLN
MC (mln PLN)	920,2	Średni obrót 6M	0,6 mln PLN
EV (mln PLN)	979,0	EV/EBITDA 12M fwd	5,6 -35,0%
Free float	40,5%	EV/EBITDA 5Y avg	8,5 dyskonto

### Prognozy Biura 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	15,8	17,2	15,1	12,6	11,3
P/BV	1,3	1,1	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA skor.	10,0	11,0	9,0	8,0	7,1
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
MBNS		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	
Sprzedaż det/mkw.		0,0%	0,0%	0,0%	
SG&A/mkw.		0,0%	0,0%	0,0%	

### Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Segment odzieżowy (S)	420	483	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%
<b>Przepływy oper.</b>	<b>21</b>	<b>54</b>	<b>103</b>	<b>120</b>	<b>166</b>
D&A	16	17	23	23	24
Dodatkowy D&A (MSSF 16)			88	95	99
Kapitał obrotowy	-27	-21	-60	-66	-32
<b>Przepływy inw.</b>	<b>-15</b>	<b>-19</b>	<b>-18</b>	<b>-25</b>	<b>-25</b>
<b>Przepływy fin.</b>	<b>-5</b>	<b>-18</b>	<b>-41</b>	<b>-107</b>	<b>-111</b>
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%

### 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%

### Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Sprz./mkw. (odzieżowy)	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. (odzieżowy)	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%

### Podsumowanie DCF

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

### Wycena

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

#### 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 Biura maklerskiego mBanku:

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

**KUPIJ** – 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 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](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 Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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

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

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

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

Sporządzanie nowych rekomendacji zakończyło się 5 lutego 2020 o godzinie 8:30. Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 5 lutego 2020 o godzinie 8:30.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, 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, Cognor, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Globalworth Poland, GPW, Groclin, Helio SA, i2 Development, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kruk, LW Bogdanka, Mangata, MCI Capital, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA I Dom Maklerski, Oponeo.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pfeiderer Group, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Prime Car Management, Primetech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawiplug, 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, NWA I Dom Maklerski, Orbis, Pfeiderer Group, Prime Car Management, Primetech.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Biura 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 Biura 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](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 Biurze 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 Biura 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 wiążącą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

