

środa, 4 marca 2020 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: marzec 2020

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

Pomimo silnego spadku indeksów pozostajemy negatywni na rynek akcji. Skutki ekonomiczne rozprzestrzeniania się COVID-19 będą bardziej długotrwałe niż zakładają inwestorzy. Niepewność utrzyma się jeszcze przez kilka tygodni, a kolejne obniżki stóp procentowych nie zmieniają sytuacji.

Ze spółek

Finanse

Obawy o koronawirus odcisnęły swoje piętno na wycenie sektora bankowego. Obecnie WIG Banki notowane są z większym dyskontem do wartości księgowej niż podczas krachu w 2008 roku. W Europie rosną obawy przed kolejnymi cięciami stóp procentowych pograżających efektywność banków. Niemniej jednak uważamy, że ostatnie spadki dyskontują znacznie więcej niż chwilowe spowolnienie. Na chwilę obecną przeważamy bardziej defensywnie spółki takie jak BHW, KB czy PZU. Ze względu na wycenę oraz dywidendę dość interesująco także wyglądają PKO BP oraz Erste Group.

Chemia

Niskie ceny surowców sprzyjają polskim spółkom chemicznym (gaz, węgiel koksujący). Z drugiej strony niższa produkcja w Azji powinna przekładać się na korzystniejszy bilans produkcji nawozów i sody na świecie, na czym korzystać będą Ciech, Grupa Azoty i Yara.

Paliwa

Spółki rafineryjne na słabszym rynku zachowywały się zdecydowanie gorzej od szerokiego indeksu i dlatego zamykamy już nasze negatywne rekomendacje dla PKN i LTS. Przy słabych bieżących odczytach marż modelowych, ryzyka dla prognoz nadal pozostają jednak po stronie negatywnej, ale jeszcze za wcześnie na dalsze rewizje.

Energetyka

Polskie spółki energetyczne kontynuują fatalną passę, a głównymi katalizatorami są obawy o nową falę inwestycji, brak dywidend i niepewność w zakresie konsolidacji sektora (w tym PGG). Do czasu konkretnych rozstrzygnięć w tym zakresie, zawiesiliśmy ostatnio rekomendacje inwestycyjne dla tych spółek. Nadal podtrzymujemy zalecenie kupuj dla CEZ.

Telekomunikacja, media, IT

Sądzymy, że sektor TMT (z wyłączeniem mediów) będzie negatywnie reagować na ryzyko koronawirusa w mniejszym stopniu niż szeroki rynek. Podtrzymujemy pozytywne podejście zarówno do Orange Polska, jak i Play (obie po dobrych wynikach za 4Q'19). Wśród spółek IT nasz wybór to Asseco SEE i Asseco BS.

Przemysł, surowce

Perspektywa słabych wyników 4Q'19, zagrożone dostawy z Azji i negatywny wpływ koronawirusa na popyt ciężą polskim spółkom przemysłowym. Wśród naszych faworytów pozostają AST, FMF, KSW, STL i TIM. Wzrost zakażeń uderzy w sprzedaż aut i mebli, więc unikalibyśmy mocno zadłużonych BRS i FTE. Wzrost produkcji w Azji powinien odbudować popyt na metale (zamykamy negatywną rekomendację na KGH).

Handel

Obawy o wpływ koronawirusa na wyniki spółek przełożyły się na istotne spadki kursów CCC, DNP, EAT, LPP, VRG. Wykorzystalibyśmy korektę do akumulowania akcji CCC (cena akcji na poziomie wyceny eobuwie.pl/akcję), LPP i VRG (mocne bilanse oraz kontynuacja poprawy wyników r/r).

Kluczowe rekomendacje

Pozytywne: ABS, ASE, AST, ATT, BHW, CCC, CEZ, CIE, EBS, FMF, KOMB, KSW, LPP, MOL, OPL, PLY, STL, TIM, VRG

Negatywne: BRS, FTE

Indeksy	Kurs bieżący	1M	YTD
WIG	52 231	-8,0%	-10%
ATX	2 810	-8,1%	-12%
BUX	43 301	-0,2%	-6%
PX	1 012	-6,8%	-9%

Indeksy sektorowe WIG		1M	YTD
WIG20	1 890	-8,8%	-12%
mWIG40	3 746	-6,2%	-4%
sWIG80	12 011	-5,2%	-0%
Banki	6 270	-6,5%	-7%
Budownictwo	2 321	-3,0%	+2%
Chemia	7 062	-9,8%	-16%
Energia	1 442	-18,3%	-27%
Gaming	22 515	+7,5%	+20%
Górnictwo	2 467	-17,0%	-20%
Informatyka	2 935	-1,1%	+4%
Media	5 730	-7,5%	+7%
Nieruchomości	2 499	-1,4%	+2%
Odzież	4 611	-12,3%	-19%
Paliwa	4 753	-14,3%	-27%
Spożywczy	3 107	-5,4%	-1%
Telekomunikacja	804	-6,6%	-8%

Top 5 / Worst 5		1M	YTD
Morizon	1,91	+124,6%	+111%
OPTeam	18,90	+85,3%	+90%
PZ Cormay	1,50	+45,6%	+50%
Work Service	0,54	+35,3%	+3%
Elzab	7,40	+33,3%	+150%
PGE	4,85	-27,7%	-39%
Rainbow Tours	23,10	-28,7%	-35%
Rafako	0,57	-31,3%	-38%
Ailleron	5,90	-33,0%	-29%
LW Bogdanka	19,00	-36,5%	-45%

Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
AmRest	trzymaj ▶	40,00 PLN ▼
Apator	równoważ ▶	-
Cyfrowy Polsat	trzymaj ▲	26,10 PLN ▶
Dino	trzymaj ▲	152,30 PLN ▲
Erste Group	kupuj ▲	36,61 EUR ▶
Famur	kupuj ▶	4,58 PLN ▼
Grupa Azoty	kupuj ▶	30,55 PLN ▲
Grupa Kęty	trzymaj ▶	360,29 PLN ▲
JSW	trzymaj ▶	15,34 PLN ▼
KGHM	trzymaj ▲	76,92 PLN ▼
Lotos	trzymaj ▲	67,19 PLN ▼
Millennium	trzymaj ▲	5,47 PLN ▶
MOL	akumuluj ▶	2726,00 HUF ▼
PGNiG	trzymaj ▶	3,88 PLN ▼
PKN Orlen	trzymaj ▲	66,70 PLN ▼
PKO BP	kupuj ▲	39,69 PLN ▶
PZU	kupuj ▲	41,91 PLN ▶
Skarbiec Holding	kupuj ▶	21,20 PLN ▼

Spis treści

1. Rynek akcji	3
2. Sektory	5
3. Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu	8
4. Zaskoczenia na wynikach spółek w poszczególnych kwartałach	9
5. Prognozy i rekomendacje Biura maklerskiego mBanku na tle konsensusu	12
6. Aktualne rekomendacje Biura maklerskiego mBanku	13
7. Statystyki rekomendacji	15
8. Kalendarium wydarzeń	17
9. Makroekonomia	18
10. Finanse	20
10.1. Alior Bank	20
10.2. Handlowy	21
10.3. ING BSK	22
10.4. Millennium	23
10.5. Pekao	24
10.6. PKO BP	25
10.7. Santander Bank Polska	26
10.8. Komercni Banka	27
10.9. Moneta Money Bank	28
10.10. Erste Group	29
10.11. RBI	30
10.12. OTP Bank	31
10.13. PZU	32
10.14. Kruk	33
10.15. Skarbiec Holding	34
10.16. GPW	35
11. Chemia	36
11.1. Ciech	36
11.2. Grupa Azoty	37
12. Paliwa	38
12.1. Lotos	38
12.2. MOL	39
12.3. PGNiG	40
12.4. PKN Orlen	41
13. Energetyka	42
13.1. CEZ	42
13.2. Enea	43
13.3. Energa	44
13.4. PGE	45
13.5. Tauron	46
14. Telekomunikacja, media, IT	47
14.1. Netia	47
14.2. Orange Polska	48
14.3. Play	49
14.4. Agora	50
14.5. Cyfrowy Polsat	51
14.6. Wirtualna Polska	52
14.7. Asseco Poland	53
14.8. Comarch	54
14.9. 11 bit studios	55
14.10. CD Projekt	56
15. Przemysł, surowce	57
15.1. Cognor	57
15.2. Famur	58
15.3. Grupa Kęty	59
15.4. JSW	60
15.5. Kernel	61
15.6. KGHM	62
15.7. PKP Cargo	63
15.8. Stelmet	64
16. Deweloperzy	65
16.1. Atal	65
16.2. Dom Development	66
17. Handel	67
17.1. AmRest	67
17.2. CCC	68
17.3. Dino	69
17.4. Eurocash	70
17.5. Jeronimo Martins	71
17.6. LPP	72
17.7. VRG	73

Rynek akcji

Rozprzestrzenienie się COVID-19 poza Chiny i związane z tym obawy o skutki ekonomiczne epidemii skutkowały ucieczką inwestorów od ryzykownych aktywów i dalszy spektakularny spadek rentowności obligacji (US10Y poniżej 1,0%). Pomimo silnego spadku indeksów pozostajemy negatywni na rynek akcji. Dotychczasowa skala epidemii i jej nieprzewidywalność, a przede wszystkim reakcja rządów/biznesu na zagrożenie pandemią jest sytuacją, z którą rynki finansowe nie miały do czynienia w ostatnich kilkudziesięciu latach. Zakładamy, że rozprzestrzenianie się epidemii poza Chinami będzie utrzymywać niepewność na rynkach jeszcze przez kilka tygodni. Ze względu na globalny zasięg i wzajemne powiązania gospodarek, wychodzenie z kryzysu będzie trudne, dopiero przed nami publikacja słabych danych makro i obniżanie konsensusu prognoz spółek. Polityka monetarna banków centralnych – poza próbą uspokojenia rynków – będzie miała ograniczony wpływ na realną gospodarkę (znamienną jest reakcja S&P500 na wcześniejsze cięcie stóp procentowych przez FED). Czynnikiem, który mógłby zmienić nasze postrzeganie sytuacji jest informacja o szybkim wdrożeniu do produkcji szczepionki. Wraz z pogłębianiem się kryzysu należy oczekiwać, że rządy zaczną wprowadzać pakiety fiskalne, co również powinno pozytywnie wpływać na rynki w dłuższym okresie. Pomimo atrakcyjnych wycen polski rynek akcji będzie podążał w ślad za trendami na rynkach globalnych (istotny wpływ przepływów do ETF). W długim okresie Polska i jej przemysł powinny być beneficjentem tendencji do dywersyfikacji łańcucha dostaw, tj. przenoszenia części produkcji z oddalonych rynków azjatyckich do Europy.

Koronawirus

Na dziś trudno oszacować skutki ekonomiczne epidemii, bo ta nadal rozwija się, a jej skala pozostaje niewiadomą. Wyraźnie widać wygasanie liczby nowych zachorowań w Chinach z jednoczesnym wzrostem liczby przypadków w pozostałych krajach, w tym w szczególności w Korei Płd. i w Europie. Pomimo że z punktu widzenia łańcucha dostaw chińska gospodarka ma największy wpływ na gospodarkę globalną i w tym przypadku spadek liczby zachorowań będzie prowadził do stopniowego wzrostu wykorzystania zdolności wytwórczych i odbudowy łańcucha dostaw, to z drugiej strony opanowanie wirusa, który rozlał się już na ponad 80 krajów będzie trudne. Według szefa WHO kluczem do zatrzymania epidemii jest szybkość działania, tj. odizolowanie zarażonych jednostek. Wydaje się, że w przypadku Chin wprowadzenie dosyć drastycznych środków prewencyjnych było łatwiejsze niż w demokratycznych krajach zachodnich. Ekonomiczne skutki epidemii będą znane dopiero za kilka tygodni. Przed nami bardzo słabe dane makro, ale to już częściowo rynki zdyskontowały.

Według Evercore ISI spadek realnego PKB w Chinach w 1Q'20 może sięgnąć -20% r/r, co obniża prognozę roczną wzrostu do ok. +1% w stosunku do +6,1% w 2019 (inną kwestią jest to, co ostatecznie opublikują Chińczycy). To szacunki tego, co już wydarzyło się w Chinach. Trudno oszacować jak długo gospodarka będzie dochodziła do swojej normalnej wydajności co związane jest zarówno z sytuacją wewnętrzną, jak i przede wszystkim zewnętrzną. Pozytywną informacją jest, że 20 z 31 prowincji obniżyło poziom alertu wirusowego, co pozwala wznowić produkcję. Szacunki wskazują jednak, że do pracy dojeżdża ok. 75% pracowników. Chiny będą odczuwały również skutki rozprzestrzeniania się wirusa w Japonii i Korei, z których trafia do nich część lokalnie niedostępnych podzespołów.

Konsensus zakłada, że sytuacja w Chinach zacznie się szybko poprawiać, np. PMI w przemyśle (40,3 pkt w lutym) powinien wzrosnąć już w marcu do ok. 45 pkt. Naszym zdaniem, są to oczekiwania optymistyczne – być może realne, gdyby epidemia nie rozszerzała się na inne gospodarki, a aktywność w samych Chinach odbudowywała się znacznie szybciej. Z danych Capital Economics (dostępnych na stronie www) wynika, że obecnie (początek marca) aktywność ludności (i przemysłu) nadal pozostaje dosyć niska w stosunku do stanu sprzed chińskiego Święta Nowego Roku:

- liczba podróży utrzymuje się na poziomie ok. 20%,
- „zakorkowanie” ulic w 100 największych miastach jest niższe o 1/4,
- konsumpcja węgla jest niższa o ponad 1/3,
- wielkość nierozładowanych kontenerów w portach jest wyższa o ok. 70%,
- dzienna liczba sprzedawanych nieruchomości w 30 największych miastach spada o ponad połowę.

Z drugiej strony wysokie ceny żywności nadal utrzymują się.

Jednym z krajów, najsilniej dotkniętych spowolnieniem w Chinach są Niemcy. Chiny odpowiadają za 8,5% wymiany handlowej Niemiec (206 mld EUR). Do tego mogą dojść wewnętrzne problemy gospodarcze związane z rozprzestrzenianiem się wirusa w samych Niemczech, jak ma to obecnie miejsce we Włoszech. Dotychczasowe tempo wychodzenia niemieckiej gospodarki ze spowolnienia w 2019 r. pozostawiało wiele do życzenia (produkcja przemysłowa w grudniu -6,8% r/r). Lutowy wzrost PMI w przemyśle (48,0 vs. 45,3 poprzednio) zaciemnia faktyczny obraz w przemyśle i wynika z niedoskonałej metodologii liczenia wskaźnika. Jednym z głównych komponentów wzrostu indeksu są opóźnienia w dostawach, zwykle wskazujące na wysokie wykorzystanie mocy produkcyjnych, tj. silny popyt i niewyrabianie się poddostawców. W tym przypadku wzrost subindeksu to szok podaźowy (opóźnienia w dostawach z Chin), który powinien obniżyć, a nie podwyższać PMI. Należy również uwzględnić, że w pierwszych tygodniach lutego do Europy docierały jeszcze transporty z Chin wysłane przed Świętem Nowego Roku, a firmy posiadały nagromadzone zapasy.

FED i inne banki ruszają na ratunek

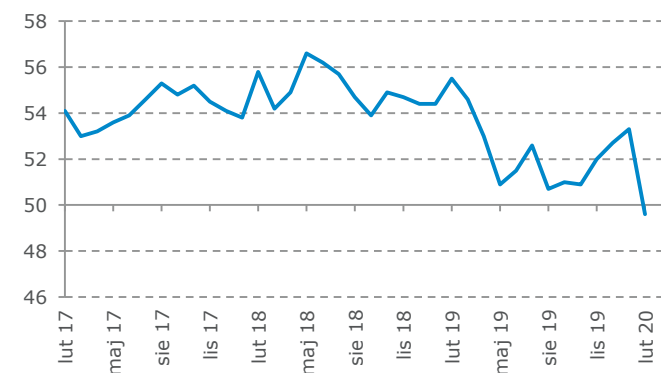
Podobnie jak w poprzednich lokalnych kryzysach, w obecnym cyklu na ratunek ruszają banki centralne. Na przełomie miesiąca inwestorzy wyceniali, że 18 marca FED obniży stopy procentowe o 50 pb. Tymczasem, stopy zostały obniżone w trybie awaryjnym już 3 marca, spełniając oczekiwania inwestorów. Ponadto, stopy już obniżyły także m.in. BoCh i Australia. Jak na razie dosyć powściągliwy w zapowiedziach dalszego luzowania jest ECB. Nadal uważamy, że takie działanie ma przede wszystkim uspokoić rynki finansowe, a jego bezpośredni wpływ na gospodarkę jest ograniczony (realne stopy procentowe po uwzględnieniu QE są już mocno ujemne). Jeżeli w najbliższych dniach liczba zachorowań w USA zacznie szybko rosnać działania FED będą niewystarczające – na rynki powróci strach. W przypadku tempa wzrostu liczby chorych jak obecnie (ok. 20 przypadków dziennie) polityka monetarna powinna być skuteczna w tym zakresie.

Tym razem jest inaczej?

Przed wybuchem epidemii COVID-19 wejście amerykańskiej gospodarki w recesję wydawało się nieprawdopodobne, szczególnie jeśli weźmiemy pod uwagę bardzo dobre dane z rynku nieruchomości i nadal solidne odczyty z rynku pracy. Wydawało się, że zgodnie z przyjętym konsensem światowa koniunktura zacznie się poprawiać po spowolnieniu 2019 r. Tymczasem lutowy odczyt PMI w amerykańskich usługach i przemyśle był największym negatywnym

zaskoczeniem w ostatnich tygodniach (PMI Composite poniżej 50 pkt – 49,6). Należy podkreślić, że badanie to było prowadzone przy znacznie mniejszym wpływie chaosu związanego z rozwojem epidemii w samych USA niż obecnie. Powstaje zatem ryzyko, że dotychczasowy bastion koniunktury gospodarczej broniący się w 2019 roku – tj. usługi – również wejdzie w spowolnienie... a to oznacza recesję.

PMI Composite w USA (pkt)



Źródło: Bloomberg

Tym samym, realne stało się powtórzenie prawidłowości, o której kilka kwartałów temu traktowały niemal wszystkie analityczne raporty strategów rynkowych – odwrócenie krzywej dochodowości obligacji zwiastuje nadejście recesji. Poniżej przypominamy zestawienie o tym, ile miesięcy miało od odwrócenia krzywej (10Y/2Y) do ustanowienia przez S&P500 szczytu, a następnie recesji. Od lat '70 mediana to odpowiednio 11 i 13 miesięcy. W obecnym cyklu gospodarczym krzywa odwróciła się w kwietniu 2019, tj. blisko 11 miesięcy temu. To oczywiście statystyka i nie przesadza niczego, ale...

Liczba miesięcy od odwrócenia krzywej (10Y/2Y) do szczytu na S&P500 i początku recesji

Odwrócenie krzywej	Szczyt S&P500	Początek recesji
marzec '73	7	9
listopad '78	15	14
sierpień '80	3	11
grudzień '88	19	19
marzec '00	5	12
sierpień '06	14	16
mediana	11	13
kwiecień '19	10	

Źródło: mBank

Relacje Chin-USA

Rozprzestrzenianie się koronawirusa przeniosło na drugi plan konfrontację USA-Chiny. Z perspektywy geopolitycznej każda destabilizacja sytuacji wewnętrznej w Chinach jest dla USA korzystna. Sposób w jaki władze zarządzały kryzysem w pierwszych tygodniach epidemii (m.in. utajnianie informacji o wirusie) wywołał w Chinach powszechne niezadowolenie, tym niemniej obecnie sytuacja ustabilizowała się i można oczekiwać, że Xi Jinping jeszcze wzmocni swoją pozycję polityczną. Argumentem przeciw eskalacji wojny handlowej z Chinami była obawa o spadek indeksów i negatywny wpływ na gospodarkę w roku wyborczym. Jeżeli, w obawie o skutki ekonomiczne koronawirusa, giełdy i tak będą się przeceniały, a gospodarka spowolni, Trump może wykorzystać fakt niewywiązywania się Chińczyków z zawartych w styczniu zobowiązań i powrócić do polityki nakładania kolejnych cel – w kampanii wyborczej prezentując się jako silny prezydent, aktywnie działający w kierunku przenoszenia produkcji przemysłowej z powrotem do USA. Pozytywne dla rynków byłoby ogłoszenie w trakcie kampanii prezydenckiej (wznowienie zapowiedzi sprzed trzech lat) pakietu fiskalnego, wspierającego budowę infrastruktury (m.in. remedium na spowolnienie gospodarcze).

Jedną z nadal aktywnych odsłon toczącego się konfliktu jest próba zablokowania Huawei w implementacji 5G na świecie. W lutym amerykański Departament Sprawiedliwości rozszerzył wcześniejsze zarzuty karne przeciwko chińskiej firmie, zarzucając jej wspieranie obłożonych sankcjami reżimów w Iranie i Korei Płn. oraz kradzież technologii od firm amerykańskich.

ETFy to ryzyko podaży akcji w negatywnym scenariuszu

Według Morningstar w 2019 roku z amerykańskich funduszy akcyjnych (aktywnie zarządzanych) odpłynęło łącznie 41,1 mld USD (odpływy szósty rok z rzędu). W tym samym czasie do amerykańskich funduszy ETF napłynęło netto 162,8 mld USD, a ich udział w łącznej wartości aktywów akcyjnych w zarządzaniu wzrósł do 51,2%. Według Bloomberg w ostatnim tygodniu lutego, kiedy światowe rynki akcji dotknęła silna przecena, z akcyjnych ETF (wszystkie rynki) odpłynęło netto 31 mld USD – tj. zaledwie 0,8% AUM. W ciągu trzech miesięcy poprzedzających spadki fundusze te pozyskały netto ponad 170 mld USD.

Michał Marczak

tel. +48 22 438 24 01

michal.marczak@mbank.pl

Sektory

Finanse

- Uważamy, że w przypadku banków wpływ koronawirusa na sektor powinien być ograniczony. Co prawda władze Włoch obawiają się o terminowość regulowania kredytów w północnych regionach kraju, jednak uważamy, że jest to problem specyficzny i w najbliższym czasie nie rozleje się na resztę strefy euro, czy kraje regionu CEE. W odniesieniu do spółek finansowych widzimy ryzyko w przypadku spółek windykacyjnych. Uważamy, że wizyty domowe czy praca centrów operacyjnych we Włoszech może być utrudniona. Niemniej jednak, Kruk swoje główne centrum operacyjne posiada w La Spezzi, która jest oddalona od Mediolanu o 250 km na południe. W samym Mediolanie lokalne biuro Kruka liczy zaledwie kilku pracowników.
- Zwracamy jednak uwagę, że w przypadku silniejszego wyhamowania gospodarki z powodu koronawirusa banki centralne mogą się zastanawiać nad obniżeniem stóp procentowych, co miałoby bezpośredni negatywny wpływ na rentowności banków. W przypadku ECB inwestorzy zaczęli coraz mocniej wierzyć w obniżkę stóp w połowie roku (czerwiec/lipiec). Jeszcze tydzień temu prawdopodobieństwo takiego zdarzenia było wyceniane na 26%, zaś obecnie jest to około 61%. Zwracamy jednak uwagę, że w trosce o rentowność sektora bankowego ECB może skorzystać z innych instrumentów, które mogłyby luzować politykę monetarną np. zwiększenie QE lub poszerzenie QE o nowe instrumenty (np. akcje), czy zwiększenie zakresu i złagodzenie warunków TLTRO. Dodatkowo, oczekiwania rynku zostały ochłodzone przez szefową ECB, która powiedziała, że oczekiwany efekt koronawirusa na gospodarkę jest obecnie niewystarczający aby rozważać stimulus. Jeżeli chodzi o Polskę to nadal uważamy, że stopy procentowe w 2020 r. pozostaną bez zmian.
- Obawy o stopy procentowe zostały dość mocno odzwierciedlone w kursach banków powiązanych ze strefą EURO, tzn Erste oraz RBI. Po przecenie banki prezentują dwu-cyfrowy potencjał wzrostu, a zarządy wypowiadają się w tonie uspokajającym. Uważamy, że szczególnie w przypadku Erste, ostatnia przecena może być okazją inwestycyjną.
- Niemniej jednak w przypadku spowolnienia preferowalibyśmy spółki o profilu defensywnym, takie jak: Komercni Banka, Bank Handlowy oraz PZU. Instytucje te są dość odporne na zawirowania makroekonomiczne oraz charakteryzują się sową dywidendą.
- W Polsce zwracamy również uwagę na PKO BP oraz Aliora. Pierwszy z banków oferuje najwyższą dywidendę w sektorze przy zachowaniu dobrej jakości wyników zaś ten drugi jest obecnie jednym z najtańszych banków EME, z kuszącym potencjałem wzrostu wynikającym z odbicia wyników.
- **Kluczowe rekomendacje:** Erste Group (kupuj), Bank Handlowy (akumuluj), PZU (kupuj)

Chemia

- 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). Naszym zdaniem, po Solvay, Basf i Covestro kolejni będą informować o negatywnej skali wirusa na wyniki 1Q'20. Bezpieczni wydają się z kolei polscy producenci, którzy mogą korzystać na mniejszej konkurencji produktów z Azji (soda kalcynowana i nawozy, których Chiny są znaczącym producentem).

- Po podwyżkach cen sody na 2020 rok Ciech zanotuje poprawę wyników finansowych r/r o ponad 50 mln PLN na poziomie EBITDA.
- Grupa Azoty korzysta na spadających cenach gazu ziemnego i odbijających cenach mocznika i saletry amonowej. Naszym zdaniem spółka pozytywnie zaskoczy na wynikach 4Q'19 (oczekujemy przebicia oczekiwań rynkowych) oraz w 1Q'20.
- Na spadających cenach gazu korzystać również powinna Yara International (produkcja nawozów).
- **Kluczowe rekomendacje:** Ciech (kupuj), Grupa Azoty (kupuj)

Paliwa

- Ceny ropy nadal znajdują się pod presją doniesień o wpływie kryzysu epidemiologicznego na stronę popytową, a początkowe nadzieje o adekwatną reakcję strony podaźowej (OPEC) pozostają póki co niespełnione. Negatywny sentyment utrzymuje się również na rynku gazu, gdzie kolejny z rzędu słaby sezon grzewczy skutkuje rekordowym stanem zapasów (napełnienie magazynów w UE na poziomie 60% vs 5-letnia średnia 36%). Taka sytuacja rodzi ryzyko negatywnej rewizji naszych ścieżek cenowych. Póki co za wcześniej jednak na ocenę czy jest to bardziej uderzenie punktowe w rok 2020, czy mające bardziej dalekosiężne skutki dla wycen recesyjne obniżenie całej krzywej.
- Marże modelowe w rafinerii utrzymują się na niskim poziomie (~2 USD/Bbl), co obok krótkoterminowych napięć (zatory w logistyce, uderzenie w przewozy lotnicze) ma naszym zdaniem swoje źródło w coraz większej nierównowadze popytowo-podaźowej (uruchamianie nowych mocy) wpływającej na wzrost zapasów paliw.
- Rynek petrochemiczny znajduje się w podobnej fazie cyklu i tutaj także oczekujemy utrzymania niższych marż modelowych, choć akurat spadki cen ropy chwilowo w poszczególnych tygodniach pozwalają na odbicie rentowności. Te tendencje mają coraz większy wpływ na wycenę globalnych potentatów petrochemicznych (-20% YTD). Warto też pamiętać, że w tym wypadku epidemia koronawirusa odciska szczególne piętno: Chiny stanowią ~30% w globalnym popycie na kluczowe petrochemikalia i w większości kategorii produktowych są importerem netto (w przypadku PE konsumują >30 mln ton przy globalnym popycie na 100 mln ton, podczas gdy ich własna produkcja to około 15 mln ton).
- W ramach naszego spektrum jedyną spółką z pozytywną rekomendacją pozostaje MOL, gdzie widzimy perspektywę mocnych dodatnich FCF w najbliższych latach (po korekcie o płatność za przejęcie w Azerbejdżanie).
- **Kluczowe rekomendacje:** MOL (akumuluj)

Energetyka

- Ceny energii na rynku niemieckim spadły od początku roku już o 11% do 40 EUR/MWh, co jest pochodną zarówno korekty na węglu i gazie (odpowiednio o -4% i -12% YTD), jak i notowań CO2 (-4%). W takim otoczeniu indeks Stoxx Utilities nadal YTD jest na sporym plusie (+6%), nawet mimo ostatniego tąpnięcia na szerokim rynku. Inwestorzy akceptują ekspansję wskaźników (EV/EBITDA 8,1x) i niższe stopy dywidendy, reagując na spadające rentowności obligacji. Oczekiwania na reakcję banków centralnych w odpowiedzi na kryzys epidemiologiczny mogą okazać się dodatkowym katalizatorem.

- W Polsce ceny energii kontraktowane na przyszły rok w podstawie oscylują obecnie w okolicach 250 PLN/MWh, co implikuje stabilny 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. Niższa generacja na węglu, wyraźnie niższy popyt i kolejny słaby sezon grzewczy mogą wymusić rewizję wyników. Nie zmienia to jednak faktu, że EV/EBITDA'20-21 dla polskich spółek energetycznych wynosi obecnie ~3,2x i część koncernów jest wyceniana na EV z dyskontem do „zielonych/sieciowych” aktywów.
- Presja na WIG-Energia to pochodna ryzyk związanych z dalszą ekspansją inwestycyjną (oczekiwanie na PEP40 i strategię spółek), deklaracjami przedstawicieli rządu dotyczącymi braku dywidend, czy obawami o kształt konsolidacji sektora (w tym PGG). Do czasu wyklarowania się tych kwestii zdecydowaliśmy ostatnio o zawieszeniu naszych rekomendacji inwestycyjnych dla Enei, Energi, PGE i Taurona.
- **Kluczowe rekomendacje:** CEZ (kupuj)

Telekomunikacja, media, IT

- Trwa druga tura konsultacji warunków aukcji 5G. W trakcie pierwszej tury 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 CAPEXu na częstotliwości ciągle postrzegamy jako konserwatywne.
- Orange Polska wprowadziło podwyżkę cen w formule „more-for-more” dla segmentu B2B oraz ogłosiło wyższe cenniki w segmencie prepaid. To kolejny dowód na ożywienie na rynku telekomunikacji mobilnej. Wierzymy we wzrost ARPU, spowodowany głównie silnym popytem na dane.
- 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 lutym WIG Info wzrósł o 0,8%. Tym samym indeks spółek IT był wyraźnie lepszy od szerokiego rynku (11,3 p.p. vs. WIG!). WIG Info był także lepszy od MSCI IT EU (różnica rzędu 7,0 p.p.). Mediana P/E 12M fwd dla spółek IT wynosi obecnie 14,5x i jest 2,6% poniżej historycznej średniej z 3 lat. W lutym wzrost odnotowali nasi faworyci: ASE i ABS (odpowiednio +16,1% i +9,8% w ciągu miesiąca, tj. +26,6p.p. i 20,3p.p.).

- 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), Asseco SEE (przeważaj), Asseco BS (przeważaj)

Przemysł

- Sentyment do spółek przemysłowych znalazł się pod presją informacji o dalszym rozprzestrzenianiu się koronawirusa na świecie. Naszym zdaniem najbardziej narażeni na konsekwencje rozwoju epidemii są poddostawcy Automotive (Alumetal, Boryszew, Sanok, Izoblok) oraz Amica, Apator, Cognor, Elemental, Ferro, Kernel. Więcej na ten temat można przeczytać w naszym komentarzu specjalnym ([link](#)). Commerzbank zwraca uwagę, że na problemach logistycznych z Chin ucierpieć mogą Duerr oraz Infineon.
- Sentymentu do spółek z branży nie poprawiają oczekiwania spadkowych wyników spółek w 4Q'19. Oczekujemy, że 47% spółek przemysłowych pogorszy r/r wyniki finansowe. Pozytywnych zaskoczeń szukalibyśmy w Amice, negatywnych zaś w i PKP Cargo. Naszym zdaniem testy na utratę wartości aktywów mogą wykazać konieczność odpisów przy wynikach 4Q w Boryszew i Forte.
- Przerwy w produkcji samochodów i komponentów w Chinach uderzają w sektor motoryzacyjny na świecie (patrz nasz komentarz specjalny [link](#)). Dalsze rozprzestrzenianie się Koronawirusa po Europie uderzy w sprzedaż samochodów osobowych (VW, Daimler, BMW) oraz mebli (Forte).
- Obecnie naszym zdaniem najatrakcyjniej wyglądają: Astarta (najdynamiczniejsza oczekiwana skala poprawy wyników w sektorze, najwyższy wskaźnik generowania gotówki FCF/EV w 2020 roku ponad 30%), Famur (DYield'20 na poziomie ponad 15%, 2. najwyższy wskaźnik FCF/EV w przemyśle – ponad 20% w 2020 roku), Kruszewica (mocny bilans – ponad 200 mln PLN gotówki netto oraz DYield'20 6%, łagodna zima zapowiada obfite zbiory rzepaku), Stelmet (spadek zadłużenia na koniec 2020 roku do 1,1x EBITDA, 3. najwyższy wskaźnik FCF/EV w sektorze przemysłowym – ponad 15%) i TIM (dynamiczny wzrost wyników w 4Q'19 oraz dobre dane sprzedażowe za styczeń i luty; DYield 6% w 2020 roku oraz 4. najwyższy wskaźnik FCF/EV w sektorze w 2020 roku – około 10%).
- Unikalibyśmy akcji: Boryszew (2020 rok wyzwaniem dla spółek motoryzacyjnych, wysokie zadłużenie – dług netto/EBITDA'20 3,9x oraz niska zdolność generowania gotówki – FCF/EV w 2020 roku jedynie 5%) oraz Forte (niskie wskaźniki nastrojów w branży meblarskiej w Niemczech oraz dalsze spadki cen płyty; potencjalny wzrost kosztów na poziomie 28 mln PLN wynikający z wyższych cen energii, logistyki i płac oraz FCF/EV w 2020 roku na poziomie jedynie 5%).
- Aktualizujemy wyniki Apator z uwzględnieniem zaraportowanych wyników za 4Q'19.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Astarta (przeważaj), Boryszew (niedoważaj), Famur (kupuj), Forte (niedoważaj), Kruszewica (przeważaj), Stelmet (akumuluj), TIM (przeważaj)

Wydobycie

- Wracając do pracy przedsiębiorstwa w kolejnych tygodniach powinny zwiększyć aktywność gospodarczą w Chinach. Naszym zdaniem obserwowane mniej dynamicznie rosnące zapasy metali kolorowych oraz duża ilość otwartych pozycji krótkich może w przypadku jakichkolwiek pozytywnych informacji skutkować odbiciem cen. W takim środowisku potencjał spadku takich producentów jak KGHM (zamykamy negatywną rekomendację), czy Stalprodukt (szansa na kupno) wydaje się mocno ograniczony (szansa na odbicie notowań). W przypadku miedzi, stali i cynku, co najmniej połowa światowej konsumpcji metalu przypada na Chiny.
- Podobnie jak w przypadku metali kolorowych w Chinach do normalnych poziomów powracać powinien popyt na wyroby stalowe. W efekcie huty w nadchodzących tygodniach powinny zwiększać obłożenie mocy produkcyjnych, co zwiększy popyt na węgiel koksujący i surówkę żelaza. Problemem w Chinach pozostają relatywnie bardzo wysokie zapasy stali spowodowane przestożem w przedsiębiorstwach i budownictwie.
- W przypadku europejskich producentów stali ryzykiem na nadchodzący miesiąc jest rozprzestrzenianie się koronawirusa na Starym Kontynencie i wynikające z tego powodu ograniczenie aktywności budowlanej, czy sprzedaży samochodów. Jeśli do tego dojdzie, to w krótkim okresie możemy mieć do czynienia ze spadkiem wolumenów produkcji (negatywnie dla JSW, ArcelorMittal, Voestalpine). Relatywnie dobrze na tym tle powinien wyglądać ThyssenKrupp ze względu na sprzedaż segmentu wind.
- **Kluczowe rekomendacje:** brak

Handel

- **AmRest** zaraportował słabe wyniki za 4Q'19, które były poniżej naszych oczekiwań oraz oczekiwań rynkowych. Pomimo organicznej poprawy sprzedaży, wiele segmentów odnotowało istotny spadek marży EBITDA r/r (Czechy, Inne CEE, Hiszpania, Francja, Inne WE). Dodatkowo spółka dokonała rekordowo wysokiego odpisu na restauracje na poziomie 30 mln EUR (obejmował głównie placówki we Francji i w Niemczech). Zarząd spółki poinformował, że oczekuje wzrostu EBITDA w tempie kilkunastu procent w 2020 roku r/r. Biorąc powyższe pod uwagę zrewidowaliśmy nasze założenia oraz obniżyliśmy cenę docelową do 40 PLN/akcję.
- Kurs **CCC** zareagował negatywnie na ryzyka związane z epidemią koronawirusa oraz wyznaczył nowe lokalne minimum. Naszym zdaniem rynek nadmiernie zdyskontował ryzyka związane z rozprzestrzenianiem się wirusa. Obecna wycena spółki jest zbliżona do wyceny pakietu 75% CCC w eobuwie (zarówno nasze szacunki jak i szacunki spółki). W naszym bazowym scenariuszu oczekujemy płaskiego wyniku spółki w 1Q'20 oraz poprawy rezultatów r/r od 2Q'20. Oczekiwane 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 jest zbyt niska. Widzimy potencjał do podniesienia szacunków rynkowych na poziomie EBIT'20 o 10-15%.
- Kurs akcji **Dino** zaliczył korektę w lutym realizując cały potencjał naszej negatywnej rekomendacji. 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). Po spadku kursu spółka jest wyceniona na wskaźniku EV/EBITDA 12m blended forward nieznacznie poniżej średniej, liczonej od maja 2017 r.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** AmRest (trzymaj), CCC (kupuj), Dino (trzymaj), Eurocash (trzymaj), Jeronimo Martins (trzymaj), LPP (kupuj), VRG (kupuj)

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

vs.	2017				2018				2019				+/=
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	10	162
brak zaskoczeń	26	25	28	23	36	20	24	23	29	25	27	5	291
in plus	20	25	15	23	19	33	26	20	27	27	26	10	271
suma	57	59	61	62	64	64	64	66	66	67	69	25	724
in minus	19%	15%	30%	26%	14%	17%	22%	35%	15%	22%	23%	40%	22%
in plus	35%	42%	25%	37%	30%	52%	41%	30%	41%	40%	38%	40%	37%

vs.	2017				2018				2019				+/=
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	12	273
brak zaskoczeń	4	8	13	2	9	11	11	7	9	11	7	4	96
in plus	38	37	36	42	33	39	38	38	36	28	38	9	412
suma	67	68	69	69	69	69	69	69	69	69	69	25	781
in minus	37%	34%	29%	36%	39%	28%	29%	35%	35%	43%	35%	48%	35%
in plus	57%	54%	52%	61%	48%	57%	55%	55%	52%	41%	55%	36%	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