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

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

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

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

**Grupy porównawcze wykorzystywane w wycenie poszczególnych spółek**

<b>11 bit studios</b>	Activision, Blizzard, CAPCOM, Take Two Interactive, Ubisoft Entertainment, Electronic Arts, Paradox Interactive
<b>Agora</b>	Axel Springer, Cinemark Holdings, Cineworld, Daily Mail&General, IMAX Corp, JC Decaux, Lagardere, Sanoma, Schibsted, Stroer Media,
<b>AmRest</b>	Alsea, Autogrill, Chipotle Mexican, Collins Foods, Jack In The Box, McDonalds, Mitchells & Butlers, Panera Bread, Starbucks, Texas Roadhouse, Wendy's, Yum! Brands
<b>Asseco Poland</b>	Atos, CAP Gemini, Comarch, Computacenter, Fiserv, Indra Sistemas, Oracle, Sage Group, SAP, Software AG
<b>Atal, Dom Development</b>	Archicom, Atal, Develia, Dom Development, Lokum Deweloper, Echo Investment
<b>CCC</b>	Adidas, Asos, Boohoo.com, Caleries, Crocs, Foot Locker, Geox, Nike, Steven Madden, Tod's, Voox Net-a-Porter, Zalando
<b>CD Projekt</b>	Activision, Blizzard, CAPCOM, Take Two Interactive, Ubisoft Entertainment, Electronic Arts
<b>CEZ, Enea, Energa, PGE, Tauron</b>	CEZ, EDF, EDP, Endesa, Enea, Enel, Energa, EON, Innogy, PGE, RWE, Tauron
<b>Ciech</b>	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
<b>Cognor</b>	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
<b>Comarch</b>	Asseco Poland, Atos, CAP Gemini, Computacenter, Fiserv INC, Indra Sistemas, Oracle Corp, Sage Group, SAP, Software AG, Tieto
<b>Cyfrowy Polsat</b>	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
<b>Dino</b>	Carrefour, Dixy Group, Eurocash, Jeronimo Martins, Magnit, Metro, O'Key Group, Tesco, X5
<b>Eurocash</b>	Carrefour, Dixy Group, Jeronimo Martins, Magnit, Metro, O'Key Group, Tesco, X5
<b>Famur</b>	Epiroc, Caterpillar, Duro Felguera, Komatsu, Sandvik
<b>Grupa Azoty</b>	Acron, Agrium, CF Industries, Israel Chemicals, K+S, Mosaic, Phosagro, Potash, Yara
<b>Jeronimo Martins</b>	Carrefour, Eurocash, Magnit, Tesco, X5
<b>JSW</b>	Alliance Resource Partners, Peabody Energy, Arch Coal, Semirara Mining and Power, Bukin Asam, Henan Shenhua, Shanxi Xishan Coal & Elec, Yanzhou Coal Mining, Banpu Public, LW Bogdanka, Shaanxi Heima, China Coal, Shougang Fushan Resources, Cokal, Teck Resources, Walter Energy, Stanmore Coal, Terracom, Cloud Peak Energy, Natural Resource Partners, Rio Tinto, BHP Billiton, Warrior Met Coal
<b>Kernel</b>	Astarta, Andersnons, ADM, Avangard, Bunge, China Agri Industries, Felda Global, Golden Agri Resources, GrainCorp, IMC, MHP, Milkiland, Nisshin Oillio Group, Ovostar, Wilmar
<b>Kęty</b>	Alcoa, Amag, Amcor, Bemis, Century Aluminium, China Hongoiao, Constelium, Impexmetal, Kaiser Aluminium, Mercor, Midas Holdings, Nippon Light Metal, Norsk Hydro, UACJ, United CO Rusal
<b>KGHM</b>	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
<b>Kruk</b>	Arrow Global, Collection House, Credit Corp, Encore Capital, Intrum, PRA Group
<b>Lotos, MOL</b>	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
<b>LPP</b>	CCC, Gerry Weber, H&M, Hugo Boss, IC Companys, Inditex, Kappahl, Marks & Spencer, Next, Tom Tailor
<b>Netia</b>	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
<b>Orange Polska</b>	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
<b>PGNiG</b>	AZA, 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
<b>PKN Orlen</b>	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
<b>PKP Cargo</b>	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
<b>Play</b>	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
<b>Skarbiec Holding</b>	Affiliated Managers, AllianceBernstein, Ashmore Group, Blackrock, Brewin Dolphin, Eaton Vance Mgmt, Franklin Resources, GAM Holding, Invesco, Investec, Janus Henderson, Jupiter AM, Legg Mason, Liontrust AM, Och-Ziff Capital Mgmt., Schroders, Standard Life, T Rowe Price
<b>Stelmet</b>	AFG Arbonia, Canfor, Century Plyboards, Deceuninck, Duratex, Forte, Greenply Industries, Interfor, Inwido, Louisiana Pacific, Nobia, Pflaiderer, Rayonier, Uzin UTZ, Vanachai Group, Vilmorin, West Fraser
<b>Wirtualna Polska</b>	eBay, Facebook, Google, Mail.ru, Sina, Yahoo Japan, Yandex
<b>VRG</b>	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	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-02-05	2019-12-05	2019-11-06	2019-05-20
cena docelowa (PLN)	439,00	454,00	483,00	518,00
kurs z dnia rekomendacji	440,00	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
data wydania	2019-10-31	2019-06-28
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	7,16	8,40

**Alior Bank**

rekomendacja	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-11-06	2019-07-03	2019-06-03
cena docelowa (PLN)	31,00	72,30	77,00
kurs z dnia rekomendacji	29,34	51,10	52,80

**Alumetal**

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	niedoważaj	niedoważaj	równoważ	równoważ
data wydania	2020-01-30	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	42,80	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
data wydania	2019-12-05	2019-11-06	2019-10-07	2019-04-02	2019-03-05
cena docelowa (PLN)	47,00	48,00	48,00	48,00	46,00
kurs z dnia rekomendacji	46,35	47,20	44,05	41,20	41,40

**Apator**

rekomendacja	równoważ	równoważ	niedoważaj	równoważ	równoważ	przeważaj	przeważaj
data wydania	2020-01-30	2019-12-05	2019-10-18	2019-09-20	2019-04-29	2019-03-05	2019-02-27
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	20,70	21,10	22,00	22,60	25,80	26,50	25,80

**Asseco BS**

rekomendacja	przeważaj	równoważ	równoważ	przeważaj
data wydania	2020-01-30	2019-12-05	2019-03-29	2019-02-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	32,60	27,60	29,50	26,60

**Asseco Poland**

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

**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	przeważaj
data wydania	2020-01-30	2019-12-05	2019-10-30	2019-09-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	15,90	15,90	16,85	23,00

**Atal**

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2020-02-05	2019-12-05	2019-07-03	2019-06-06	2019-04-02
cena docelowa (PLN)	44,28	44,90	41,89	43,16	41,03
kurs z dnia rekomendacji	39,80	37,20	36,60	39,10	39,90

**Atende**

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

**Boryszew**

rekomendacja	niedoważaj	równoważ	równoważ	niedoważaj	niedoważaj	równoważ
data wydania	2020-01-30	2019-12-05	2019-10-30	2019-09-20	2019-07-26	2019-04-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,54	4,09	4,29	4,54	4,49	4,65

**CCC**

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

**CD Projekt**

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2020-02-05	2019-12-05	2019-11-06	2019-09-05	2019-05-09	2019-04-02	2019-02-04
cena docelowa (PLN)	284,20	281,30	276,40	272,50	237,50	221,00	217,70
kurs z dnia rekomendacji	305,00	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	trzymaj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	przeważaj	równoważ	niedoważaj
data wydania	2019-12-06	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
cena docelowa (PLN)	1,25	1,25	1,55	2,00	1,84	1,84	1,79	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,20	1,17	1,52	1,65	1,75	1,77	1,64	1,60	1,59	1,94

**Comarch**

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

**Cyfrowy Polsat**

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

**Dino**

rekomendacja	redukuje	akumuluj	trzymaj	sprzedaj	sprzedaj	redukuje	trzymaj
data wydania	2020-02-05	2019-11-25	2019-08-23	2019-08-13	2019-08-02	2019-04-02	2019-02-04
cena docelowa (PLN)	149,70	148,60	149,20	111,20	112,70	112,70	105,90
kurs z dnia rekomendacji	164,70	134,00	149,60	135,90	143,80	126,10	100,30

**Dom Development**

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

**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

**Energia**

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

**Ergis**

rekomendacja	zawieszona	równoważ	równoważ	równoważ	przeważaj	przeważaj
data wydania	2019-12-05	2019-10-30	2019-08-30	2019-05-29	2019-04-29	2019-02-27
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,84	3,20	2,48	3,00	3,00	2,75

**Erste Group**

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

**Eurocash**

rekomendacja	trzymaj	redukuje	sprzedaj	redukuje	trzymaj	redukuje	redukuje	sprzedaj	redukuje
data wydania	2020-02-05	2019-11-25	2019-11-06	2019-09-05	2019-08-02	2019-06-03	2019-05-09	2019-04-02	2019-02-04
cena docelowa (PLN)	19,80	19,80	18,10	18,10	18,10	18,10	18,90	18,90	17,90
kurs z dnia rekomendacji	19,94	22,22	23,80	20,62	18,60	19,31	21,00	22,58	20,13

**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	niedoważaj	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2020-01-30	2019-12-05	2019-09-20	2019-04-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	32,30	28,15	23,25	28,35



**GPW**

<b>rekomendacja</b>	<b>kupuj</b>
data wydania	2020-01-16
cena docelowa (PLN)	47,82
kurs z dnia rekomendacji	40,85