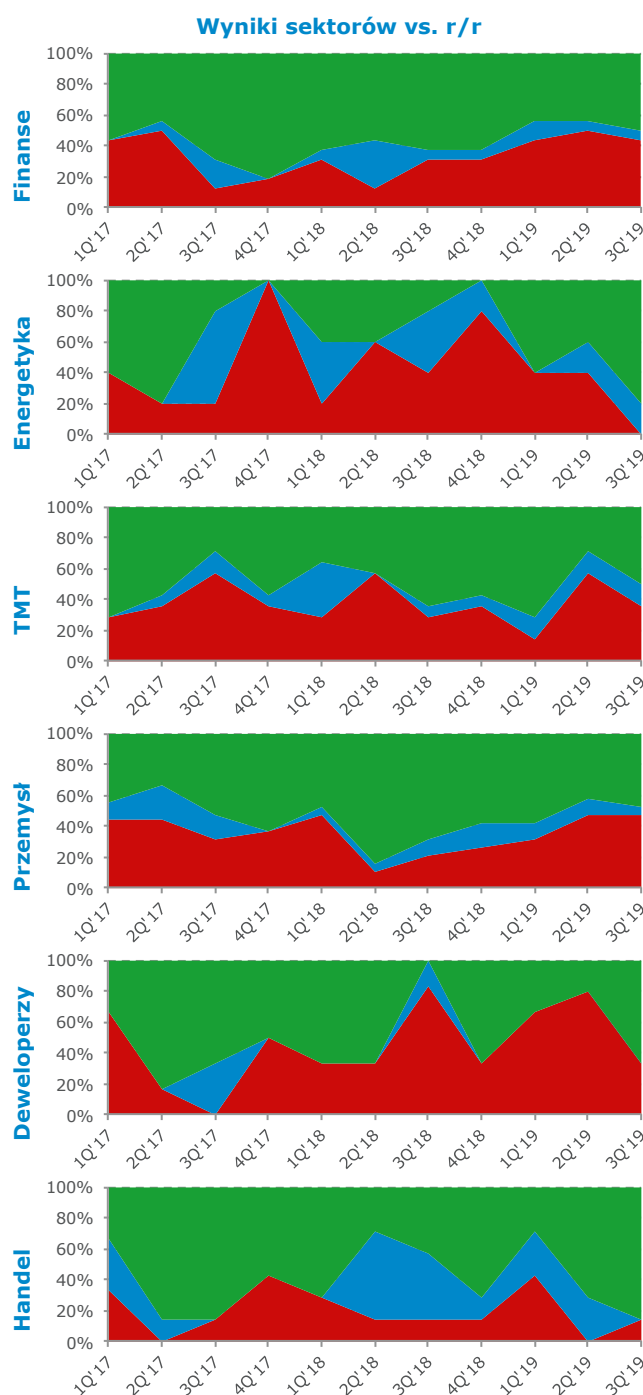
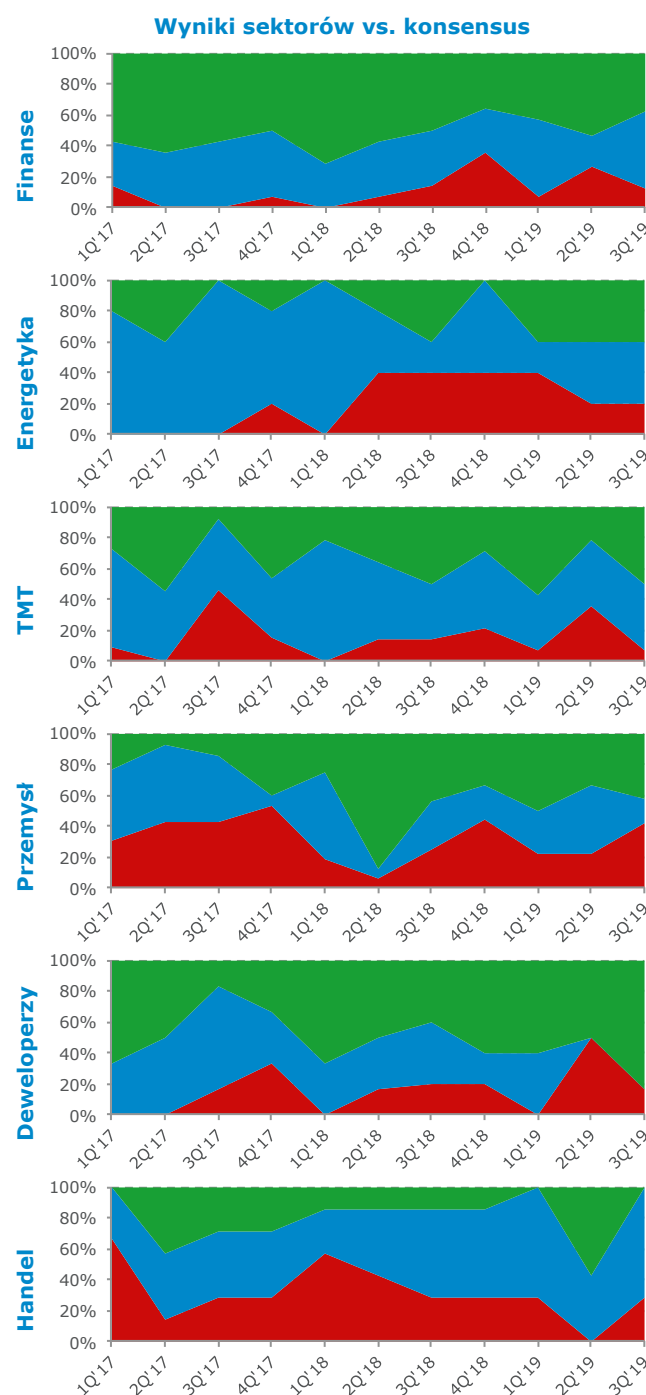
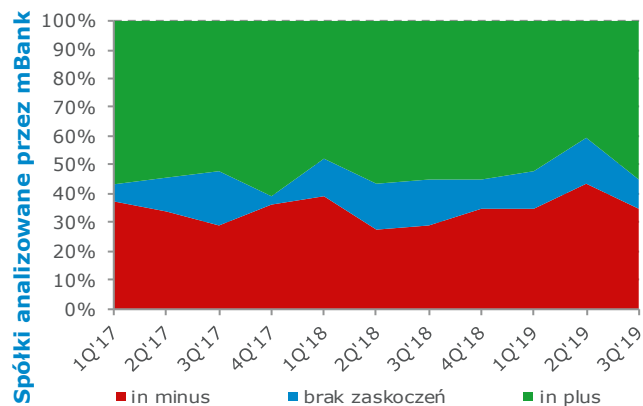
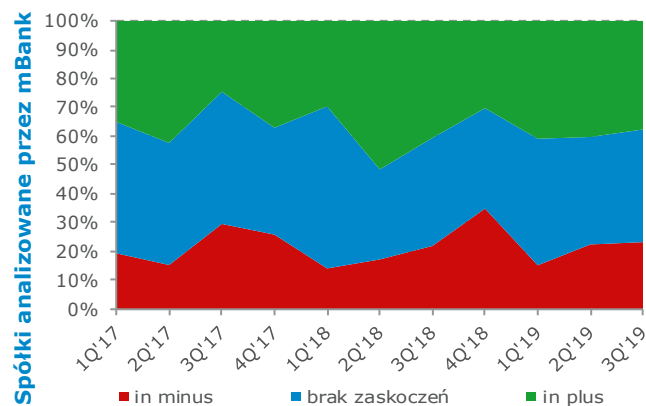
Sektor		Rynek polski	Rynek amerykański	Rynek europejski
Banki	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	PZU, BHW	JPM US, VOYA US	BG AV, PBB GY
	Spółki na minus	ING		
	Kluczowe katalizatory:	Oczekiwanie odnośnie dywidend	Dobre wyniki vs. rekordowo niskie rentowności	Wyczerpany potencjał luzowania monetarnego
Chemia	SENTYMENT	Pozytywny	NEGATYWNY	NEGATYWNY
	Spółki na plus	CIE, ATT		YAR NO
	Spółki na minus	PCR		LXS GY, FPE3 GY, BAS GY, SY1 GY, EVK GY, AKZA NA
	Kluczowe katalizatory:	Spadek cen węgla, gazu	Przestój w Chinach negatywny dla większości producentów	
Deweloperzy	SENTYMENT		POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus		ALEX US, KBH US	
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:		Wsparcie na rekordowo niskich rentownościach	
Energetyka	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	CEZ		
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:	Poszukiwanie bezpiecznego profilu i DYield		
Handel, Konsument	SENTYMENT	Pozytywny	NEGATYWNY	NEGATYWNY
	Spółki na plus	LPP, VRG	HD US, LEVI US	ADS GY
	Spółki na minus	EAT		
	Kluczowe katalizatory:	Wzrost wyników, mocny bilans		
Paliwa	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEGATYWNY	NEGATYWNY
	Spółki na plus	MOL	CXO US, EOG US, FANG US	BP LN
	Spółki na minus	LTS, PKN	EMN US, LYB US, WLK US	
	Kluczowe katalizatory:	Presja na marżę downstream i wysoka ekspozycja na ryzyko epidemii	Słabe wyniki 4Q, nadpodaż w wyniku koronawirusa	
Przemysł	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEGATYWNY	NEGATYWNY
	Spółki na plus	AST, FMF, KSW, STP, TIM	CAT US	GXI GY, TREL B SS
	Spółki na minus	BRS, FTE, FRO		DUE GY, IFX DY
	Kluczowe katalizatory:	Wzrost kosztów, ryzyko braku dostawy kluczowych komponentów z Chin		
Przemysł wydobywczy	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	KGH PW		TKA GY
	Spółki na minus	JSW PW		VOE AV, MT NA
	Kluczowe katalizatory:	Chiny wracają do produkcji, presja na metalach powinna ustępować		
Segment automotive	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEGATYWNY	NEGATYWNY
	Spółki na plus		GM US	VOW3 GY, FCA IM
	Spółki na minus	AML, BRS, MGT, SNK	TESLA US	BMW GY, DAI GY
	Kluczowe katalizatory:	Wzrost kosztów, ryzyko braku dostawy kluczowych komponentów z Chin, spadek sprzedaży		
Technologie, Media	SENTYMENT	POZYTYWNY	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	ASE, ABS	AMZN US, DISCA US, FIS US	SAX GY, TMV GY
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:	W IT wzrosły wyniki, z kolei w mediach brak pozytywnych	Dobre wyniki w 4Q, wysoki zwrot (dywidendy + buy-backi), poprawa wycen na ostatnich spadkach	
Telekomy	SENTYMENT	POZYTYWNY	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	OPL, PLY	CMCSA US	DTE GY, TC1 GY
	Spółki na minus			O2D GY
	Kluczowe katalizatory:	Odbicie na rynku mobilnym, wysokie FCFs	Dobre wyniki 4Q, spadek rentowności obligacji jest tu in-plus, wsparcie wycenowe z M&A (Sprint/T-mobile)	

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

vs.	2017				2018				2019				+/=
konsensus	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	
Finanse													
Alior Bank	-	+	+	+	=	+	=	=	=	-	+	-	75%
Handlowy	-	+	+	=	+	+	-	-	-	-	-	+	50%
ING BSK	+	=	=	=	=	-	=	=	+	+	-	-	75%
Millennium	+	=	+	=	+	+	=	+	+	+	+	-	92%
Pekao	+	=	=	+	=	=	+	+	=	=	=	+	100%
PKO BP	+	+	+	=	+	=	=	=	+	+	=	+	100%
Santander BP	=	+	+	=	=	+	=	-	=	-	=	+	83%
Komercni	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	=	=	100%
Moneta	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	+	=	100%
Erste Group	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
RBI	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	+	=	=	100%
OTP Bank	+	+	+	+	+	+	+	=	=	+	+	=	100%
PZU	+	=	=	+	+	=	+	+	+	=	=	=	100%
Kruk	+	+	=	-	+	+	+	-	+	-	+	+	73%
Skarbiec	=	+	+	+	+	=	+	-	+	+	=	=	91%
GPW	=	=	+	=	+	=	-	-	=	=	+	=	82%
Chemia													
Ciech	=	=	=	+	=	+	=	-	=	=	=	=	91%
Grupa Azoty	+	-	=	-	=	-	-	+	+	=	+	=	64%
Paliwa													
Lotos	+	+	+	=	-	+	=	-	=	=	-	=	73%
MOL	+	+	-	=	=	=	+	+	=	+	=	+	92%
PGNiG	+	-	=	-	=	+	-	-	+	+	-	-	45%
PKN Orlen	=	=	-	=	=	-	=	+	=	+	=	-	75%
Energetyka													
CEZ	=	=	=	+	=	-	+	=	=	+	-	=	82%
Enea	=	+	=	=	=	-	=	=	+	+	+	+	91%
Energa	=	=	=	-	=	=	-	-	-	-	=	=	55%
PGE	=	=	=	=	=	=	-	-	-	=	=	=	73%
Tauron	+	+	+	=	=	+	+	=	+	+	=	+	100%
TMT													
Netia	=	=	+	+	=	=	=	=	=	+	=	=	100%
Orange PL	=	+	=	=	=	+	+	+	=	=	=	+	100%
Play	bd	bd	=	=	=	+	+	+	=	+	+	+	100%
Agora	=	+	=	+	=	+	+	=	+	-	+	=	91%
Cyfrowy	+	=	=	=	+	=	=	=	=	=	=	=	100%
Wirtualna	+	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	100%
Ailleron	bd	bd	-	+	=	=	-	-	+	-	=	=	56%
Asseco BS	=	=	=	+	=	=	+	+	=	=	+	+	100%
Asseco PL	=	=	-	-	+	+	+	+	+	=	+	+	82%
Asseco SEE	=	+	-	=	=	=	+	=	+	=	+	+	91%
Atende	bd	bd	bd	+	=	-	+	-	+	=	-	=	63%
Comarch	-	+	-	-	+	+	+	+	+	-	+	-	58%
11 bit studios	=	+	-	bd	=	-	=	+	-	-	-	-	50%
CD Projekt	+	+	-	+	=	=	-	-	+	+	+	+	73%
Przemysł													
AC	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	=	=	-	+	=	75%
Alumetal	-	=	+	=	=	+	=	-	-	=	=	=	73%
Amica	=	=	-	+	-	+	+	+	=	=	+	=	82%
Apator	=	-	=	-	=	+	=	+	=	=	+	-	75%
Astarta	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	-	-	0%
Boryszew	+	-	+	+	=	=	-	-	=	=	-	=	36%
Cognor	bd	bd	bd	bd	+	+	=	-	-	+	+	-	57%
Famur	bd	-	=	+	+	+	+	+	+	+	-	-	73%
Forte	=	=	-	-	=	+	-	-	+	-	+	+	55%
Grupa Kęty	=	=	=	-	=	+	=	=	=	=	+	+	92%
JSW	+	+	+	-	=	+	=	-	+	+	+	+	73%
Kernel	-	-	-	+	=	-	+	+	-	=	+	+	58%
KGHM	+	=	=	+	=	+	-	-	+	=	+	+	82%
Kruszwica	-	-	=	=	+	+	+	+	+	+	+	-	64%
Mangata	=	-	-	-	+	+	+	-	+	=	=	=	64%
Pozbud	bd	bd	bd	+	=	+	+	=	+	+	-	-	63%
PKP Cargo	=	=	=	-	=	+	+	-	=	-	-	-	64%
Stelmet	-	=	-	+	-	+	+	=	+	+	+	+	75%
TIM	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	+	+	+	+	+	75%
Deweloperzy													
Atal	+	+	-	-	=	+	=	+	+	-	+	+	73%
Dom Dev.	=	+	+	+	+	=	+	=	=	+	+	+	100%
Handel													
AmRest	-	+	+	+	-	-	=	+	-	+	=	-	58%
CCC	-	+	-	-	-	-	-	-	-	+	-	-	17%
Dino	bd	+	=	+	=	=	=	=	=	+	=	=	100%
Eurocash	-	=	-	-	=	=	-	-	=	=	=	=	55%
Jeronimo	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	100%
LPP	=	=	+	=	=	+	+	=	=	+	=	-	75%
VRG	-	-	=	=	-	-	=	=	=	=	=	=	64%

vs.	2017				2018				2019				+/=
r/r	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	
Finanse													
Alior Bank	-	+	+	-	+	+	-	+	-	-	-	-	42%
Handlowy	-	-	+	+	+	+	-	-	-	-	-	+	42%
ING BSK	+	-	+	+	+	=	=	+	=	+	+	=	92%
Millennium	+	-	+	+	+	+	+	+	=	-	=	-	75%
Pekao	-	-	=	+	+	=	+	-	-	+	+	=	67%
PKO BP	-	=	+	+	+	+	+	+	+	+	+	=	83%
Santander BP	-	-	+	+	=	=	-	+	-	-	+	-	50%
Komercni	+	-	-	+	-	+	+	+	+	+	-	=	58%
Moneta	-	-	=	=	+	-	+	+	+	+	+	=	58%
Erste Group	-	-	+	+	+	+	+	+	+	-	+	=	75%
RBI	+	+	+	+	+	=	+	-	-	=	-	=	73%
OTP Bank	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
PZU	+	+	+	+	-	+	+	=	+	-	-	=	73%
Kruk	+	+	=	-	-	=	+	+	+	-	-	=	64%
Skarbiec	+	+	-	+	-	-	-	-	+	+	-	=	45%
GPW	+	+	+	+	-	+	-	-	-	-	+	=	55%
Chemia													
Ciech	+	-	-	+	-	=	-	-	-	=	+	=	45%
Grupa Azoty	-	+	+	+	-	-	-	-	+	+	+	=	55%
Paliwa													
Lotos	+	+	+	-	-	+	=	+	+	=	=	=	82%
MOL	+	+	-	=	-	-	+	+	-	=	=	-	58%
PGNiG	+	=	=	=	-	+	+	-	-	-	-	=	55%
PKN Orlen	+	+	+	=	-	-	-	+	=	+	+	-	58%
Energetyka													
CEZ	-	-	-	-	-	-	+	=	+	+	=	=	45%
Enea	+	+	=	-	=	-	=	-	+	+	+	+	73%
Energa	-	+	+	-	+	+	-	-	-	=	+	=	55%
PGE	+	+	=	=	+	+	=	=	-	-	+	+	64%
Tauron	+	+	+	=	=	-	-	-	+	-	+	+	55%
TMT													
Netia	-	-	-	-	=	-	-	-	-	-	-	+	17%
Orange PL	-	=	=	+	=	-	+	+	=	=	+	+	75%
Play	+	+	+	+	=	=	=	=	+	+	+	+	67%
Agora	+	+	=	+	-	-	+	+	+	-	+	=	73%
Cyfrowy	+	+	-	=	=	=	=	=	=	=	=	=	73%
Wirtualna	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
Ailleron	+	+	-	+	=	+	-	-	+	-	-	=	55%
Asseco BS	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	+	=	91%
Asseco PL	-	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	55%
Asseco SEE	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
Atende	+	-	-	+	=	-	+	-	+	-	-	=	36%
Comarch	-	-	-	-	=	+	+	+	+	+	+	+	58%
11 bit studios	+	-	=	+	+	-	+	+	+	-	-	=	64%
CD Projekt	+	+	-	-	-	-	-	-	-	+	-	-	27%
Przemysł													
AC	-	+	-	-	+	+	+	+	+	-	+	=	64%
Alumetal	-	-	-	+	+	+	+	-	-	-	-	=	36%
Amica	-	=	-	-	-	+	+	+	=	+	+	+	64%
Apator	+	+	+	+	-	+	+	+	+	-	-	-	50%
Astarta	+	+	+	+	-	-	-	-	-	+	-	=	33%
Boryszew	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	+	=	45%
Cognor	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	=	64%
Famur	+	=	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	83%
Forte	-	-	-	-	-	+	-	+	+	-	+	+	100%
Grupa Kęty	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	36%
JSW	+	+	+	+	-	=	=	-	-	=	-	=	64%
Kernel	+	-	-	-	-	+	+	+	-	+	=	-	42%

Zaskoczenia na wynikach wszystkich spółek analizowanych przez mBank oraz wybranych sektorów
vs. konsensus vs. r/r



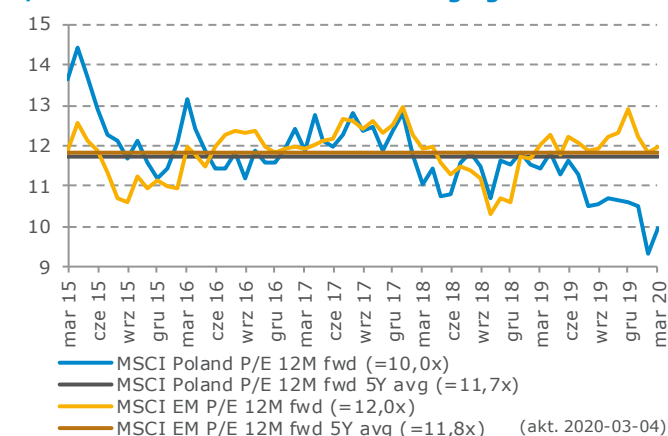
Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank

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

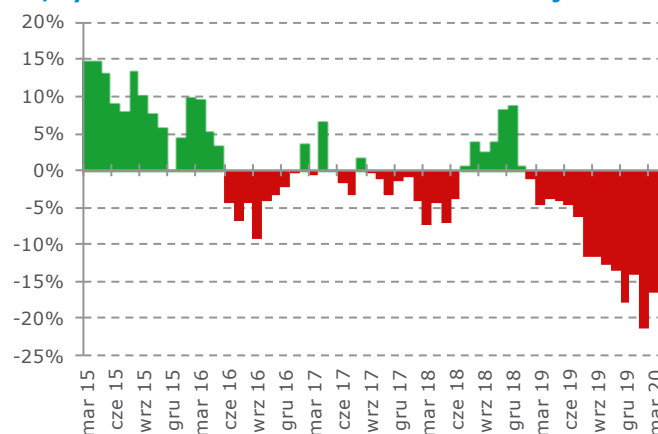
lut 19=0	WIG30		Finanse		Paliwa		Energetyka		Handel		TMT		Chemia		Surowce	
	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank
mar 19	+0%	-1%	+0%	-0%	-2%	-4%	+2%	-6%	-0%	-6%	-1%	+4%	+7%	+0%	+8%	+16%
kwi 19	-2%	-1%	-0%	-0%	-9%	-4%	-1%	-8%	+1%	-6%	-5%	+4%	-9%	+64%	+5%	+16%
maj 19	-3%	-1%	-1%	-3%	-12%	-8%	+4%	+5%	-4%	-11%	-4%	+11%	+20%	+108%	+1%	+8%
cze 19	-4%	-2%	-1%	-1%	-15%	-8%	+5%	+3%	-8%	-29%	-4%	+15%	+30%	+144%	-3%	-5%
lip 19	-5%	-1%	-1%	-4%	-18%	-1%	+3%	+3%	-8%	-29%	-1%	+17%	+62%	+144%	-7%	-5%
sie 19	-5%	-1%	-1%	-3%	-17%	-1%	+3%	+3%	-11%	-29%	-0%	+18%	+77%	+144%	-12%	-2%
wrz 19	-7%	-1%	-1%	-3%	-17%	-1%	-5%	+3%	-14%	-29%	-1%	+16%	+77%	+120%	-14%	-2%
paź 19	-8%	-5%	-4%	-5%	-16%	-7%	-6%	-10%	-17%	-31%	-0%	+17%	+60%	+132%	-15%	+2%
lis 19	-9%	-6%	-4%	-8%	-19%	-4%	-6%	-10%	-19%	-37%	-3%	+20%	+53%	+116%	-17%	-11%
gru 19	-10%	-6%	-3%	-8%	-24%	-4%	-1%	-10%	-25%	-37%	-3%	+20%	+49%	+116%	-20%	-11%
sty 20	-14%	-9%	-5%	-10%	-32%	-10%	-1%	-10%	-28%	-41%	-3%	+21%	+49%	+76%	-21%	-12%
lut 20	-16%	-10%	-7%	-10%	-36%	-10%	-10%	-10%	-30%	-43%	-4%	+12%	+44%	+76%	-25%	-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