**Grupa Azoty**

<b>rekomendacja</b>	<b>kupuj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>kupuj</b>	<b>trzymaj</b>
data wydania	2020-02-05	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)	30,31	32,75	37,12	34,09	39,77	45,93	45,93	44,42	45,39	43,20	
kurs z dnia rekomendacji	26,10	30,00	36,58	31,18	39,98	42,30	42,10	39,86	35,92	43,88	

**GTC**

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

**Handlowy**

<b>rekomendacja</b>	<b>akumuluj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>kupuj</b>	<b>kupuj</b>	<b>trzymaj</b>
data wydania	2019-12-05	2019-07-03	2019-06-03	2019-05-21	2019-05-09	2019-03-05
cena docelowa (PLN)	57,44	59,45	61,00	61,00	65,50	65,50
kurs z dnia rekomendacji	51,70	53,60	53,70	52,40	52,80	65,90

**Impexmetal**

<b>rekomendacja</b>	<b>zawieszona</b>	<b>niedoważaj</b>
data wydania	2019-08-30	2019-04-25
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,22	4,16

**ING BSK**

<b>rekomendacja</b>	<b>sprzedaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>redukuj</b>
data wydania	2020-02-04	2019-12-05	2019-10-07	2019-09-05	2019-08-02	2019-07-03
cena docelowa (PLN)	170,00	187,77	197,53	197,53	191,80	191,80
kurs z dnia rekomendacji	202,00	190,80	194,80	187,40	189,80	203,50

**Jeronimo Martins**

<b>rekomendacja</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>redukuj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>kupuj</b>
data wydania	2020-02-05	2019-10-07	2019-09-05	2019-05-09	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04
cena docelowa (EUR)	16,30	14,30	14,30	14,30	14,10	13,60	14,60
kurs z dnia rekomendacji	15,78	14,92	15,88	13,89	13,15	13,40	12,38

**JSW**

<b>rekomendacja</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>kupuj</b>	<b>kupuj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>redukuj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>redukuj</b>
data wydania	2020-02-05	2020-01-20	2019-12-05	2019-09-05	2019-07-03	2019-05-09	2019-03-25	2019-02-20	2019-02-04
cena docelowa (PLN)	18,41	23,32	28,04	39,29	50,02	54,80	54,80	60,68	60,68
kurs z dnia rekomendacji	19,78	22,68	18,80	26,50	47,00	49,86	62,50	59,96	68,30

**Kernel**

<b>rekomendacja</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>redukuj</b>	<b>redukuj</b>	<b>kupuj</b>	<b>kupuj</b>
data wydania	2020-02-05	2019-12-05	2019-10-07	2019-08-19	2019-06-03	2019-03-05
cena docelowa (PLN)	47,25	41,60	40,76	42,70	58,63	62,86
kurs z dnia rekomendacji	47,20	41,20	42,90	48,60	46,50	49,20

**Grupa Kęty**

<b>rekomendacja</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>redukuj</b>	<b>trzymaj</b>
data wydania	2019-12-05	2019-11-06	2019-10-07	2019-09-05	2019-07-03	2019-06-03	2019-04-02
cena docelowa (PLN)	335,44	333,45	298,64	327,11	345,32	326,37	341,33
kurs z dnia rekomendacji	338,50	313,50	283,00	310,00	337,00	347,50	324,00

**KGHM**

<b>rekomendacja</b>	<b>redukuj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>redukuj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>trzymaj</b>
data wydania	2020-02-05	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
cena docelowa (PLN)	86,33	85,54	96,13	96,14	90,12	77,51	80,38	98,35	91,71	105,57	92,41
kurs z dnia rekomendacji	96,44	88,66	96,70	91,64	79,92	74,90	87,78	101,70	95,00	109,40	94,16

**Komercni Banka**

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

**Kruk**

<b>rekomendacja</b>	<b>kupuj</b>	<b>kupuj</b>	<b>kupuj</b>
data wydania	2019-12-05	2019-04-02	2019-02-04
cena docelowa (PLN)	210,31	213,65	279,32
kurs z dnia rekomendacji	150,90	152,30	167,60