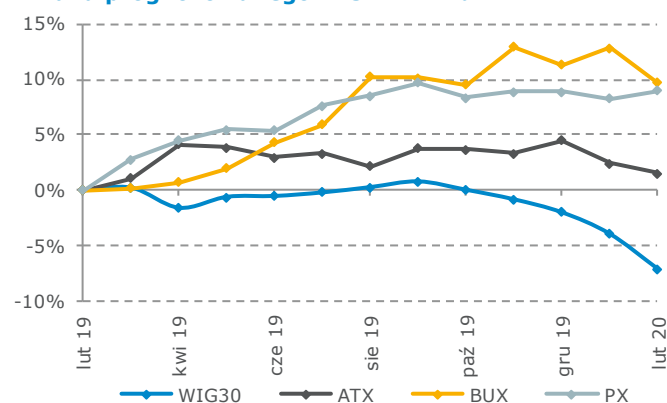


Źródło: Bloomberg, mBank



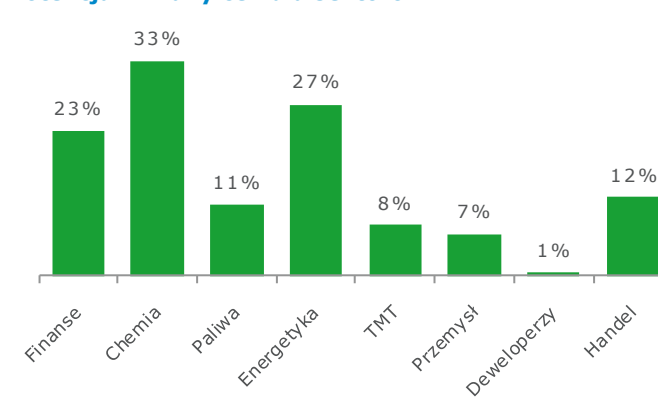
Źródło: Bloomberg, mBank

Zmiana prognozowanego EPS 12M fwd



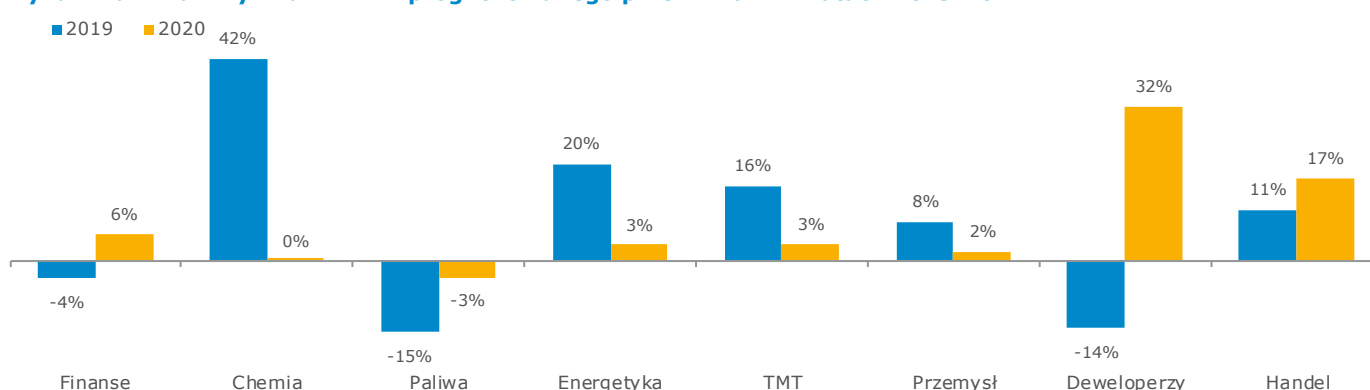
Źródło: Bloomberg, mBank

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 ¹	Rekomendacje ²			TP kons. ³	mBank/ kons. TP	Zysk netto mBank/ kons.			EBITDA mBank/ kons.			Liczba prognoz ⁴
			▲	►	▼			2019	2020	2021	2019	2020	2021	
Finanse														
Alior Bank	kupuj	30,50	9	5	1	35,71	-14,6%	-2%	-15%	-21%				13
Handlowy	akumuluj	63,46	9	2	0	58,44	+8,6%	-1%	+6%	+5%				8
ING BSK	sprzedaj	170,00	2	5	5	197,18	-13,8%	-2%	-4%	-4%				9
Millennium	trzymaj	5,47	4	3	5	6,55	-16,5%	-5%	-37%	-59%				8
Pekao	kupuj	115,20	13	7	0	122,51	-6,0%	+3%	-3%	-4%				16
PKO BP	kupuj	39,69	6	10	3	40,26	-1,4%	-7%	-4%	-4%				14
Santander Bank Polska	trzymaj	287,90	5	10	1	324,31	-11,2%	-7%	-1%	-6%				12
Komercni Banka	kupuj	928,20	8	10	1	906,40	+2,4%	-0%	+1%	+5%				12
Moneta Money Bank	kupuj	94,33	14	0	0	100,33	-6,0%	-4%	+3%	+0%				6
Erste Group	kupuj	36,61	19	4	1	37,56	-2,5%	+4%	+6%	+7%				12
RBI	akumuluj	23,05	12	8	1	26,67	-13,6%	+7%	+5%	+4%				10
OTP Bank	trzymaj	14 681	12	4	2	14 934	-1,7%	-1%	+2%	-				5
PZU	kupuj	41,91	6	6	0	47,22	-11,2%	-2%	+4%	+3%				7
Kruk	kupuj	210,31	3	1	1	210,31	+0,0%	-1%	-3%	+1%				4
GPW	kupuj	47,82	2	3	1	44,38	+7,7%	-5%	-9%	-4%	+3%	+5%	-0%	5/4
Chemia														
Ciech	kupuj	47,46	11	1	0	44,59	+6,4%	-31%	-6%	-13%	-4%	+1%	-4%	9/8
Grupa Azoty	kupuj	30,55	6	2	1	34,64	-11,8%	-15%	-12%	-73%	-2%	+4%	-11%	6/6
Paliwa														
Lotos	trzymaj	67,19	11	2	2	95,25	-29,5%	-6%	-25%	-26%	-3%	-10%	-15%	12/11
MOL	akumuluj	2 726,0	9	3	1	3 338,3	-18,3%	-8%	-14%	-21%	-1%	-5%	-2%	13/13
PGNiG	trzymaj	3,88	5	4	1	4,36	-11,0%	-2%	-23%	+7%	-3%	-11%	+9%	9/8
PKN Orlen	trzymaj	66,70	3	10	4	85,98	-22,4%	-6%	-22%	-30%	-6%	-10%	-16%	15/15
Energetyka														
CEZ	kupuj	592,91	8	6	2	575,66	+3,0%	-7%	-6%	-22%	-1%	+0%	-5%	10/9
Enea	zawieszona	-	4	2	1	9,72	-	-2%	+3%	+3%	+2%	+5%	+3%	6/7
Energia	zawieszona	-	0	5	2	9,66	-	-12%	-13%	-4%	+4%	+2%	-0%	6/7
PGE	zawieszona	-	5	4	4	8,64	-	+23%	+46%	+14%	+8%	+17%	+6%	8/8
Tauron	zawieszona	-	2	7	2	1,73	-	+0%	+33%	+21%	+1%	+14%	+8%	8/9
TMT														
Netia	trzymaj	4,70	4	3	0	5,04	-6,7%	-14%	-15%	-29%	+6%	+3%	+1%	5/6
Orange Polska	akumuluj	7,40	2	10	3	6,95	+6,5%	-25%	+35%	+64%	+7%	+1%	+7%	6/9
Play	akumuluj	36,00	8	5	2	36,82	-2,2%	-5%	+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	trzymaj	26,10	2	9	3	29,63	-11,9%	-2%	-3%	+3%	+1%	+1%	+0%	11/10
Wirtualna Polska	trzymaj	79,70	6	2	0	79,05	+0,8%	-5%	+0%	-3%	-0%	+3%	+3%	5/5
Asseco Poland	trzymaj	59,20	4	4	0	63,68	-7,0%	-6%	-11%	-11%	+6%	+4%	+4%	10/10
Asseco BS	przeważaj	-	1	2	0	28,20	-	+2%	+4%	+108%	+2%	+6%	+7%	2/2
Asseco SEE	przeważaj	-	2	2	0	28,20	-	+5%	+12%	+18%	+2%	+11%	+15%	3/3
Comarch	kupuj	250,00	5	1	0	218,39	+14,5%	+2%	+6%	+4%	-6%	+8%	+6%	6/5
11 bit studios	trzymaj	439,00	7	4	0	465,22	-5,6%	-20%	+9%	+33%	-0%	+18%	+38%	9/9
CD Projekt	trzymaj	284,20	7	10	3	276,40	+2,8%	+14%	+25%	+54%	-8%	+5%	+17%	13/12
Przemysł														
AC	równoważ	-	2	1	0	-	-	+0%	+2%	-3%	+0%	-1%	-1%	2/2
Alumetal	równoważ	-	4	2	0	53,50	-	-3%	-1%	-9%	-1%	+2%	-4%	5/5
Amica	równoważ	-	3	2	0	139,50	-	+4%	+6%	+6%	+1%	+1%	+1%	4/4
Apator	równoważ	-	1	3	0	26,75	-	-19%	+8%	+7%	-6%	+1%	+1%	2/4
Astarta	przeważaj	-	3	2	0	18,10	-	-	-2%	+104%	-13%	+8%	+6%	3/3
Famur	kupuj	4,58	5	1	0	4,93	-7,1%	-25%	+8%	-14%	-13%	+3%	-7%	6/6
Forte	niedoważaj	-	2	3	2	30,25	-	-13%	-12%	-21%	+2%	-4%	-8%	6/6
Grupa Kęty	trzymaj	360,29	6	6	0	413,34	-12,8%	+2%	-5%	-7%	+1%	-3%	-6%	10/10
JSW	trzymaj	15,34	0	5	4	15,88	-3,4%	-10%	-	-	-8%	-24%	-16%	8/8
Kemel	trzymaj	47,25	4	2	0	61,43	-23,1%	+2%	-9%	-2%	-1%	+3%	+2%	4/4
KGHM	trzymaj	76,92	1	6	9	85,49	-10,0%	+3%	-22%	-40%	+3%	-11%	-22%	11/12
PKP Cargo	trzymaj	13,89	4	4	1	20,17	-31,1%	-37%	-	-	-3%	-13%	-17%	6/6
Deweloperzy														
Atal	akumuluj	44,28	5	0	0	44,59	-0,7%	-6%	+7%	-2%	-13%	+8%	+1%	5/5
Dom Development	trzymaj	88,92	3	4	0	94,96	-6,4%	+3%	+3%	+11%	+1%	-2%	+4%	7/6
Handel														
AmRest	trzymaj	40,00	8	5	0	52,10	-23,2%	+18%	-18%	-23%	-4%	-26%	-24%	8/7
CCC	kupuj	135,00	3	10	4	117,55	+14,8%	-	+17%	+41%	-4%	+1%	+8%	15/12
Dino	trzymaj	152,30	7	8	3	154,56	-1,5%	-1%	+3%	+9%	-1%	+2%	+5%	16/16
Eurocash	trzymaj	19,80	9	3	6	23,38	-15,3%	+5%	+0%	+10%	+5%	-11%	-18%	10/10
Jeronimo Martins	trzymaj	16,30	14	11	5	16,60	-1,8%	+22%	+15%	+11%	-0%	+2%	-1%	21/20
LPP	kupuj	10 100	9	7	0	9 224,4	+9,5%	-1%	+10%	+15%	-16%	-11%	-13%	14/13
VRG	kupuj	4,50	7	0	0	4,74	-5,1%	-2%	-12%	-8%	-6%	-5%	-8%	5/5

Źródło: Bloomberg, mBank; ¹cena docelowa Biura maklerskiego mBanku; ²rekomendacje w konsensusie (pozytywne, neutralne, negatywne); ³średnia cena docelowa konsensusu; ⁴liczba 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
Finanse						+16,6%	9,9	9,6		
Alior Bank	kupuj	2020-02-21	26,62	30,50	23,50	+29,8%	7,3	7,2		
Handlowy	akumuluj	2020-02-27	55,90	63,46	53,70	+18,2%	14,4	10,8		
ING BSK	sprzedaj	2020-02-04	202,00	170,00	186,40	-8,8%	14,6	13,7		
Millennium	trzymaj	2020-03-04	5,06	5,47	5,06	+8,1%	8,8	11,0		
Pekao	kupuj	2019-12-05	96,34	115,20	94,78	+21,5%	11,0	10,0		
PKO BP	kupuj	2020-03-04	33,10	39,69	33,10	+19,9%	10,0	9,6		
Santander Bank Polska	trzymaj	2020-02-05	304,00	287,90	272,20	+5,8%	13,0	11,3		
Komercni Banka	kupuj	2019-12-05	792,00	928,20 CZK	730,50	+27,1%	9,1	9,7		
Moneta Money Bank	kupuj	2019-08-28	75,95	94,33 CZK	79,70	+18,4%	10,7	9,9		
Erste Group	kupuj	2020-03-04	29,44	36,61 EUR	29,44	+24,4%	8,2	7,8		
RBI	akumuluj	2019-12-05	21,24	23,05 EUR	18,44	+25,0%	5,2	5,0		
OTP Bank	trzymaj	2019-12-05	14 870	14 681 HUF	14 220	+3,2%	9,8	8,9		
PZU	kupuj	2020-03-04	36,31	41,91	36,31	+15,4%	9,9	9,4		
Kruk	kupuj	2019-12-05	150,90	210,31	137,00	+53,5%	7,8	7,7		
Skarbiec Holding	kupuj	2020-03-04	18,80	21,20	18,80	+12,8%	9,9	7,2		
GPW	kupuj	2020-01-16	40,85	47,82	40,70	+17,5%	13,4	15,3		
Chemia						+33,5%	10,2	8,4	5,2	5,2
Ciech	kupuj	2020-02-13	39,40	47,46	36,85	+28,8%	14,9	8,5	6,5	5,5
Grupa Azoty	kupuj	2020-03-04	22,24	30,55	22,24	+37,4%	5,5	8,2	3,9	5,0
Paliwa						+11,3%	9,1	8,9	4,0	4,3
Lotos	trzymaj	2020-03-04	61,06	67,19	61,06	+10,0%	9,7	7,8	4,9	4,2
MOL	akumuluj	2020-03-04	2 530	2 726 HUF	2 530	+7,7%	8,5	8,6	4,0	4,8
PGNiG	trzymaj	2020-03-04	3,20	3,88	3,20	+21,4%	10,6	12,4	4,0	4,0
PKN Orlen	trzymaj	2020-03-04	62,26	66,70	62,26	+7,1%	5,9	9,2	3,6	4,4
Energetyka						+26,8%	3,3	4,2	3,7	3,6
CEZ	kupuj	2020-02-20	503,00	592,91 CZK	467,60	+26,8%	15,6	12,1	7,1	6,3
Enea	zawieszona	2020-02-27	6,00	-	5,94	-	2,5	2,4	2,9	2,9
Energia	zawieszona	2020-02-27	7,36	-	7,21	-	5,6	5,4	3,7	4,2
PGE	zawieszona	2020-02-27	5,15	-	4,85	-	3,3	4,2	2,6	2,9
Tauron	zawieszona	2020-02-27	1,22	-	1,22	-	2,4	2,0	3,9	3,6
Telekomunikacja, media, IT						+2,2%	28,8	18,0	6,3	6,3
Netia	trzymaj	2019-12-05	4,44	4,70	4,07	+15,5%	28,8	29,1	4,1	4,3
Orange Polska	akumuluj	2019-11-29	6,46	7,40	6,58	+12,5%	94,8	33,9	5,3	5,4
Play	akumuluj	2020-02-05	34,80	36,00	30,76	+17,0%	9,0	8,1	6,0	5,9
Agora	kupuj	2019-10-30	9,50	17,00	11,20	+51,8%	53,4	28,5	7,0	6,7
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2020-03-04	26,24	26,10	26,24	-0,5%	15,0	12,7	6,9	6,7
Wirtualna Polska	trzymaj	2020-02-05	82,20	79,70	75,20	+6,0%	32,5	20,4	12,5	10,1
Asseco Poland	trzymaj	2019-12-05	57,35	59,20	64,20	-7,8%	16,2	15,7	5,3	5,0
Comarch	kupuj	2019-11-25	189,50	250,00	189,50	+31,9%	13,4	13,2	6,3	5,8
11 bit studios	trzymaj	2020-02-05	440,00	439,00	431,00	+1,9%	55,8	44,6	33,5	28,1
CD Projekt	trzymaj	2020-02-05	305,00	284,20	305,80	-7,1%	-	13,1	-	11,4
Przemysł, surowce						+6,6%	6,2	8,7	4,1	4,2
Cognor	trzymaj	2019-12-06	1,20	1,25	1,06	+17,9%	5,7	32,9	4,1	5,7
Famur	kupuj	2020-03-04	2,73	4,58	2,73	+68,1%	6,2	6,1	3,9	3,3
Grupa Kęty	trzymaj	2020-03-04	381,00	360,29	381,00	-5,4%	12,3	13,2	8,4	8,6
JSW	trzymaj	2020-03-04	15,15	15,34	15,15	+1,3%	3,8	-	0,5	2,7
Kemel	trzymaj	2020-02-05	47,20	47,25	43,95	+7,5%	5,0	7,3	4,7	6,3
KGHM	trzymaj	2020-03-04	77,82	76,92	77,82	-1,2%	7,0	8,1	4,1	4,4
PKP Cargo	trzymaj	2020-02-26	13,66	13,89	13,44	+3,3%	11,4	-	2,8	3,4
Stelmet	akumuluj	2020-02-05	7,85	8,92	7,05	+26,5%	-	9,2	4,8	4,0
Deweloperzy						+0,7%	11,7	8,2	10,7	7,4
Atal	akumuluj	2020-02-05	39,80	44,28	38,20	+15,9%	13,4	7,1	13,4	6,8
Dom Development	trzymaj	2019-12-05	93,00	88,92	100,00	-11,1%	9,9	9,2	8,1	8,0
Handel						+12,2%	27,5	18,8	9,9	8,1
AmRest	trzymaj	2020-03-04	39,55	40,00	39,55	+1,1%	31,0	37,6	12,5	11,0
CCC	kupuj	2020-02-21	94,00	135,00	78,20	+72,6%	-	17,3	5,1	3,9
Dino	trzymaj	2020-03-04	155,00	152,30	155,00	-1,7%	37,7	27,8	22,2	16,8
Eurocash	trzymaj	2020-02-05	19,94	19,80	18,53	+6,9%	62,9	37,4	6,9	6,5
Jeronimo Martins	trzymaj	2020-02-05	15,78	16,30 EUR	16,13	+1,1%	19,0	18,8	10,0	8,9
LPP	kupuj	2020-02-05	8 610,00	10 100,00	7 370,00	+37,0%	24,1	16,8	9,9	8,1
VRG	kupuj	2020-02-05	3,93	4,50	3,55	+26,8%	13,7	11,4	4,4	4,0

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
Spółki IT						16,0	11,9	6,9	5,5
Ailleron	równoważ	2020-02-28	6,34	5,90	-6,9%	-	10,0	5,7	3,4
Asseco BS	przeważaj	2020-01-30	32,60	35,60	+9,2%	17,5	16,3	11,3	10,6
Asseco SEE	przeważaj	2020-02-28	28,80	28,00	-2,8%	16,0	13,8	8,1	6,7
Atende	równoważ	2019-12-05	3,06	3,00	-2,0%	10,6	9,9	4,5	4,3
Spółki przemysłowe						12,6	11,0	6,9	6,4
AC	równoważ	2019-12-05	43,20	45,60	+5,6%	11,5	11,5	8,0	7,6
Alumetal	równoważ	2020-02-27	43,50	40,00	-8,0%	12,5	11,0	7,3	6,8
Amica	równoważ	2019-12-05	133,20	125,80	-5,6%	8,5	7,9	5,6	5,6
Apator	równoważ	2020-03-04	20,00	20,00	+0,0%	13,0	10,8	6,8	6,4
Astarta	przeważaj	2020-01-30	15,90	14,40	-9,4%	-	2,7	6,9	2,9
Boryszew	niedoważaj	2020-01-30	4,54	4,35	-4,2%	14,4	11,4	6,9	7,0
Forte	niedoważaj	2020-01-30	32,30	32,35	+0,2%	19,7	13,9	9,3	8,3
Kruszwica	przeważaj	2020-01-30	52,20	57,60	+10,3%	12,7	12,0	6,7	6,5
Mangata	równoważ	2019-12-05	72,00	63,00	-12,5%	7,6	9,0	5,6	6,1
Pozbud	równoważ	2019-12-05	1,80	1,32	-26,9%	3,1	3,0	4,1	5,0
TIM	przeważaj	2019-12-05	10,90	11,75	+7,8%	13,2	11,7	6,9	6,3

Zmiany rekomendacji w przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
AmRest	trzymaj	trzymaj	40,00 PLN	2020-03-04
Apator	równoważ	równoważ	- -	2020-03-04
Cyfrowy Polsat	trzymaj	redukuj	26,10 PLN	2020-03-04
Dino	trzymaj	redukuj	152,30 PLN	2020-03-04
Erste Group	kupuj	akumuluj	36,61 EUR	2020-03-04
Famur	kupuj	kupuj	4,58 PLN	2020-03-04
Grupa Azoty	kupuj	kupuj	30,55 PLN	2020-03-04
Grupa Kęty	trzymaj	trzymaj	360,29 PLN	2020-03-04
JSW	trzymaj	trzymaj	15,34 PLN	2020-03-04
KGHM	trzymaj	redukuj	76,92 PLN	2020-03-04
Lotos	trzymaj	redukuj	67,19 PLN	2020-03-04
Millennium	trzymaj	redukuj	5,47 PLN	2020-03-04
MOL	akumuluj	akumuluj	2726,00 HUF	2020-03-04
PGNiG	trzymaj	trzymaj	3,88 PLN	2020-03-04
PKN Orlen	trzymaj	redukuj	66,70 PLN	2020-03-04
PKO BP	kupuj	akumuluj	39,69 PLN	2020-03-04
PZU	kupuj	trzymaj	41,91 PLN	2020-03-04
Skarbiec Holding	kupuj	kupuj	21,20 PLN	2020-03-04

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
11 bit studios	trzymaj	kupuj	439,00 PLN	2020-02-05
Ailleron	równoważ	równoważ	- -	2020-02-28
Alior Bank	kupuj	trzymaj	30,50 PLN	2020-02-21
Alumetal	równoważ	równoważ	- -	2020-02-27
Asseco SEE	przeważaj	przeważaj	- -	2020-02-28
Atal	akumuluj	kupuj	44,28 PLN	2020-02-05
CCC	kupuj	kupuj	135,00 PLN	2020-02-21
CD Projekt	trzymaj	akumuluj	284,20 PLN	2020-02-05
CEZ	kupuj	kupuj	592,91 CZK	2020-02-20
Ciech	kupuj	kupuj	47,46 PLN	2020-02-13
Dino	redukuj	akumuluj	149,70 PLN	2020-02-05
Enea	zawieszona	kupuj	- -	2020-02-27
Energia	zawieszona	kupuj	- -	2020-02-27
Eurocash	trzymaj	redukuj	19,80 PLN	2020-02-05
Grupa Azoty	kupuj	trzymaj	30,31 PLN	2020-02-05
Grupa Azoty	kupuj	kupuj	30,31 PLN	2020-02-06
Handlowy	akumuluj	akumuluj	63,46 PLN	2020-02-27
ING BSK	sprzedaj	trzymaj	170,00 PLN	2020-02-04
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
PGE	zawieszona	kupuj	- -	2020-02-27
PKN Orlen	redukuj	trzymaj	68,03 PLN	2020-02-03
PKO BP	akumuluj	akumuluj	39,69 PLN	2020-02-05
PKP Cargo	redukuj	redukuj	16,40 PLN	2020-02-05
PKP Cargo	trzymaj	redukuj	13,89 PLN	2020-02-26
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
Tauron	zawieszona	kupuj	- -	2020-02-27
VRG	kupuj	akumuluj	4,50 PLN	2020-02-05
Wirtualna Polska	trzymaj	trzymaj	79,70 PLN	2020-02-05

Statystyki rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Biurem maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	1	1,5%	1	4,3%
redukuj	0	0,0%	0	0,0%
niedoważaj	2	3,1%	1	4,3%
trzymaj	23	35,4%	7	30,4%
równoważ	8	12,3%	2	8,7%
akumuluj	7	10,8%	2	8,7%
kupuj	19	29,2%	9	39,1%
przeważaj	5	7,7%	1	4,3%

Kalendarium wydarzeń

Data	Spółka	Wydarzenie
4 mar 12:00	Stalexport	Konferencja wynikowa za 2019 (Hotel Novotel Warszawa Centrum, Warszawa)
4 mar 12:30	Arctic Paper	Konferencja wynikowa za 2019 (Hotel Radisson Collection, Warszawa)
5 mar	Kruk	Publikacja wyników za 4Q'19
6 mar 12:00	Dom Dev	Publikacja wyników i konferencja za 4Q'19 (Hotel Radisson, Warszawa)
6 mar	CCC	Publikacja wyników za 4Q'19
6 mar	ING BSK	Publikacja wyników za 2019
6 mar	OTP Bank	Publikacja wyników za 4Q'19
6 mar 15:00	OTP Bank	Konferencja wynikowa za 2019 (t: +44 2071943759; ID: 89662459#)
10 mar 11:30	Apator	Konferencja wynikowa za 2019 (Hotel Sheraton, Warszawa)
12 mar	Cyfrowy Polsat	Publikacja wyników za 4Q'19
12 mar 10:00	Cyfrowy Polsat	Konferencja wynikowa za 2019 (Hotel Radisson Collection, Warszawa)
12 mar	Develia	Publikacja wyników za 4Q'19
12 mar	GPW	Publikacja wyników za 4Q'19
12 mar	Lotos	Publikacja wyników za 4Q'19
12 mar	PGNiG	Publikacja wyników za 4Q'19
12 mar	PZU	Publikacja wyników za 4Q'19
12 mar	Wirtualna PL	Publikacja wyników za 4Q'19
13 mar	Agora	Publikacja wyników za 4Q'19
13 mar	Eurocash	Publikacja wyników za 4Q'19
13 mar	Torpol	Publikacja wyników za 4Q'19
16 mar	AC	Publikacja wyników za 4Q'19
17 mar 16:00	CEZ	Publikacja wyników za 4Q'19 i konferencja wynikowa (+44 207 194 3759; ID: 17397572#)
17 mar	BOŚ	Publikacja wyników za 4Q'19
17 mar	KGHM	Publikacja wyników za 2019 rok
18 mar	RBI	Publikacja wyników za 4Q'19
19 mar	Atal	Publikacja wyników za 4Q'19
19 mar	GTC	Publikacja wyników za 4Q'19
19 mar	JSW	Publikacja wyników za 2019 rok
20 mar	Echo Investment	Publikacja wyników za 4Q'19
23 mar	Alumetal	Publikacja wyników za 2019 rok
23 mar	PKP Cargo	Publikacja wyników za 4Q'19
23 mar	Ten Square G.	Publikacja wyników za 4Q'19
25 mar	11 bit studios	Publikacja wyników za 4Q'19
25 mar	Lokum	Publikacja wyników za 4Q'19
26 mar	Budimex	Publikacja wyników za 4Q'19
26 mar	Citi Handlowy	Publikacja wyników za 4Q'19
26 mar	Enea	Publikacja wyników za 4Q'19
26 mar	Grupa Kęty	Publikacja wyników za 2019 rok
27 mar	Erste Bank	Publikacja wyników za 4Q'19
27 mar	Kruszwica	Publikacja wyników za 2019 rok
30 mar	Cognor	Publikacja wyników za 2019 rok
30 mar	Fortep	Publikacja wyników za 2019 rok
30 mar	Unibep	Publikacja wyników za 4Q'19
31 mar	Amica	Publikacja wyników za 2019 rok
31 mar	Atende	Publikacja wyników za 2019 rok
31 mar	Ciech	Publikacja wyników za 2019 rok
31 mar	Mangata	Publikacja wyników za 2019 rok
31 mar	PGE	Publikacja wyników za 4Q'19

Makroekonomia

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna w cenach stałych wzrosła w styczniu o 3,4% r/r, nieco poniżej konsensusu (4,4% r/r), ale powyżej naszej zbyt pesymistycznej prognozy (0,5% r/r). Przegląd kategorii tym razem jest utrudniony najprawdopodobniej przez zmianę próbki przedsiębiorstw 9+, wskutek której liczba reprezentantów w kategorii „Sprzedaż w pozostałych niewyspecjalizowanych sklepach” spadła poniżej progu gwarantującego przestrzeganie tajemnicy statystycznej. Ponieważ nie ma informacji o zmianie klasyfikacji jakiegokolwiek przedsiębiorstwa, zakładamy że nie ma to wpływu na dynamiki w pozostałych kategoriach. Innymi słowy, zakładamy że dane z tej kategorii zostały zaliczone do agregatu sprzedaży, ale nie zostały ujawnione. Dynamiki żywności ukształtowały się na poziomie zbliżonym do poprzedniego miesiąca (realnie -0,9% r/r wobec -0,2% r/r w grudniu), nie nastąpiło zatem oczekiwane przez nas odreagowanie po zaskakująco dobrym grudniu (mierzonym dynamiką m/m). Sprzedaż paliw wzrosła realnie o 2,5% r/r i jest to dynamika idealnie równa średniej z 2019 r. W kategoriach bazowych uwagę powinny zwrócić przede wszystkim niższe dynamiki sprzedaży dóbr trwałych i półtrwałych (meble, RTV i AGD spowolniły z 13,7 do 5,8% r/r; prasa i książki z 7,9 do -3,7% r/r; farmaceutyki z 8,9% do 5,2% r/r). Trend spadkowy w sprzedaży detalicznej nieco wyhamował w ostatnich miesiącach, co jednak nie musi być dobrym omenem dla konsumpcji prywatnej w najbliższych kwartałach. Warto bowiem pamiętać, że użyteczność sprzedaży detalicznej w prognozowaniu wahać dynamiki konsumpcji jest w ostatnich latach zerowa.

Produkcja przemysłowa

Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła o 1,1% r/r, nieco powyżej prognoz (0,3% r/r wg ankiety „Parkietu”), ale blisko naszych szacunków (0,9% r/r). Struktura odczytu okazała się nieco różnić od naszych przewidywań, ale nie są to różnice wpływające na nasz pogląd na polską gospodarkę. Przetwórstwo przemysłowe wzrosło o 5,8% m/m, co jest wynikiem bardzo dobrym przy niekorzystnej różnicy dni roboczych. Tutaj kluczowe okazało się nadrobienie zaległości po świątecznych przestojach – jak pamiętamy, wynik grudnia zeszłego roku był bardzo słaby z uwagi na niekorzystne (lub korzystne – z punktu widzenia długich urlopów) rozmieszczenie dni wolnych od pracy. Pod tym względem przełom 2019 i 2020 jest bardzo podobny do przełomu 2013 i 2014 r. Kolejne miesiące powinny pozostawać pod wpływem efektów bazowych z poprzedniego roku – wyniki przetwórstwa w I kwartale 2019 były prawdopodobnie zawyżone przez produkcję na zapas przed oryginalnym terminem Brexitu i naszym zdaniem dynamiki z roku poprzedniego nie powtórzą się w lutym i marcu b.r.

Po drugie, w styczniu znacząco spadła produkcja w pozostałych sekcjach. W przypadku produkcji energii (-4,2% r/r) nie jest to zaskoczenie – efekt anormalnie ciepłej pogody panującej przez cały miesiąc i zmniejszającego zapotrzebowania na ciepło i energię elektryczną. Produkcja górnictwa tąpnęła aż o 10,4% r/r (tego się nie spodziewaliśmy) i to zaniżyło dynamikę roczną produkcji przemysłowej ogółem o 0,4 pkt. proc. Wahliwość tej kategorii sugeruje możliwość odbicia w lutym (w świetle doniesień prasowych nie jest to jednak pewne), podczas gdy rzut oka za okno wskazuje, że produkcja energii pozostanie niska. Firmy przemysłowe wykazały wolniejszy wzrost cen w styczniu niż w grudniu ubiegłego roku (0,8% vs 1,0% r/r). To wynik niższy od naszej prognozy i mediany oczekiwań rynkowych. Skąd niespodzianka? Pierwsze źródło to ceny koksu i produktów rafinacji ropy naftowej: dynamika tej kategorii okazała się ujemna m/m, choć oczywiście mieści się to w przedziale błędów prognozy. Drugie źródło to samo

bazowe przetwórstwo przemysłowe. Mimo potężnego skoku oczekiwań cenowych, który pociągnął za sobą także modelowe prognozy dla bazowych cen w przetwórstwie, agregat zaskoczył in minus i to solidnie (średnia z modeli +0,3% m/m, realizacja +0,1% m/m). Raczej nie ma co oczekiwać przesunięcia lub rozciągnięcia efektu cenowego na kolejne miesiące – historycznie nie występował. Uśrednienie wyników grudnia i stycznia prowadzi do przekonania, że w polskim przemyśle nie wydarzyło się nic nowego, a momentum jest zbliżone do zera. Dynamika PKB ukształtuje się w I kwartale najprawdopodobniej na poziomie nieco niższym od 3%. Presji cenowej po stronie towarów nie widać – ceny towarów będą stabilizatorem dla inflacji CPI.

Produkcja budowlano-montażowa odbiła w sposób zdecydowany, rosnąc o 6,5% r/r i bijąc na głowę konsensus (-2,1% r/r) i naszą optymistyczną prognozę (3% r/r). Po wyłączeniu czynników sezonowych i kalendarzowych wzrost wyniósł aż 9,4% m/m. W ocenie wyniku budownictwa należy jednak zachować wstrzeźliwość z uwagi na rolę pogody w kształtowaniu styczniowego odczytu i specyficzną sezonowość. Surowe dynamiki produkcji budowlano-montażowej w tym miesiącu kształtują się w przedziale -70-60% m/m, co implikuje, że pomyłka w takim ujęciu o 1 pkt. proc. przekłada się na różnicę w dynamice rocznej rzędu 2,5-3 pkt. proc. Tym niemniej, jest to w wysokim stopniu skorelowane ze stanem pogody, a ta sprzyjała pracom budowlanym w stopniu nienotowanym nigdy w historii szeregu (wysoka temperatura i brak opadów śniegu). Dodatkowym potwierdzeniem może być rekordowo niski odsetek przedsiębiorstw zgłaszających w badaniach koniunktury GUS pogodę jako barierę działalności. W konsekwencji, zdarzające się co jakiś czas wystrzały produkcji budowlanej zimą nie stanowią początku nowego trendu – w najlepszym przypadku implikują stagnację produkcji w ujęciu odsezonowanym w kolejnych miesiącach (przykład – styczeń 2018 r.), w najgorszym – hamowanie i odreagowanie w miesiącach po wystrzale (jak po lutym 2014 r.).

Rynek pracy

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w styczniu o 45 tys. w ujęciu miesięcznym (1,1% w ujęciu rocznym). Liczba ta nie niesie za sobą żadnej nowej informacji odnośnie stanu rynku pracy, gdyż skokowa zmiana w styczniu pojawia się z uwagi na zmianę próbki statystycznej (migracja próby przedsiębiorstw poniżej i powyżej progu 9 pracowników). Jest to więc w pewnym sensie lusterko wsteczne ukazujące to, co już zdążyło się wydarzyć w gospodarce. Jak zwykle, zmiana zatrudnienia jest spójna przynajmniej z jednym sposobem na jej zgadywanie. Nie trafiliśmy, gdyż w poszukiwaniu skoku zatrudnienia zdecydowaliśmy się na rewizję szacunku w górę z uwagi na dość łagodne hamowanie PKB w 2019 roku. O ile sam odczyt jest lustrem wstecznym i prawdziwy stan gospodarki jest dokładnie taki sam przed i po zmianie próby – zmienia się tylko sposób obrazowania przez GUS – punkt startowy dla całego roku plasuje się nisko, co może mieć konsekwencje w kontekście oczekiwań. Gospodarka nadal zwalnia i popyt na pracę również będzie spowalniał. Zaczynając rok na poziomie 1,1% r/r bardzo prawdopodobnym jest, że do końca roku dynamika tego agregatu obniży się poniżej zera. Przeciętne wynagrodzenie brutto wzrosło w styczniu o 7,1% r/r, a więc zgodnie z konsensusem i naszą prognozą (po 7,0% r/r). Zgodnie ze szczegółami podanymi przy okazji przez GUS, wynagrodzenia w górnictwie wzrosły o 1,5% r/r, a więc dokładnie tak, jak prognozowaliśmy zachowanie tej kategorii. Po pierwsze, najprawdopodobniej przyspieszyły wynagrodzenia w przetwórstwie przemysłowym, które jest jednym z niewielu branż o istotnej statystycznie relacji

między styczniowymi dynamikami wynagrodzeń a podwyżką płacy minimalnej. Podobny efekt wystąpił zapewne w części usług. Łącznie skala przyspieszenia płac w styczniu jest zbieżna z szacunkami przygotowywanymi na poziomie sektorów i znacznie mniejsza od pierwszych szacunków, które opiewały nawet na 2 pkt. proc. Jak możemy to interpretować? Po pierwsze, najprawdopodobniej nie doszło do masowych przesunięć siatek płac, a wzrost płacy minimalnej w pierwszej kolejności skompresował rozkład wynagrodzeń (innymi słowy, wzrósł odsetek osób zarabiających płacę minimalną lub zbliżoną kwotę). Na takie konsekwencje wyższej płacy minimalnej wskazywał zresztą ostatni „Szybki monitoring” NBP. Po drugie, jak wskazywaliśmy już w przeszłości, decyzje o dużych podwyżkach płacy minimalnej są z reguły opóźnione względem cyklu koniunkturalnego i z tego względu wchodzą w życie w okresie rozluźniającego się rynku pracy, kiedy spada zarówno pozycja przetargowa pracowników, jak i możliwości finansowe przedsiębiorstw do podnoszenia funduszu płac. Warto zresztą przypomnieć, że hamowanie płac w sektorze przedsiębiorstw ma miejsce od wielu miesięcy i nieprzypadkowo zbiegło się w czasie z hamowaniem popytu na pracę i całej gospodarki w ogólności. Ten ostatni czynnik sugeruje zresztą, że styczniowy odczyt płac może być łabędzim śpiewem tej kategorii i w kolejnych miesiącach wrócimy do trendu spadkowego dynamiki rocznej wynagrodzeń.

Inflacja

Inflacja w styczniu wyniosła 4,4% a więc powyżej naszej prognozy (4,1%) i powyżej mediany oczekiwań rynkowych (4,4%). Rozbicie jest jak zwykle szczytkowe, ale można z niego coś wydedukować. Spora niespodzianka to żywność (+1,7% m/m). Na wysokie ceny owoców (to obserwowaliśmy) nałożyć mogło się echo wzrostów cen wieprzowiny oraz tradycyjny efekt początku roku, kiedy towary we wszystkich kategoriach drożeją z uwagi na zmianę

cenników na początku roku. Mniejsza niespodzianka, ale odczyt potężny, to kategoria mieszkanie (+2,3% m/m). Składa się na nią wzrost cen energii (szacujemy w okolicach 3% m/m) oraz innych podwyżek związanych stricte z opłatami bez energii. Prym w tej drugiej kategorii wiodą śmieci (szacowaliśmy skok na około 22% m/m ale być może był nieco większy). Trzecia kategoria, która zaskoczyła in plus to transport. Jesteśmy niemal pewni, że to ceny biletów lotniczych skorygowały się w dół nieco słabiej po wysoku w grudniu. To kategoria, która robi sporo zamieszania, ale nie ma wiele wspólnego z cyklem. Reszta kategorii to zagadka, ale można szacować, że inflacja bazowa wzrosła w okolice 3,4%. Odczyt za luty będzie na podobnym lub nieco wyższym poziomie. Pompowanie odczytów w górę na tym etapie nie ma sensu, bo przed nami jeszcze rewizja koszyka sprzyjająca niższemu odczytom. Wysoką inflację z początku roku realizuje się, ale poziom jest nieco wyższy. Oczywiście dla RPP jest to zaskoczenie większej wagi, bo prezes NBP komunikował odczyty inflacji poniżej 4%. Nie zmienia się jednak fakt, że to zaskoczenie głównie podażowe (żywność, energia elektryczna), a wzrosty w inflacji bazowej mają mało wspólnego z cyklem (ceny administrowane). Brak rozbicia inflacji na kategorie uniemożliwia przeliczenie inflacji cyklicznej na nowo, ale kategoria ta jest już stosunkowo stabilna od paru miesięcy a ryzyka dla wzrostu PKB w kolejnych kwartałach układają się in minus. Traktowanie inflacji jako przejściowego fenomenu podażowego ma nadal głęboki, ekonomiczny sens. Problemem (aczkolwiek komunikacyjnym) może być sam poziom inflacji, jednak spadkowa perspektywa pozostaje naszym zdaniem bez zmian, podobnie zresztą jak nastawienie RPP i chęć utrzymania stóp na obecnym poziomie.

mBank Research

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

Finanse

Alior Bank

kupuj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Przez ostatnie 12 miesięcy kurs akcji Alior Banku był jednym z najgorzej zachowujących się w całym sektorze EME. Sentyment został dodatkowo zdołowany przez ogłoszenie odpisu związanego ze zwrotem historycznych prowizji. Niemniej jednak uważamy, że oczyszczony wynik Alior Banku z 4Q'19 zwiastuje dobry 2020 rok, a zaprezentowana strategia, jeśliby została zrealizowana, oznacza znaczące podwyżki prognoz dla całego rynku. Niemniej jednak, tak jak pisaliśmy w naszym ostatnim raporcie z 21.02.2020, do odbudowy sentymentu nie wystarczy jeden kwartał dobrych wyników, ale trwała poprawa rentowności. Szansy na poprawę upatrujemy w koszcie ryzyka oraz koszcie finansowania, które są znacząco ponad średnią rynku. Oczyszczony wynik w 2019 r. wyniósł ponad 559 mln PLN co oznacza, że nasza prognoza na 2020 rok na poziomie 419 mln PLN nadal wygląda wyjątkowo konserwatywnie szczególnie, że wpływ zwrotu prowizji na kwartałny wynik odsetkowy będzie niższy niż obecnie zakładamy (70 mln PLN vs 80 mln PLN). Nadal podkreślamy, że kluczowe dla sentymentu będą wyniki 1Q i zaraportowany koszt ryzyka, który według zapewnień Zarządu powinien spaść do 200 p.b. (my oczekujemy 220 p.b.). Podtrzymując nasze konserwatywne założenia i uważamy, że przy obecnym kursie (0,4x P/BV) jest potencjał wzrostu dla akcji przez co pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj.

Cena bieżąca

23,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

30,50 PLN

+29,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	30,50 PLN	2020-02-21

Podstawowe dane			ALR PW	vs. WIG
Ticker	ALR PW	Zmiana 1M	-11,7%	-3,6%
ISIN	PLALIOR00045	Zmiana YTD	-18,1%	-8,4%
Liczba akcji (mln)	129,3	Średni obrót 1M	13,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 037,6	Średni obrót 6M	19,3 mln PLN	
		P/E 12M fwd	6,2	-48,5%
Free float	74,8%	P/E 5Y avg	12,0	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	-1 826	-1 851	-1 871
Saldo rezerw	-930	-1 080	-1 418	-1 449	-1 540
Zysk netto	515	713	414	419	463
P/E	5,9	4,3	7,3	7,2	6,6
P/BV	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4
ROE	8,0%	10,8%	6,2%	5,9%	6,1%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	2 841	3 085	3 210	3 210	3 369
Wynik prowizyjny	453	436	671	691	708
Wynik handlowy	376	476	100	102	104
Pozostałe przychody netto	127	127	137	144	151
Wynik pozaodsetkowy	956	1 039	909	937	963
WNDB	3 797	4 124	4 119	4 147	4 333
Koszty operacyjne	1 930	1 847	1 705	1 851	1 871
Zysk operacyjny	1 867	2 277	2 293	2 296	2 462
Saldo rezerw	930	1 080	1 418	1 449	1 540
Udział w jednostkach zał	0	0	0	0	1
Wynik brutto	937	1 196	875	848	923
Podatek	221	275	232	178	194
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	201	208	229	250	266
Zysk netto	515	713	414	419	463

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2020-21)	0	0%
Korekta o PV	239	3%
Etap II (2022-36)	3 623	52%
Etap III (2037-56)	1 642	24%
Wartość rezydualna	1 423	21%
Wartość godziwa	6 928	100%
Liczba akcji (mln)	129	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	53,60	
Cena docelowa za 9M (PLN)	57,00	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	6 920	-
Etap I (2019-21)	135	-
Korekta o PV	485	-
Etap II (2022-36)	-541	-
Etap III (2037-56)	-347	-
Wartość godziwa	6 713	100%
Liczba akcji (mln)	129	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	51,50	
Cena docelowa za 9M (PLN)	54,70	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	6 989
Zyski ekonomiczne	50%	6 713
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		6 851
Podatek bankowy		-23,86
Wartość godziwa na akcję		28,67
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		30,50

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Kredyty netto	51 267	54 246	59 053	62 564	66 208
Pozostałe aktywa	18 227	19 174	20 434	21 777	23 213
Aktywa razem	69 494	73 420	79 488	84 341	89 421
Depozyty	57 614	62 436	66 945	70 870	75 046
Pozostałe zobowiązania	5 117	4 498	5 592	6 102	6 542
Udziały mniejszościowe	1	0	0	0	0
Kapitały własne	6 761	6 486	6 950	7 370	7 832

Wskaźniki

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

Handlowy akumuluj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Zgodnie z naszymi przewidywaniami ze Strategii inwestycyjnej, Bank Handlowy wszedł w 2020 rok zdecydowanie lepiej niż szeroki indeks WIG-Banki. Katalizatorami dobrego zachowania kursu były względne bezpieczeństwo Banku Handlowego, zarówno w kontekście portfela CHF, jak i zwrotu prowizji od przepłaconych kredytów. Dodatkowo, bank zraportował solidny 4Q'19, który był wolny od istotnych zdarzeń jednorazowych. Pomimo negatywnych zdarzeń jednorazowych w całym 2019 r. nadal uważamy, że konserwatywny portfel Banku Handlowego pozwoli na mitygację wpływu spowalniającego PKB na koszty ryzyka w banku. Co więcej, w 4Q'19 byliśmy świadkami pierwszej rundy materializacji ryzyka frankowego, która naszym zdaniem jest zwiastunem odpisów, które czekają banki w przyszłości. W przypadku Banku Handlowego ekspozycja na hipoteki CHF jest niematerialna. Niska sprzedaż kredytów konsumenckich, która do tej pory ciążyła wizerunkowi Banku Handlowego okazała się być zaletą w momencie, kiedy inne banki ogłaszają kolejne rezerwy oraz negatywny wpływ stosowania wyroku TSUE na wynik odsetkowy idący w dziesiątki i setki mln rocznie. W przypadku Banku Handlowego mówimy o zaledwie 9 mln PLN. Po wzroście kursu stopa dywidendy nie jest już tak atrakcyjna jak jeszcze kilka miesięcy temu, ale mimo to uważamy, że w tym roku może ona wynieść nawet 7%, a w następnych dwóch powinna przekraczać 6%. Zwracamy jednak uwagę, że wysokość tegorocznej dywidendy będzie silnie uzależniona od tego, czy bank zdecyduje się wypłacić zysk niepodzielony z 2018 roku (zarząd ma ogłosić swoją rekomendację w połowie marca). Podsumowując, uważamy że Bank Handlowy zasługuje na premię do sektora ze względu na bezpieczeństwo.