**Kruszwica**

<b>rekomendacja</b>	<b>przeważaj</b>	<b>przeważaj</b>	<b>przeważaj</b>	<b>przeważaj</b>	<b>równoważ</b>
data wydania	2020-01-30	2019-12-05	2019-10-07	2019-09-20	2019-04-02
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	52,20	45,80	44,40	43,00	43,90

**Lotos**

<b>rekomendacja</b>	<b>redukuj</b>	<b>redukuj</b>	<b>sprzedaj</b>	<b>sprzedaj</b>	<b>sprzedaj</b>	<b>sprzedaj</b>	<b>sprzedaj</b>
data wydania	2020-02-05	2019-12-05	2019-08-02	2019-06-03	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04
cena docelowa (PLN)	68,47	77,80	72,31	65,95	65,41	65,18	65,36
kurs z dnia rekomendacji	76,78	85,20	88,66	87,82	86,22	93,90	93,00

**LPP**

<b>rekomendacja</b>	<b>kupuj</b>	<b>kupuj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>kupuj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>trzymaj</b>	<b>kupuj</b>	<b>akumuluj</b>
data wydania	2020-02-05	2019-12-05	2019-10-07	2019-09-05	2019-07-03	2019-06-03	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04
cena docelowa (PLN)	10 100,00	10 100,00	8 500,00	8 500,00	8 500,00	8 300,00	8 400,00	9 300,00	9 300,00
kurs z dnia rekomendacji	8 610,00	8 575,00	7 950,00	7 280,00	7 745,00	7 335,00	8 405,00	7 990,00	8 370,00

**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	redukuj	trzymaj	sprzedaj	redukuj	kupuj
data wydania	2020-02-05	2019-12-05	2019-11-06	2019-10-07	2019-08-02
cena docelowa (PLN)	5,47	5,47	5,18	5,18	10,00
kurs z dnia rekomendacji	5,91	5,49	6,40	5,48	7,51

**MOL**

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2020-02-05	2019-11-27	2019-11-06	2019-10-07	2019-08-02	2019-06-03	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04
cena docelowa (HUF)	2 816,00	3 302,00	3 258,00	3 258,00	3 258,00	3 223,00	3 223,00	3 423,00	3 433,00
kurs z dnia rekomendacji	2 618,00	2 926,00	3 042,00	2 826,00	3 004,00	3 276,00	3 278,00	3 250,00	3 284,00

**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
data wydania	2019-12-05	2019-07-17
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	2,99	4,66

**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
data wydania	2019-12-05	2019-11-06	2019-08-28	2019-08-02	2019-07-03	2019-04-02
cena docelowa (HUF)	14 681,00	14 681,00	14 681,00	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

**PBKM**

rekomendacja	zawieszona	trzymaj
data wydania	2019-05-09	2019-03-05
cena docelowa (PLN)	-	66,57
kurs z dnia rekomendacji	66,00	68,80

**Pekao**

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2019-12-05	2019-08-02	2019-07-03	2019-05-30
cena docelowa (PLN)	115,20	119,75	121,00	121,00
kurs z dnia rekomendacji	96,34	99,88	112,95	103,75

**Pfleiderer Group**

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

**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	trzymaj	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2020-01-28	2019-11-06	2019-09-05	2019-08-02	2019-05-28	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04
cena docelowa (PLN)	4,06	5,64	6,33	6,33	6,47	6,92	7,08	7,72
kurs z dnia rekomendacji	3,86	5,07	4,49	5,62	5,58	6,31	6,58	7,63

**PKN Orlen**

rekomendacja	redukuj	trzymaj	redukuj	trzymaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2020-02-03	2019-12-05	2019-11-14	2019-08-01	2019-06-03	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04
cena docelowa (PLN)	68,03	94,17	94,17	92,82	80,01	79,39	81,22	83,43
kurs z dnia rekomendacji	75,66	88,50	102,45	97,36	96,78	99,94	101,50	104,70