RZiS

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	1 108	1 154	1 205	1 262	1 315
Wynik prowizyjny	550	565	566	585	603
Wynik handlowy	487	491	505	517	527
Pozostałe przychody netto	15	46	46	48	50
Wynik pozaodsetkowy	1 052	1 102	1 117	1 149	1 180
WNDB	2 159	2 256	2 322	2 411	2 495
Koszty operacyjne	1 180	1 254	1 249	1 272	1 299
Zysk operacyjny	980	1 002	1 073	1 139	1 196
Saldo rezerw	64	238	115	130	133
Udział w jednostkach zał	0	0	0	0	0
Wynik brutto	916	764	959	1 010	1 064
Podatek	190	180	201	212	223
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	87	98	108	115	117
Zysk netto	639	487	650	683	724

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2020-21)	1 302	14%
Korekta o PV	522	6%
Etap II (2022-36)	6 426	68%
Etap III (2037-56)	863	9%
Wartość rezydualna	315	3%
Wartość godziwa	9 428	100%
Liczba akcji (mln)	131	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	72,16	
Cena docelowa za 9M (PLN)	76,76	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	8 659	96%
Etap I (2019-21)	101	1%
Korekta o PV	108	1%
Etap II (2022-36)	145	2%
Etap III (2037-56)	6	0%
Wartość godziwa	9 019	100%
Liczba akcji (mln)	131	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	69,03	
Cena docelowa za 9M (PLN)	73,43	

Cena bieżąca 53,70 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 63,46 PLN **+18,2%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	63,46 PLN	2020-02-27

Podstawowe dane		BHW PW	vs. WIG
Ticker	BHW PW	Zmiana 1M	-4,1% +3,9%
ISIN	PLBH00000012	Zmiana YTD	+3,7% +13,4%
Liczba akcji (mln)	130,7	Średni obrót 1M	2,5 mln PLN
MC (mln PLN)	7 016,4	Średni obrót 6M	2,0 mln PLN
		P/E 12M fwd	11,3 -22,4%
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	1 154	1 205	1 262
WNDB	2 079	2 159	2 256	2 322	2 411
Koszty	-1 192	-1 180	-1 254	-1 249	-1 272
Saldo rezerw	-103	-64	-238	-115	-130
Zysk netto	536	639	487	650	683
P/E	13,1	11,0	14,4	10,8	10,3
P/BV	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9
ROE	7,8%	9,1%	6,9%	9,1%	9,4%
DPS	4,60	4,10	3,74	4,04	3,73
DYield	8,6%	7,6%	7,0%	7,5%	6,9%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
Wynik odsetkowy		0,0%	0,0%	0,0%	
Wynik prowizyjny		0,0%	0,0%	0,0%	
Koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%	
Saldo rezerw		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Kredyty netto	19 802	20 589	21 906	22 645	23 241
Pozostałe aktywa	29 503	31 397	32 260	33 104	33 975
Aktywa razem	49 305	51 986	54 166	55 749	57 216
Depozyty	31 057	35 231	37 272	38 843	40 486
Pozostałe zobowiązania	11 191	9 674	9 691	9 507	9 121
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	0
Kapitały własne	7 057	7 081	7 203	7 398	7 610

Wskaźniki

(%)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
NIM	2,5%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
C/I	54,6%	55,6%	53,8%	52,8%	52,0%
CoR	0,3%	1,1%	0,5%	0,6%	0,6%
NPL Ratio	3,0%	3,4%	3,5%	3,5%	3,5%
Tier 1	16,8%	16,7%	16,2%	16,6%	17,0%

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	9 428
Zyski ekonomiczne	50%	9 019
Średnia wartość godziwa		9 224
na akcję (PLN)		70,59
Podatek bankowy		-10,94
Wartość godziwa na akcję		59,66
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		63,46

ING BSK sprzedaj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 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 13,7x oraz P/BV 1,6x notowany jest z premią do regionu CEE na poziomie odpowiednio 45% i 46%. Chociaż uważamy, że pewna premia jest uzasadniona, to jej obecny poziom jest nadal 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. Mając na uwadze ostatnią przecenę polskiego sektora bankowego oraz jego perspektywę, 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 42%-65% (!). 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). Szukając bezpiecznej przystani, preferujemy inwestycje w Komerční Banka i w Bank Handlowy, a następnie w PZU. Oba banki prezentują podobnie konserwatywne podejście do bilansu jak ING, nie są kontrolowane przez Państwo, ale przy tym oferują znacząco wyższą dywidendę, a w przypadku KB także rentowność.

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
Wynik pozaodsetkowy	1 303	1 473	1 498	1 577	1 666
WNDB	4 756	5 233	5 811	6 306	6 839
Koszty operacyjne	2 123	2 327	2 497	2 619	2 721
Zysk operacyjny	2 633	2 906	3 314	3 687	4 118
Saldo rezerw	421	501	628	800	968
Udział w jednostkach zał	0	0	6	11	11
Wynik brutto	2 212	2 405	2 692	2 898	3 160
Podatek	479	507	592	638	695
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	330	372	433	496	546
Zysk netto	1 403	1 526	1 666	1 764	1 918

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%
Wartość godziwa	28 668	100%
Liczba akcji (mln)	130	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	220,36	
Cena docelowa za 9M (PLN)	234,40	

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%
Wartość godziwa	25 481	100%
Liczba akcji (mln)	130	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	195,85	
Cena docelowa za 9M (PLN)	208,34	

Cena bieżąca 186,40 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 170,00 PLN **-8,8%**

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

Podstawowe dane	ING PW	vs. WIG
Ticker	ING PW	Zmiana 1M -7,7% +0,3%
ISIN	PLBSK0000017	Zmiana YTD -8,0% +1,7%
Liczba akcji (mln)	130,1	Średni obrót 1M 2,1 mln PLN
MC (mln PLN)	24 250,6	Średni obrót 6M 1,6 mln PLN
		P/E 12M fwd 12,8 -16,5%
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
Zysk netto	1 403	1 526	1 666	1 764	1 918
P/E	17,3	15,9	14,6	13,7	12,6
P/BV	2,1	1,8	1,7	1,6	1,5
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%	1,7%	1,9%	2,1%	2,2%
Zmiana prognoz	2019P	2020P	2021P		
Wynik odsetkowy	0,0%	0,0%	0,0%		
Wynik prowizyjny	0,0%	0,0%	0,0%		
Koszty razem	0,0%	0,0%	0,0%		
Saldo rezerw	0,0%	0,0%	0,0%		
Zysk netto	0,0%	0,0%	0,0%		

Bilans

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

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%

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%
Cena docelowa za 9M (PLN)		170,00

Millennium trzymaj (podwyższona)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Po znaczącym spadku kursu akcji podnosimy naszą rekomendację dla Millennium z redukcji do trzymaj. Pomimo tego, że w wynikach za 4Q'19 znalazły się wyższe od oczekiwań rezerwy na kredyty CHF w wysokości 223 mln PLN to uważamy, że Bank Millennium może być jednym z najbardziej narażonych banków na dalsze odpisy. KNF zaapelował do banków o ujednolicenie poziomu rezerw, a w porównaniu do kredytów brutto, to właśnie Millennium ma obecnie najniższe rezerwy (pośród analizowanych przez nas banków). Ponadto, 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, co również stwarza zagrożenie dalszych odpisów. Niemniej jednak uważamy, że obecna wycena rynkowa już dyskontuje ww. odpisy nawet w znacznie bardziej czarnym scenariuszu chociaż na długotrwałą poprawę sentymentu trzeba będzie poczekać do rozwiązania spornych kwestii.

Cena bieżąca

5,06 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

5,47 PLN

+8,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	5,47 PLN	2020-03-04
poprzednia	redukcja	5,47 PLN	2020-02-05
Podstawowe dane			
Ticker	MIL PW	Zmiana 1M	-12,2%
ISIN	PLBIG0000016	Zmiana YTD	-13,5%
Liczba akcji (mln)	1 213,1	Średni obrót 1M	4,8 mln PLN
MC (mln PLN)	6 138,4	Średni obrót 6M	5,2 mln PLN
		P/E 12M fwd	6,5
Free float	50,0%	P/E 5Y avg	12,0
			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
Zysk netto	681	761	698	556	454
P/E	9,0	8,1	8,8	11,0	13,5
P/BV	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6
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					
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZIS

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

Bilans

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

Wskaźniki

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Podsumowanie wyceny

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

Pekao kupuj (bez zmian)

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

Pozostawiamy naszą rekomendację kupuj oraz cenę docelową bez zmian. Jesteśmy usatysfakcjonowani wynikami Banku Pekao w 4Q. Bank pomimo wyższych od zakładanych zdarzeń jednorazowych zdołał pobić konsensus, a co ważne, na liniach przychodowych. Pekao ogłosiło dalszą restrukturyzację zatrudnienia w 2020 r., co powinno przełożyć się na rentowność. Podtrzymujemy nasz pogląd, że obecny poziom konsensusu na 2020 rok jest ambitny, ale z drugiej strony nasza obecna prognoza na poziomie 2 482 powinna być w zasięgu banku. Uważamy, że warto również podkreślić defensywny charakter banku z konserwatywnym bilansem, niskim kosztem ryzyka i wysoką dywidendą (c.7% DY). Uważamy, że Bank Pekao nie powinien negatywnie zaskakiwać w 2020 r. zarówno w przypadku zwrotu prowizji z udzielonych kredytów konsumenckich, jak i z powodu dodatkowych rezerw na kredyty CHF.

Cena bieżąca	94,78 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	115,20 PLN	+21,5%

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

Podstawowe dane			PEO PW	vs. WIG
Ticker	PEO PW	Zmiana 1M	-5,4%	+2,7%
ISIN	PLPEKAO000016	Zmiana YTD	-5,6%	+4,0%
Liczba akcji (mln)	262,5	Średni obrót 1M	55,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	24 876,9	Średni obrót 6M	64,2 mln PLN	
		P/E 12M fwd	9,6	-32,3%
Free float	67,2%	P/E 5Y avg	14,2	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
Zysk netto	2 475	2 287	2 259	2 482	2 655
P/E	10,1	10,9	11,0	10,0	9,4
P/BV	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0
ROE	10,7%	9,9%	9,8%	10,4%	10,8%
DPS	8,68	7,90	6,60	6,46	7,09
DYield	9,2%	8,3%	7,0%	6,8%	7,5%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

W związku z doniesieniami medialnymi o przystąpieniu Banku Pekao S.A. do procesu sprzedaży akcji mBanku przez Commerzbank z zamiarem złożenia oferty przedwstępnej, bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania tej kwestii i jej potencjalnego wpływu na wycenę oraz wyniki Banku Pekao S.A. Nasza rekomendacja i prognozy uwzględniają tylko i wyłącznie aktualny status kapitałowy Banku Pekao S.A. oraz oczekiwania dotyczące organicznego wzrostu tego banku. Jednocześnie bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania wpływu ewentualnej transakcji na PZU S.A., w przypadku którego Bank Pekao S.A. jest istotną częścią naszej wyceny.

RZIS

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Podsumowanie wyceny

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

PKO BP kupuj (podwyższona)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Uważamy, że obecna wycena PKO BP znajduje się w atrakcyjnym punkcie szczególnie biorąc pod uwagę nadchodzącą dywidendę. Po ogłoszeniu wyników, nasze prognozy na lata 2020-21 pozostały 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 jest 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 20% potencjał wzrostu. Uważamy, że obecna wycena rynkowa dyskontuje znacznie więcej niż nasz scenariusz odpisów kredytów CHF.

Cena bieżąca

33,10 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

39,69 PLN

+19,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	39,69 PLN	2020-03-04
poprzednia	akumuluj	39,69 PLN	2020-02-05
Podstawowe dane			
Ticker	PKO PW	Zmiana 1M	-4,5% +3,5%
ISIN	PLPKO0000016	Zmiana YTD	-3,9% +5,7%
Liczba akcji (mln)	1 250,0	Średni obrót 1M	87,2 mln PLN
MC (mln PLN)	41 375,0	Średni obrót 6M	94,8 mln PLN
		P/E 12M fwd	9,1 -28,1%
Free float	70,6%	P/E 5Y avg	12,7 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
Zysk netto	3 104	3 741	4 118	4 316	4 563
P/E	13,3	11,1	10,0	9,6	9,1
P/BV	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9
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%	1,7%	4,0%	9,0%	10,7%
Zmiana prognoz				2019P	2020P
Wynik odsetkowy				0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny				0,0%	0,0%
Koszty razem				0,0%	0,0%
Saldo rezerw				0,0%	0,0%
Zysk netto				0,0%	0,0%

RZiS

(mln 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
Wynik pozaodsetkowy	4 220	4 307	4 716	4 769	4 882
WNDB	12 826	13 660	14 949	15 746	16 514
Koszty operacyjne	6 050	6 218	6 608	6 601	6 790
Zysk operacyjny	6 776	7 442	8 341	9 145	9 725
Saldo rezerw	1 617	1 451	1 620	2 224	2 394
Udział w jedn. zal.	22	37	39	41	43
Wynik brutto	5 181	6 028	6 760	6 962	7 373
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
Zysk netto	3 104	3 741	4 118	4 316	4 563

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%
Wartość godziwa	60 159	100%
Liczba akcji (mln)	1 250	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	48,13	
Cena docelowa za 9M (PLN)	51,19	

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%
Wartość godziwa	60 644	100%
Liczba akcji (mln)	1 250	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	48,52	
Cena docelowa za 9M (PLN)	51,61	

Podsumowanie wyceny

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

Santander Bank Polska trzymaj (bez zmian)

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

W 4Q'19 bank zaskoczył pozytywnie na linii kosztów operacyjnych oraz salda rezerw (tutaj sprzedaż NPL). Nasze prognozy, które zostały już podniesione o 2% na 2020 rok oraz o blisko 8% na 2021 r. uwzględniają właśnie niższe koszty, ale i również lepsze niż oczekiwaliśmy zachowanie pozostałych przychodów. Z drugiej strony oczekujemy dość wysokiego salda 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 odcisnę swoje piętno na koszcie 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. W przypadku 80% partycypacji klientów w anulacji nasza wycena wzrosłaby o około 5,5 PLN na akcję, a przy 50% o około 19,5 PLN na akcję, co i tak nie zmienia zalecenia inwestycyjnego.

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
Wynik pozaodsetkowy	2 554	2 904	3 047	3 125	3 210
WNDB	8 296	9 485	9 893	10 414	10 937
Koszty operacyjne	3 769	4 489	3 997	3 985	4 040
Zysk operacyjny	4 527	4 996	5 896	6 428	6 897
Saldo rezerw	1 085	1 219	1 690	1 943	1 959
Udział w jednostkach zał	63	67	67	67	67
Wynik brutto	3 892	3 844	4 273	4 552	5 005
Podatek	727	800	897	956	1 051
Zyski mniejszościowych	-334	-306	-305	-289	-300
Podatek bankowy	-466	-599	-620	-648	-664
Zysk netto	2 365	2 138	2 450	2 659	2 990

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%
Wartość godziwa	34 972	100%
Liczba akcji (mln)	99	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	352,42	
Cena docelowa za 9M (PLN)	374,88	

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%
Wartość godziwa	33 443	100%
Liczba akcji (mln)	99	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	337,01	
Cena docelowa za 9M (PLN)	358,49	

Cena bieżąca 272,20 PLN
Cena docelowa 287,90 PLN **potencjał zmiany** +5,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	287,90 PLN	2020-02-05

Podstawowe dane		SPL PW	vs. WIG
Ticker	SPL PW	Zmiana 1M	-7,1% +0,9%
ISIN	PLBZ000000044	Zmiana YTD	-11,5% -1,8%
Liczba akcji (mln)	102,1	Średni obrót 1M	18,6 mln PLN
MC (mln PLN)	27 788,4	Średni obrót 6M	18,5 mln PLN
		P/E 12M fwd	11,1 -20,3%
Free float	31,7%	P/E 5Y avg	14,0 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
Zysk netto	2 213	2 365	2 138	2 450	2 659
P/E	12,2	11,6	13,0	11,3	10,5
P/BV	1,2	1,1	1,1	1,0	0,9
ROE	10,6%	10,1%	8,5%	9,4%	9,4%
DPS	5,40	3,10	19,72	5,24	6,00
DYield	2,0%	1,1%	7,2%	1,9%	2,2%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
Wynik odsetkowy		0,0%	0,0%	0,0%	
Wynik prowizyjny		0,0%	0,0%	0,0%	
Koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%	
Saldo rezerw		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

Bilans

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

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%

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%
Cena docelowa za 9M (PLN)		287,90

Komercni Banka kupuj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj dla Komercni Banka. 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. Dodatkowo marża odsetkowa powinna być wsparta przez ostanią, niezapowiedzianą podwyżkę stóp procentowych w Czechach. 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 >7% uważamy, że KB prezentuje się najlepiej jako bezpieczna przystań na 2020 rok.

Cena bieżąca

730,50 CZK

potencjał zmiany

Cena docelowa

928,20 CZK

+27,1%

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

Podstawowe dane		KOMB CP	vs. WIG
Ticker	KOMB CP	Zmiana 1M	-6,8% +1,2%
ISIN	CZ0008019106	Zmiana YTD	-11,9% -2,2%
Liczba akcji (mln)	188,9	Średni obrót 1M	159,4 mln CZK
MC (mld CZK)	138,0	Średni obrót 6M	125,7 mln CZK
		P/E 12M fwd	9,8 -25,5%
Free float	39,6%	P/E 5Y avg	13,1 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
Zysk netto	14 930	14 846	15 152	14 271	14 922
P/E	9,2	9,3	9,1	9,7	9,2
P/BV	1,4	1,3	1,3	1,3	1,2
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%	6,4%	7,0%	7,0%	7,0%
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 CZK)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy netto	20 808	22 509	23 616	23 949	25 215
Wynik prowizyjny	6 465	6 219	5 936	5 994	6 093
Wynik handlowy	3 576	3 215	2 952	2 982	3 012
Pozostałe przychody	211	259	185	188	192
WNDB	31 060	32 202	32 689	33 114	34 512
Koszty operacyjne	-13 374	-14 634	-14 997	-15 147	-15 352
Wynik operacyjny	17 686	17 569	17 692	17 966	19 160
Saldo rezerw	391	643	798	-502	-922
Zysk operacyjny netto	18 077	18 209	18 490	17 464	18 238
Zysk jednostek zależnych	209	308	311	327	343
Wyplaty emerytalne	0	0	69	0	0
Zysk brutto	18 286	18 518	18 870	17 791	18 581
Podatek dochodowy	-3 012	-3 349	-3 397	-3 202	-3 345
Zyski mniejszościowych	344	324	321	318	314
Zysk netto	14 930	14 846	15 152	14 271	14 922

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln CZK)	wartość	udział
Etap I (2020-21)	17 524	10%
Korekta o PV	3 961	2%
Etap II (2022-36)	104 437	62%
Etap III (2037-56)	31 352	19%
Wartość rezydualna	11 672	7%
Wartość godziwa	168 946	100%

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

Model zysków ekonomicznych

(mln CZK)	wartość	udział
Początkowe TNAV	86 848	53%
Etap I (2019-21)	18 940	12%
Korekta o PV	6 968	4%
Etap II (2022-36)	44 694	27%
Etap III (2037-56)	6 706	4%
Wartość godziwa	164 157	100%

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

Bilans

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

Wskaźniki

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

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%
Cena docelowa za 9M (CZK)		928,20

Moneta Money Bank kupuj (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian rekomendację kupuj oraz cenę docelową 94,33 CZK na akcję dla Moneta Money Bank. Ani nasze prognozy, ani konsensus nie zawierają pełnego wpływu akwizycji Wüstenrot – stavební spořitelna oraz Wüstenrot hypoteční banka, której zamiar został ogłoszony pod koniec listopada 2019 roku. Moneta zamierza sfinalizować transakcję do kwietnia 2020 roku. Nowa akwizycja ma przynieść bankowi 400 000 nowych klientów, a co za tym idzie 45 mld CZK nowych depozytów oraz 13 mld CZK kredytów. Transakcja ma przełożyć się także na wzrost wyniku operacyjnego o minimum 10%, dochodowości o 15% i wygenerować synergie kosztowe na poziomie 6% obecnej bazy kosztowej (tj. 288 mln CZK). Cena za przejmowane podmioty 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. 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. Szczególną uwagę zwracamy na wycenę banku, która jest obecnie poniżej poziomu sprzed ogłoszenia fuzji.

Cena bieżąca	79,70 CZK	potencjał zmiany
Cena docelowa	94,33 CZK	+18,4%

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

Podstawowe dane		MONET CP	vs. WIG
Ticker	MONET CP	Zmiana 1M	-6,1% +1,9%
ISIN	CZ0008040318	Zmiana YTD	-6,2% +3,5%
Liczba akcji (mln)	511,0	Średni obrót 1M	111,8 mln CZK
MC (mld CZK)	40,7	Średni obrót 6M	92,4 mln CZK
		P/E 12M fwd	10,3 -8,6%
Free float	100,0%	P/E 5Y avg	11,3 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
Zysk netto	3 923	4 200	3 808	4 098	4 139
P/E	10,4	9,7	10,7	9,9	9,8
P/BV	1,6	1,6	1,6	1,5	1,5
ROE	14,8%	16,5%	15,0%	15,8%	15,5%
DPS	9,80	8,00	6,15	5,59	6,01
DYield	12,3%	10,0%	7,7%	7,0%	7,5%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
Wynik odsetkowy		0,0%	0,0%	0,0%	
Wynik prowizyjny		0,0%	0,0%	0,0%	
Koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%	
Saldo rezerw		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

RZiS

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln CZK)	wartość	udział
Etap I (2020-21)	5 354	12%
Korekta o PV	426	1%
Etap II (2022-36)	22 786	51%
Etap III (2037-56)	8 677	20%
Wartość rezidualna	7 187	16%
Wartość godziwa	44 430	100%

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

Model zysków ekonomicznych

(mln CZK)	wartość	udział
Początkowe TNAV	25 237	54%
Etap I (2019-21)	5 806	12%
Korekta o PV	2 002	4%
Etap II (2022-36)	13 672	29%
Etap III (2037-56)	453	1%
Wartość godziwa	47 170	100%

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

Bilans

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

Wskaźniki

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

Podsumowanie wyceny

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

Erste Group kupuj (podwyższona)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Po znaczącym spadku kursu akcji podwyższamy naszą rekomendację akumuluj do kupuj 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 jedno-cyfrowy 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 ze strategii 2020, które zostały obniżone o 3% na 2020 rok oraz o 8% na 2021 rok. Obniżyliśmy także nasze oczekiwania odnośnie wzrostu wyniku odsetkowego (+2% w 2020), podwyższyliśmy nasze oczekiwania odnośnie salda rezerw (o 20% wyższe od pierwotnych prognoz w 2021 roku) oraz podwoiliśmy podatek bankowy na Słowacji. Przy takich założeniach oczekujemy, że Erste wygeneruje ROTE na poziomie 13% w 2020 r. 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%.

Cena bieżąca

29,44 EUR

potencjał zmiany

Cena docelowa

36,61 EUR

+24,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	36,61 EUR	2020-03-04	
poprzednia	akumuluj	36,61 EUR	2019-12-05	
Podstawowe dane			EBS AV	vs. WIG
Ticker	EBS AV	Zmiana 1M	-11,2%	-3,2%
ISIN	AT0000652011	Zmiana YTD	-12,3%	-2,6%
Liczba akcji (mln)	429,8	Średni obrót 1M	28,2 mln EUR	
MC (mln EUR)	12 653,3	Średni obrót 6M	21,8 mln EUR	
		P/E 12M fwd	8,1	-21,7%
Free float	69,5%	P/E 5Y avg	10,3	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
Zysk netto	1 316	1 793	1 547	1 612	1 629
P/E	9,6	7,1	8,2	7,8	7,8
P/BV	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8
ROE	10,0%	12,7%	10,6%	10,7%	10,5%
DPS	1,00	1,20	1,30	1,51	1,57
DYield	3,4%	4,1%	4,4%	5,1%	5,3%
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 EUR)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy netto	4 353	4 582	4 741	4 858	5 063
Wynik prowizyjny	1 852	1 908	1 981	2 053	2 117
Wynik handlowy	270	236	316	332	339
WNDB	6 475	6 726	7 038	7 243	7 519
Poz. wynik operacyjny	-1	3	-164	-20	-13
Podatek bankowy	-106	-112	-137	-172	-174
Koszty operacyjne	-4 158	-4 181	-4 338	-4 450	-4 550
Zysk operacyjny	2 210	2 436	2 399	2 601	2 782
Saldo rezerw	-132	59	-13	-209	-342
Zysk operacyjny netto	2 078	2 495	2 385	2 392	2 440
Zyski nadzwyczajne	0	0	0	0	0
Zysk brutto	2 078	2 495	2 385	2 392	2 440
Podatek dochodowy	-410	-332	-413	-384	-394
Zyski mniejszościowych	-352	-369	-425	-396	-417
Zysk netto	1 316	1 793	1 547	1 612	1 629

Bilans

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

Wskaźniki

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

Wycena sumą części (SOTP)

(mln EUR)	Wartość godziwa	FVPS (EUR)	Zysk netto			P/E			BV	P/BV
			2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P	2019	2019
Austria	5 390	12,54	541	491	482	10,0	11,0	11,2	5 327	1,0
Savings Banks	395	0,92	67	60	64	5,9	6,6	6,2	3 459	0,1
Erste Oesterreich	2 876	6,69	249	231	243	11,5	12,4	11,8	1 868	1,5
Austria pozostała	2 120	4,93	225	199	176	9,4	10,6	12,1	2 311	0,9
CEE ogółem	14 865	34,59	1 164	1 278	1 304	12,8	11,6	11,4	7 367	2,0
Republika Czeska	7 987	18,58	629	657	661	12,7	12,2	12,1	2 581	3,1
Rumunia	1 725	4,01	74	186	180	23,3	9,3	9,6	1 561	1,1
Słowacja	1 842	4,28	207	175	187	8,9	10,5	9,8	1 106	1,7
Węgry	1 625	3,78	155	150	158	10,5	10,8	10,3	1 048	1,5
Chorwacja	1 506	3,50	86	98	106	17,5	15,3	14,2	819	1,8
Serbia	180	0,42	13	12	12	14,2	15,1	14,4	252	0,7
Pozostałe	-5 284	-12,30	-164	-163	-163	32,3	32,5	32,4	-15 005	0,3
Grupa Erste ogółem	14 971	34,83								

Podsumowanie wyceny

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

RBI

akumuluj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Kurs RBI dotkliwie odczuł ostatnią presję na rynki finansowe ze względu na swoją ekspozycję na rynki azjatyckie. Z drugiej strony uważamy, że szeroka ekspozycja RBI na rynki wschodzące będzie jego plusem przy ewentualnym spowolnieniu, zaś największe korzyści może bank czerpać z Rosji, gdzie oczekiwany jest stymulus fiskalny. 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). W czarnym scenariuszu, który zakłada także pozwy od klientów, którzy już spłacili kredyty CHF oraz zaksięgowanie straty jednorazowo, odpis przypadający RBI wyniósłby 5 mld PLN, czyli około 1,15 mld EUR (3,4 EUR na akcję), pochłaniając wynik netto z całego roku. Wyceniamy RBI na 2020 fair P/E 6,2x i P/BV 0,6x, czyli z dyskontem do spółek porównywalnych. Uważamy, że taka wycena jest uzasadniona ze względu na zdecydowanie najniższą rentowność pośród regionalnych banków i całego sektora CEE oraz ryzyko związane z portfelem CHF.

Cena bieżąca

18,44 EUR

potencjał zmiany

Cena docelowa

23,05 EUR

+25,0%

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

Podstawowe dane			RBI AV	vs. WIG
Ticker	RBI AV	Zmiana 1M	-10,8%	-2,8%
ISIN	AT0000606306	Zmiana YTD	-17,6%	-8,0%
Liczba akcji (mln)	328,9	Średni obrót 1M	15,0 mln EUR	
MC (mln EUR)	6 065,7	Średni obrót 6M	9,8 mln EUR	
		P/E 12M fwd	5,3	-38,4%
Free float	41,2%	P/E 5Y avg	8,6	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
Zysk netto	1 116	1 270	1 162	1 216	1 225
P/E	4,6	4,3	5,2	5,0	5,0
P/BV	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4
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%	4,3%	6,3%	5,7%	6,0%
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 EUR)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy netto	3 225	3 362	3 443	3 674	3 835
Wynik prowizyjny	1 718	1 791	1 770	1 822	1 879
Wynik handlowy	56	57	-85	-81	-79
WNDB	4 999	5 210	5 127	5 415	5 635
Koszty całkowite	-2 994	-3 237	-3 229	-3 353	-3 418
Zysk operacyjny	2 004	1 973	1 899	2 062	2 217
Saldo rezerw	-392	-220	-161	-297	-445
Zysk brutto	1 612	1 753	1 738	1 765	1 772
Podatek dochodowy	-366	-355	-430	-412	-408
Zysk netto	1 246	1 398	1 308	1 353	1 363
Zyski mniejszościowych	-130	-128	-146	-137	-139
Zysk netto przypadając	1 116	1 270	1 162	1 216	1 225

Wycena sumą części (SOTP)

(mln EUR)	Wartość godziwa	FVPS (EUR)	Zysk netto			P/E			BV		P/BV
			2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
CEE	3 764	11,44	444	383	381	8,5	9,8	9,9	12,2	0,9	
SEE	3 518	10,69	407	417	409	8,6	8,4	8,6	7,9	1,4	
EE	4 264	12,96	734	754	773	5,8	5,7	5,5	7,7	1,7	
Corporate Center	3 004	9,13	192	214	226	15,7	14,0	13,3	8,8	1,0	
Corporates and Markets	3 736	11,36	326	349	324	11,5	10,7	11,5	11,8	1,0	
Reconciliation	-11 212	-34,09	-794	-762	-748	14,1	14,7	15,0	-10,5	3,3	
Grupa Raiffeisen	7 073	21,50	1310	1355	1365	5,4	5,2	5,2	38,0	0,6	

Bilans

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

Wskaźniki

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

Podsumowanie wyceny

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

OTP Bank trzymaj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

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 38-31% premią na wskaźniku 2020-21 P/BV do średniej CEE (dyskonto na P/E). 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 dywidend ze wskaźnikiem DY powyżej 4% w 2021 r. Chociaż perspektywa wyników rysuje się bardzo obiecująco, widzimy ograniczony potencjał wzrostu wobec innych banków regionalnych, np. austriackich.

Cena bieżąca

14 220,00 HUF

potencjał zmiany

Cena docelowa

14 681,00 HUF

+3,2%

	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	-1,3%	+6,8%
ISIN	HU00000061726	Zmiana YTD	-7,8%	+1,8%
Liczba akcji (mln)	267,0	Średni obrót 1M	8,2 mld HUF	
MC (mld HUF)	3 797,2	Średni obrót 6M	6,0 mld HUF	
		P/E 12M fwd	9,1	-13,0%
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
Zysk netto	281	318	388	425	435
P/E	13,5	11,9	9,8	8,9	8,7
P/BV	2,3	2,1	1,8	1,5	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%	1,7%	3,9%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

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

Bilans

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

Wskaźniki

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

Wycena sumą części (SOTP)

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

Podsumowanie wyceny

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

PZU kupuj (podwyższona)

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

Po znaczącym spadku kursu akcji podwyższamy naszą rekomendację trzymaj do kupuj dla PZU. Oczekujemy, że sentyment w najbliższych dniach będzie wspierany przez ogłoszenie wyników, które mogą być wyższe od konsensusu. Jeżeli PZU podejmie decyzję o wypłacie 80% zysku netto w formie dywidendy, implikowany DPS z naszej prognozy wyniosłby 3,0 PLN/akcję (DY równy 8,2%), zaś w przypadku 50% DPS wyniosłby 1,9 PLN/akcję (DY równy 5,2%). Obecnie konsensus na DPS wynosi 2,875 PLN/akcję, czyli lekko poniżej naszych oczekiwań. Nasze prognozy na kolejne lata pozostają lekko powyżej konsensusu. Oznacza to również, że trend w konsensusie powinien się odwrócić. 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 sprzeżal lub fuzja Alior Banku z jakimkolwiek podmiotem jest obecnie mało realna. Fuzja mogłaby pociągnąć za sobą urealnienie wyceny Aliora na bilansie PZU, a co za tym idzie odpis rzędu c. 1,5 mld PLN. Uważamy, że PZU nie zasługuje na tak głęboką przecenę jakiej doświadczył w ostatnich dniach. PZU jest spółką defensywną z wysoką dywidendą, a zmiany w portfelu inwestycyjnym powinny w części ograniczyć ryzyko związane z ostatnią przeceną na giełdach.

W związku z doniesieniami medialnymi o przystąpieniu Banku Pekao S.A. do procesu sprzedaży akcji mBanku przez Commerzbank z zamiarem złożenia oferty przedwstępnej, bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania tej kwestii i jej potencjalnego wpływu na wycenę oraz wyniki Banku Pekao S.A. Nasza rekomendacja i prognozy uwzględniają tylko i wyłącznie aktualny status kapitałowy Banku Pekao S.A. oraz oczekiwania dotyczące organicznego wzrostu tego banku. Jednocześnie bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania wpływu ewentualnej transakcji na PZU S.A., w przypadku którego Bank Pekao S.A. jest istotną częścią naszej wyceny.

RZiS

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Cena bieżąca	36,31 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	41,91 PLN	+15,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	41,91 PLN	2020-03-04
poprzednia	trzymaj	41,91 PLN	2020-02-05
Podstawowe dane			
Ticker	PZU PW	Zmiana 1M	-9,9%
ISIN	PLPZU0000011	Zmiana YTD	-9,3%
Liczba akcji (mln)	863,5	Średni obrót 1M	63,4 mln PLN
MC (mln PLN)	31 354,5	Średni obrót 6M	63,8 mln PLN
		P/E 12M fwd	9,6
Free float	64,8%	P/E 5Y avg	11,6
			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
Zysk netto	2 910	3 213	3 163	3 319	3 374
P/E	10,8	9,8	9,9	9,4	9,3
P/BV	2,1	2,1	2,1	2,1	2,0
ROE	21,1%	21,7%	21,1%	21,9%	22,0%
DPS	1,40	2,70	2,98	2,93	3,07
DYield	3,9%	7,4%	8,2%	8,1%	8,5%
Zmiana prognoz					
Składka przypisana brutto			0,0%	0,0%	0,0%
Odszkodowania			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik inwestycyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

Bilans

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

Wskaźniki

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

Wycena PZU (bez banków)

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

Wycena sumą części (SOTP)

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

Kruk kupuj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

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 277 mln PLN (vs wstępne 304 mln PLN), co stawia kilka znaków zapytania odnośnie poniesionych kosztów oraz rewaluacji. Dopiero konferencja wynikowa (2020-03-06) 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. Jednocześnie zwracamy uwagę na ryzyko związane z wyborami Prezydenckimi oraz koronawirusem. Wybory w Polsce mogą skłaniać do wprowadzenia szybkich zmian np. w ustawie antylichwiarskiej, zaś koronawirus zagraża windykacji w północnych rejonach Włoch.

Cena bieżąca

137,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

210,31 PLN

+53,5%

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

Podstawowe dane			KRU PW	vs. WIG
Ticker	KRU PW	Zmiana 1M	-15,5%	-7,5%
ISIN	PLKRK0000010	Zmiana YTD	-18,2%	-8,5%
Liczba akcji (mln)	18,9	Średni obrót 1M	7,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 587,5	Średni obrót 6M	7,6 mln PLN	
		P/E 12M fwd	7,8	-39,7%
Free float	87,0%	P/E 5Y avg	13,0	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
Zysk netto	295	330	333	336	351
P/E	8,7	7,8	7,8	7,7	7,4
P/BV	1,8	1,5	1,4	1,3	1,2
ROE	21,9%	20,7%	18,4%	17,0%	16,3%
DPS	5,76	5,00	5,00	8,83	8,91
DYield	4,2%	3,6%	3,6%	6,4%	6,5%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
Nabyte pakiety wierzytelności		0,0%	0,0%	0,0%	
Usługi windykacyjne		0,0%	0,0%	0,0%	
Pozostałe produkty		0,0%	0,0%	0,0%	
Koszty ogólne		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

RZiS

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

Wycena DDM oraz EVA

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

Podsumowanie DCF

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

Podsumowanie wyceny

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

Wycena na akcję

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

Skarbiec Holding kupuj (podtrzymana)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj ale obniżamy naszą cenę docelową do 21,20 PLN na akcję. Nasze prognozy zostały znacząco obniżone ze względu na wysokie prawdopodobieństwo odpływów z wysokomarżowych funduszy inwestycyjnych spowodowanych ostatnimi wydarzeniami na giełdach. Uważamy, że nawet przejściowe odpływy, które mogą mieć miejsce w obecnym, jak i przyszłym kwartale, w połączeniu z coraz niższą opłatą za zarządzanie spowodują spadek opłaty stałej aż o 21%, wobec naszych pierwotnych oczekiwań. Jednocześnie uważamy, że Zarząd w odpowiedzi na spadek aktywów pod zarządzaniem, może w bieżącym roku obrotowym zrezygnować z wysokiej opłaty zmiennej, która w naszych prognozach spadła o blisko połowę. Oznacza to, że prognozowany DY przy obecnej wycenie rynkowej wynosi około 10%-11% za wyjątkiem roku obecnego, w którym DY nadal prognozujemy na 20%. Tak wysoka dywidenda w roku obecnym jest efektem wymśnienego poprzedniego roku. Niemniej jednak 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.

Cena bieżąca	18,80 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	21,20 PLN	+12,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	21,20 PLN	2020-03-04	
poprzednia	kupuj	29,34 PLN	2019-12-05	
Podstawowe dane			SKH PW	vs. WIG
Ticker	SKH PW	Zmiana 1M	-13,4%	-5,3%
ISIN	PLSKRBH00014	Zmiana YTD	-1,1%	+8,6%
Liczba akcji (mln)	6,8	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	128,2	Średni obrót 6M	0,1 mln PLN	
		P/E 12M fwd	5,7	-21,3%
Free float	25,4%	P/E 5Y avg	7,2	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody ogółem	101,5	112,9	76,3	83,6	84,2
opłata stała	80,9	78,3	65,4	60,0	58,4
opłata zmienna	15,2	33,2	9,6	22,4	24,5
Koszty razem	-78,1	-75,0	-61,3	-62,7	-65,0
Zysk netto	19,6	31,2	13,0	17,7	16,4
P/E	6,5	4,1	9,9	7,2	7,8
P/BV	1,3	1,2	1,1	1,2	1,2
ROE	19,3%	30,3%	12,0%	16,3%	15,3%
DPS	2,62	4,45	0,50	3,69	1,80
DYield	13,9%	23,7%	2,7%	19,7%	9,6%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Wynagrodzenie stałe			-11,1%	-21,2%	-21,2%
Wynagrodzenie zmienne			-48,8%	+5,6%	+5,6%
Przychody			-18,6%	-15,3%	-14,8%
Koszty razem			-9,7%	-12,1%	-12,1%
Zysk netto			-40,4%	-22,9%	-22,0%

RZiS

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynagrodzenie stałe	80,9	78,3	65,4	60,0	58,4
Wynagrodzenie zmienne	15,2	33,2	9,6	22,4	24,5
Pozostałe	5,4	1,4	1,2	1,2	1,3
Przychody	101,5	112,9	76,3	83,6	84,2
Koszty dystrybucji	-41,5	-34,3	-28,0	-26,4	-27,5
Koszty świadczeń pracown	-19,8	-24,6	-16,7	-19,3	-20,1
Pozostałe koszty działalnoś	-16,8	-16,1	-16,6	-17,0	-17,4
Koszty operacyjne	-78,1	-75,0	-61,3	-62,7	-65,0
Pozostałe	0,9	0,9	1,0	1,0	1,1
Zysk brutto	24,3	38,8	16,0	21,9	20,3
Podatek dochodowy	-4,7	-7,6	-3,0	-4,2	-3,9
Zysk netto	19,6	31,2	13,0	17,7	16,4
Aktywa detaliczne	4 414	3 457	2 974	3 421	3 589
Aktywa dedykowane	2 375	406	406	406	406
AUM ogółem	6 789	3 862	3 380	3 826	3 995

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
PV Dywidend (Etap I)	82	57%
PV Dywidend (Etap II)	53	37%
PV wartości rezydualnej	8	6%
Wartość godziwa na 07/2019	143	100%
Korekta o wartość pieniądza w czasie	20	
Wartość godziwa	163	
Rozwodnienie (program menadż.)	-6	
Obecna wartość godziwa	158	
Liczba akcji (mln)	6,8	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	23,11	
Cena docelowa za 9M (PLN)	25,02	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowy TNAV	103	78%
Etap I (2019-2026)	21	16%
Etap II - 20-lat	8	6%
Wartość godziwa na 07/2019	132	100%
Korekta o wartość pieniądza w czasie	10	
Wartość godziwa	142	
Rozwodnienie (program menadż.)	-5	
Obecna wartość godziwa	137	
Liczba akcji (mln)	6,8	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	20,10	
Cena docelowa za 9M (PLN)	21,76	

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Środki pieniężne	50,1	53,9	61,3	62,3	63,8
Pozostałe aktywa	67,4	77,9	88,6	90,0	92,2
Aktywa razem	117,5	131,8	149,9	152,3	155,9
Obligacje i kredyty	0,1	0,0	10,9	20,7	19,1
Pozostałe zobowiązania	15,0	28,6	26,2	26,3	27,4
Udziały mniejszościowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitały własne	102,4	103,2	112,8	105,3	109,5

Analiza porównawcza

	P / E			Kapitalizacja/ AUM		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	5,6	5,4	5,3	0,0	0,0	0,0
Maksimum	22,1	17,4	14,4	0,0	0,0	0,0
Mediana	12,9	11,9	11,3	0,0	0,0	0,0
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	33%	158
Zyski ekonomiczne	33%	137
Porównawcza	33%	110

Wycena na akcję

(PLN)	waga	wycena
DDM	33%	23,11
Zyski ekonomiczne	33%	20,10
Porównawcza	33%	16,14
Koszt kapitału 9M		8,3%
Cena docelowa za 9M (PLN)		21,20

GPW kupuj (bez zmian)

Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 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 (6,5% w 2020 i 6,8% w 2021 r. przy obecnej wycenie), niskiej wyceny oraz potencjalnie nowych linii przychodowych. Styczeniowe obroty na GPW i New Connect były wyższe niż średnia z 2019 r., jednakże z szerszą oceną wolumenów na poszczególnych giełdach wchodzących w skład Grupy GPW, wstrzymujemy się do zakończenia pierwszego kwartału. 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, której start został potwierdzony w marcu 2020 r. 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.