**PKO BP**

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2020-02-05	2019-12-05	2019-08-02	2019-06-26	2019-05-09
cena docelowa (PLN)	39,69	39,50	47,17	47,17	40,92
kurs z dnia rekomendacji	36,00	34,99	39,34	42,20	37,78

**PKP Cargo**

rekomendacja	redukuj	redukuj	redukuj
data wydania	2020-02-05	2019-12-05	2019-11-26
cena docelowa (PLN)	16,40	18,13	20,44
kurs z dnia rekomendacji	17,50	20,00	22,40

**Play**

rekomendacja	akumuluj	kupuj	kupuj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2020-02-05	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	36,00	33,10	34,20	34,20	29,00	29,00	25,25	26,70	21,30
kurs z dnia rekomendacji	34,80	31,30	27,16	33,34	31,22	33,34	25,08	24,42	24,08	22,80

**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	trzymaj	akumuluj	kupuj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2020-02-05	2019-12-05	2019-09-05	2019-07-03	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04
cena docelowa (PLN)	41,91	41,91	43,38	43,38	43,38	46,50	46,50
kurs z dnia rekomendacji	40,54	36,47	36,59	44,35	40,79	42,00	44,66

**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

**Santander Bank Polska**

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	redukuj	trzymaj
data wydania	2020-02-05	2019-12-05	2019-11-06	2019-10-07	2019-08-02	2019-07-12	2019-06-03
cena docelowa (PLN)	287,90	265,50	276,55	276,55	337,00	337,00	377,27
kurs z dnia rekomendacji	304,00	279,00	317,40	286,00	319,60	357,20	365,20

**Skarbiec Holding**

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

**Stelmet**

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2020-02-05	2019-12-05	2019-10-07	2019-09-05	2019-07-03	2019-03-05	2019-02-04
cena docelowa (PLN)	8,92	8,78	8,10	6,50	7,95	8,36	8,39
kurs z dnia rekomendacji	7,85	8,20	7,90	6,70	7,00	10,25	8,88

**Tarczyński**

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

**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
data wydania	2019-12-05	2019-04-29
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	10,90	7,90

**VRG**

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2020-02-05	2019-12-02	2019-07-26	2019-05-29	2019-03-28
cena docelowa (PLN)	4,50	4,50	5,20	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,93	3,94	4,20	3,90	4,29

**Wirtualna Polska**

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2020-02-05	2019-12-05	2019-07-03	2019-02-04
cena docelowa (PLN)	79,70	70,00	61,50	61,50
kurs z dnia rekomendacji	82,20	68,20	61,20	58,40

**mBank S.A.**  
Senatorska 18  
00-950 Warszawa  
<http://www.mbank.pl/>

## Departament Analiz

Kamil Kliszcz  
dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.klischcz@mbank.pl](mailto:kamil.klischcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

Jakub Szkopek  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

Aleksandra Szklarczyk  
+48 22 438 24 04  
[aleksandra.szklarczyk@mbank.pl](mailto:aleksandra.szklarczyk@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

Michał Marczak  
+48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia

Paweł Szpigiel  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

Piotr Poniatowski  
+48 22 438 24 09  
[piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@mbank.pl)  
przemysł

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

Piotr Bogusz  
+48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel, gaming

Mikołaj Lemańczyk  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
banki, finanse

## Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

### Maklerzy

Piotr Gawron  
dyrektor  
+48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

Adam Prokop  
+48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mbank.pl](mailto:adam.prokop@mbank.pl)

Krzysztof Bodek  
+48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

Magdalena Bernacik  
+48 22 697 47 35  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

Tomasz Jakubiec  
+48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

Andrzej Sychowski  
+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

### Sprzedaż rynki zagraniczne

Bartosz Orzechowski  
+48 22 697 48 47  
[bartosz.orzechowski@mbank.pl](mailto:bartosz.orzechowski@mbank.pl)

Jędrzej Łukomski  
+48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

## Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański  
dyrektor  
+48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

Jarosław Banasiak  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)