Cena bieżąca	40,70 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	47,82 PLN	+17,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	47,82 PLN	2020-01-16

Podstawowe dane			GPW PW	vs. WIG
Ticker	GPW PW	Zmiana 1M	-2,5%	+5,5%
ISIN	PLGPW0000017	Zmiana YTD	+3,6%	+13,2%
Liczba akcji (mln)	42,0	Średni obrót 1M		2,4 mln PLN
MC (mln PLN)	1 708,3	Średni obrót 6M		1,7 mln PLN
EV (mln PLN)	1 687,8	EV/EBITDA 12M fwd	7,9	+2,8%
Free float	64,8%	EV/EBITDA 5Y avg	7,7	premia

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
Zysk netto	159	184	128	111	114
P/E	10,8	9,3	13,4	15,3	15,0
P/BV	2,1	1,9	1,9	1,9	1,9
EV/EBITDA	6,8	8,1	8,2	9,1	10,1
DPS	2,15	2,20	3,18	2,50	2,60
DYield	5,3%	5,4%	7,8%	6,1%	6,4%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
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%

RZiS

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	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
EBIT	186	173	148	127	133
EBITDA	216	205	180	161	170
Udział w zyskach jednostek	10	11	11	11	11
Wynik na działalności finans.	-6	45	-1	-1	1
Zysk brutto	191	226	158	138	144
Podatek dochodowy	-32	-42	-30	-26	-30
Zysk netto	159	184	128	111	114

Bilans

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

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%

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%
Wartość godziwa	44,95	100%
CoE (%)	8,5%	
Cena docelowa za 9M (PLN)	47,81	

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
Wartość firmy	1 887
Liczba akcji (mln)	42
Wartość godziwa na akcję (PLN)	44,97
CoE (%)	8,5%
Cena docelowa za 9M (PLN)	47,83

Podsumowanie wyceny

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

Chemia

Ciech

kupuj (bez zmian)

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

Wyższe kontraktowe ceny sprzedaży sody w Europie (zakładamy +4% na rynku i +6% r/r w Grupie Ciech) przekładają się na około 88 mln PLN dodatkowych przychodów ze sprzedaży w 2020 roku. Dodatkowo naszym zdaniem spadki cen węgla koksującego i gazu ziemnego powinny zrekompensować wyższe koszty nabycia węgla energetycznego (zakładamy niższe koszty surowcowe w 2020 roku o około 19 mln PLN). W efekcie oczekujemy, że mimo ponoszonych kosztów stałych uśpionego zakładu w Rumunii (około 19 mln PLN kwartalnie, z tendencją spadkową), Grupa poprawi oczyszczoną o zdarzenia jednorazowe EBITDA o około 59 mln PLN w 2020 roku. Obecnie według ICIS większe projekty produkcji sody są przewidziane na odległe lata 2023-2024 i zlokalizowane są poza Europą. W średnim terminie cenom sody w naszym regionie sprzyja wzrost produkcji szkła płaskiego (+39% r/r w Polsce w 2019 roku) oraz korzystne postrzeganie przez konsumentów prośrodowiskowej natury szklanych opakowań (względem plastiku). Nie zmieniamy naszej ceny docelowej (47,46 PLN/akcja) oraz nie zmieniamy naszego zalecenia (kupuj).

Cena bieżąca	36,85 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	47,46 PLN	+28,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	47,46 PLN	2020-02-13

Podstawowe dane		CIE PW	vs. WIG
Ticker	CIE PW	Zmiana 1M	-7,8% +0,3%
ISIN	PLCIECH00018	Zmiana YTD	-7,2% +2,5%
Liczba akcji (mln)	52,7	Średni obrót 1M	3,8 mln PLN
MC (mln PLN)	1 942,0	Średni obrót 6M	2,1 mln PLN
EV (mln PLN)	3 590,4	EV/EBITDA 12M fwd	5,3 -10,2%
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	3 577	3 466	3 620
EBITDA skor.	808	633	627	686	699
marża EBITDA	22,6%	17,2%	17,5%	19,8%	19,3%
EBIT skor.	564	358	315	360	363
Zysk netto skor.	373	166	189	228	230
P/E skor.	5,2	11,7	10,3	8,5	8,4
P/BV	0,9	1,0	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA skor.	3,5	5,4	5,7	5,5	5,3
DPS	0,00	7,50	0,00	0,00	2,16
DYield	0,0%	20,4%	0,0%	0,0%	5,9%
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	489	621	630
EBITDA organika	97	76	68	69	72
EBITDA krzemiany	37	34	41	40	41
EBITDA pozostałe	-5	9	-44	-44	-44
EBITDA norm.	808	633	627	686	699
Przepływy oper.	629	454	309	633	618
Amortyzacja	244	275	312	326	336
Kapitał obrotowy	-66	-97	-196	11	-16
Przepływy inv.	-389	-627	-330	-715	-400
CAPEX	402	595	330	715	400
Przepływy fin.	-164	-125	-64	32	-253
Dywidenda/buyback	0	-395	0	0	-114
FCF	234	-170	-28	-81	219
FCF/EBITDA	28%	-26%	-5%	-12%	31%
CFO/EBITDA	75%	69%	56%	92%	88%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Soda (EUR/t)	248	258	258	258	258	258	258	258	258	258	258
Soda Ciech (PLN/t)	847,6	897,3	897,3	897,3	897,3	897,3	897,3	897,3	897,3	897,3	897,3
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	3 577	3 466	3 620	3 696	3 728	3 752	3 767	3 783	3 799	3 816	3 834
EBITDA	554	686	699	713	710	704	692	680	668	655	643
marża EBITDA	15,5%	19,8%	19,3%	19,3%	19,0%	18,8%	18,4%	18,0%	17,6%	17,2%	16,8%
EBIT	242	360	363	388	389	377	357	338	320	304	288
Podatek	56	63	64	70	71	69	65	61	58	54	51
CAPEX	-330	-715	-400	-306	-311	-323	-330	-338	-345	-351	-355
Kapitał obrotowy	-196	11	-16	-8	-3	-2	-2	-2	-2	-2	-2
FCF	-28	-81	219	330	324	309	295	280	264	249	235
PV FCF	-28	-77	194	274	251	224	200	177	156	137	
WACC	6,6%	6,7%	6,8%	6,8%	6,8%	6,9%	6,9%	6,9%	7,0%	7,0%	7,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2020P
Aktywa	4 644	4 831	4 893	5 196	5 277
Aktywa trwałe	3 205	3 559	3 577	3 966	4 032
Kapitał własny	2 188	1 970	2 000	2 228	2 344
Udział mniejszości	-3	0	0	0	0
Dług netto	865	1 464	1 648	1 798	1 763
Dług netto/EBITDA (x)	1,0	2,2	3,0	2,6	2,5
Dług netto/kap. wł. (x)	0,4	0,7	0,8	0,8	0,8

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	5,3	4,3	3,9	5,5	4,9	4,2
Maksimum	53,2	240,2	19,9	14,4	12,8	11,7
Mediana	16,2	12,6	11,2	9,3	8,4	6,2
waga	10%	20%	20%	10%	20%	20%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana wartość FCF	1 508
Dług netto	1 464
Inne korekty	-201
Wycena DCF na akcję (PLN)	45,95

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	43,34
DCF	50%	45,95
Cena wynikowa		44,64
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		47,46

Grupa Azoty kupuj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Lepsze od oczekiwań wyniki 4Q'19 największego europejskiego producenta nawozów Yara oraz dobry outlook Zarządu Yara na IH'20 pod względem sprzedaży i cen zakupu gazu skłaniają nas do bardziej optymistycznego podejścia do założeń cen i wolumenów na 1Q'20 dla Grupy Azoty. Naszym zdaniem uwzględniając obserwowany spadek cen gazu, wzrost cen wybranych nawozów (mocznik, saletra) w efekcie problemów produkcyjnych Chin, Grupa mogłaby zanotować porównywalny r/r wynik w segmencie nawozów w 1Q'20. Dodatkowo pogorszenie r/r rezultatów w segmentach tworzyw sztucznych i produktów chemicznych mogłoby zostać wynagrodzone przez rekompensatę wyższych kosztów CO² dla producentów energochłonnych w wysokości około 100 mln PLN. Warto również zwrócić uwagę, że pierwszy kwartał będzie kluczowy dla całorocznego wyniku Grupy Azoty i może zadecydować o tegorocznych oczekiwaniach analityków odnośnie wyników finansowych. Podwyższamy nasze oczekiwania odnośnie cen nawozów w 2020 i 2021 roku (brak spadku przy niższych cenach gazu) oraz nieznacznie podnosimy oczekiwane wolumeny sprzedaży na 2020 rok. W efekcie podnosimy cenę docelową do 30,55 PLN/akcja (wcześniej 30,31 PLN/akcja) oraz podtrzymujemy rekomendację kupuj dla Grupy Azoty.

Cena bieżąca

22,24 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

30,55 PLN

+37,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	30,55 PLN	2020-03-04	
poprzednia	kupuj	30,31 PLN	2020-02-06	
Podstawowe dane			ATT PW	vs. WIG
Ticker	ATT PW	Zmiana 1M	-12,0%	-3,9%
ISIN	PLZATRM00012	Zmiana YTD	-24,0%	-14,4%
Liczba akcji (mln)	99,2	Średni obrót 1M		3,3 mln PLN
MC (mln PLN)	2 206,1	Średni obrót 6M		2,4 mln PLN
EV (mln PLN)	5 745,1	EV/EBITDA 12M fwd	4,3	-30,9%
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	11 241	11 390
EBITDA skor.	1 262	805	1 512	1 332	1 138
marża EBITDA	13,1%	8,1%	13,1%	11,8%	10,0%
EBIT skor.	672	122	690	465	232
Zysk netto skor.	550	43	438	269	80
P/E skor.	4,0	51,7	5,0	8,2	27,5
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA skor.	2,5	6,3	3,8	5,0	6,9
DPS	0,79	1,20	0,00	0,00	0,00
DYield	3,6%	5,4%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			0,0%	+5,3%	+3,4%
Zysk netto			0,0%	+22,7%	+54,3%
Mocznik (PLN/t)			0,0%	+0,4%	+0,9%
Saletra (PLN/t)			0,0%	+0,5%	+1,1%
Gaz ziemny (PLN/m3)			0,0%	0,0%	0,0%
Melamina (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Poliamid 6 (PLN/t)			0,0%	-0,1%	-0,1%
Propylen (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA nawozy	484	82	1 007	950	726
EBITDA tworzywa	221	192	67	4	25
EBITDA chemia	348	282	202	161	148
EBITDA energetyka	58	94	87	90	98
EBITDA pozostałe	76	114	99	127	141
Przepływy oper.	1 087	1 043	1 538	1 290	1 135
Amortyzacja	590	683	821	867	906
Kapitał obrotowy	13	155	163	4	-2
Przepływy inv.	-709	-1 761	-1 022	-2 013	-2 224
CAPEX	1 063	2 042	1 037	2 013	2 224
Przepływy fin.	39	440	-131	68	951
Dywidenda/buyback	-78	-119	0	0	0
FCF	49	-1 158	476	-738	-1 098
FCF/EBITDA	4%	-151%	33%	-55%	-97%
CFO/EBITDA	92%	136%	105%	97%	100%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Mocznik (PLN/t)	1 616	1 611	1 601	1 611	1 615	1 622	1 629	1 629	1 629	1 629	1 637
Saletra (PLN/t)	1 333	1 332	1 330	1 341	1 344	1 351	1 358	1 358	1 358	1 358	1 365
Gaz ziem. (PLN/m3)	848	752	865	971	971	971	971	971	971	971	971
Przychody	11 538	11 241	11 390	11 665	13 383	13 654	13 879	14 003	14 131	14 221	14 349
EBITDA	1 463	1 332	1 138	1 132	1 512	1 546	1 554	1 521	1 500	1 465	1 492
marża EBITDA	12,7%	11,8%	10,0%	9,7%	11,3%	11,3%	11,2%	10,9%	10,6%	10,3%	10,4%
EBIT	642	465	232	219	300	364	429	440	431	391	418
Podatek	113	61	11	-4	-5	9	24	29	28	22	28
CAPEX	-1 037	-2 013	-2 224	-1 229	-548	-788	-827	-1 013	-1 027	-1 070	-1 074
Kapitał obrotowy	163	4	-2	-4	-23	-4	-3	-2	-2	-1	-2
FCF	476	-738	-1 098	-97	946	745	700	477	443	372	390
PV FCF	480	-703	-992	-79	738	552	488	313	272	214	
WACC	6,1%	6,0%	5,7%	7,4%	6,7%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	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

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	11 738	14 160	15 701	16 117	17 343
Aktywa trwałe	8 070	9 886	11 133	12 283	13 607
Kapitał własny	6 856	6 703	7 099	7 368	7 448
Udział mniejszości	588	625	643	865	874
Dług netto	367	2 226	2 896	3 551	4 789
Dług netto/EBITDA (x)	0,3	2,9	2,0	2,7	4,2
Dług netto/kap. wł. (x)	0,1	0,3	0,4	0,5	0,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	6,8	7,4	5,2	5,4	5,8	5,4
Maksimum	40,9	28,3	14,9	8,9	9,0	8,2
Mediana	13,0	11,0	9,3	7,5	7,4	5,9
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	6 284
Dług netto	2 016
Inne korekty	-625
Wycena DCF na akcję (PLN)	36,73

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	20,74
DCF	50%	36,73
Cena wynikowa		28,74
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		30,55

Paliwa

Lotos

trzymaj (podwyższona)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.klisczcz@mbank.pl

Po ostatnich mocnych spadkach zamykamy już naszą negatywną rekomendację, gdyż aktualna wycena nie generuje już potencjału spadkowego do naszej ceny docelowej, nawet po aktualizacji wyceny porównawczej (korygujemy wycenę do 67,19 PLN za akcję). Nie oznacza to oczywiście, że nasze prognozy są niezagrożone w obecnej sytuacji makro, ale jeszcze trochę za wcześnie na ich obniżenie. Niemniej jednak wskazujemy, że bieżące odczyty marż rafineryjnych nie są jednak póki co zbyt budujące i ich ekstrapolacja na cały rok oznaczałaby konieczność rewizji naszych szacunków. Trochę niepokojące są też raportowane rezultaty operacyjne dotyczące struktury produkcji rafineryjnej za styczeń. Uzyski poprawiają się, ale wciąż sporo brakuje do docelowego poziomu, jakiego rynek oczekiwał po pełnym uruchomieniu instalacji DCU. Możliwe, że w tym wypadku też będzie trzeba skorygować oczekiwania. Konsensus ma tymczasem jeszcze spory dystans do pokonania (nasze prognozy 12-15% poniżej rynku na lata 2020-21), co może nie sprzyjać poprawie sentymentu. Na pewno pozytywnym katalizatorem byłaby reaktywacja tematu przejęcia przez PKN, ale ostatnie komunikaty w sprawie rozmów z KE wskazują, że finalna decyzja może przesunąć się na czerwiec (kalkulacja w oparciu o pierwotny harmonogram i mechanizm „stop the clock”).

Cena bieżąca

61,06 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

67,19 PLN

+10,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	67,19 PLN	2020-03-04	
poprzednia	redukuj	68,47 PLN	2020-02-05	
Podstawowe dane			LTS PW	vs. WIG
Ticker	LTS PW	Zmiana 1M	-18,0%	-9,9%
ISIN	PLLOTOS00025	Zmiana YTD	-26,9%	-17,3%
Liczba akcji (mln)	184,9	Średni obrót 1M	23,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	11 288,4	Średni obrót 6M	24,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	13 932,6	EV/EBITDA 12M fwd	3,4	-37,5%
Free float	46,8%	EV/EBITDA 5Y avg	5,5	dyskonto

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	6,8	7,1	9,7	7,8	8,1
P/BV	1,1	0,9	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	4,5	3,6	4,9	4,2	4,0
DPS	1,00	1,00	3,00	3,00	3,00
DYield	1,6%	1,6%	4,9%	4,9%	4,9%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA LIFO			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Brent (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
USD/PLN			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

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

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%

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	3 127	2 328	2 170	2 849	2 263
CFO/EBITDA LIFO skor.	103%	74%	74%	88%	70%
Capex	1 439	967	1 243	1 510	1 196
Kapitał obrotowy	4 035	4 816	5 193	5 165	5 514
Kapitał własny	10 712	12 035	12 565	13 612	14 446
Dług netto	2 505	1 943	2 644	2 354	1 973
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	2,7	2,8	2,3	2,0	1,9	1,7
Maksimum	67,6	18,6	16,5	11,3	12,0	10,8
Mediana	8,3	7,7	7,1	3,8	4,1	3,9
waga	5%	20%	25%	5%	20%	25%

Podsumowanie DCF

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

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	56,33
DCF	50%	70,08
Cena wynikowa		63,20
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		67,19

MOL akumuluj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Lepsze od oczekiwanych wyniki za 4Q nie były w stanie powstrzymać spadków na kursie MOL-a w obecnym otoczeniu makro, choć ze względu na efekt bazy odniesienia wpływają na podwyższenie naszych szacunków na kolejne lata (głównie w detalu i rafinerii). Przy spadającej wycenie porównawczej obniżamy co prawda nieco naszą cenę docelową do 2 726 HUF, ale przy aktualnej waluacji nadal implikuje to rekomendację akumuluj. Oczywiście widzimy ryzyka dla naszego i tak już konserwatywnego scenariusza makro, ale póki co za wcześnie na rewizję w tym zakresie. Warto odnotować, że w przeciwieństwie do Orlenu czy Lotosu, nasze szacunki w przypadku węgierskiego koncernu są już tylko nieznacznie niższe od konsensusu na poziomie EBITDA. Nie tylko pod tym względem MOL wydaje się nam bezpieczniejszym wyborem. Wyróżnikiem MOL-a jest koncentracja na generacji gotówki, a prognozowany przez nas średnioroczny FCF Yield 2020/22 wynosi >5% (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 1,6x 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). Pod względem wskaźników wyceny, na skorygowanym mnożniku EV/EBITDA LIFO 2020/21, MOL jest już notowany blisko LTS i z 5% dyskontem do PKN.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mld HUF)	2017	2018	2019	2020P	2021P
EBITDA LIFO skor.	673	728	709	680	775
upstream	235	344	305	352	438
rafineria	198	183	169	150	165
detal	97	115	137	150	161
petchem	127	87	83	25	10
gaz	61	50	54	51	53
koszty ogólne	-45	-51	-40	-49	-51
EV/EBITDA LIFO skor.	3,8	3,3	3,8	4,3	4,1
Effekt LIFO	7	19	-16	5	7
Inne zd. jednorazowe	-7	17	-8	0	0
Saldo finansowe	11	-22	-18	-8	-22
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	5,3	4,9	4,6	4,2	4,7
upstream \$ EBITDA/boe	23,7	34,8	28,0	30,9	37,8
Przerób ropy mln ton	18,5	19,2	17,5	17,5	17,5
Wydobycie mboe/d	107,4	110,6	112,0	120,2	126,1

Model DCF (bez segmentu wydobywczego)

(mld HUF)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Brent (USD/Bbl)	65	70	75	75	75	75	75	75	75	75	75
Marża+dyferencjał	5,5	5,5	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
USD/HUF	281	272	272	272	272	272	272	272	272	272	272
Przychody	4 233	4 380	4 674	4 677	4 679	4 681	4 684	4 686	4 689	4 692	4 692
EBITDA	333	344	394	403	405	408	410	413	415	418	418
marża EBITDA	7,9%	7,9%	8,4%	8,6%	8,7%	8,7%	8,8%	8,8%	8,9%	8,9%	8,9%
EBIT	111	97	144	154	163	162	161	159	155	154	199
Podatek	33	30	43	45	48	48	47	46	45	44	38
CAPEX	-493	-366	-230	-219	-219	-219	-219	-219	-219	-219	-219
Kapitał obrotowy	38	-10	-17	1	2	1	1	1	1	0	0
FCF	-155	-62	104	139	140	142	145	148	151	155	161
PV FCF	-146	-55	86	107	100	94	89	84	80	75	
WACC	6,7%	6,8%	7,1%	7,4%	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

2 530 HUF

potencjał zmiany

Cena docelowa

2 726 HUF

+7,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	akumuluj	2 726 HUF	2020-03-04
poprzednia	akumuluj	2 816 HUF	2020-02-05
Podstawowe dane			
Ticker	MOL HB	Zmiana 1M	-1,6%
ISIN	HU0000153937	Zmiana YTD	-13,9%
Skor. I. akcji (mln)	753,1	Średni obrót 1M	2 701,0 mln HUF
MC (mln HUF)	1 905 232,8	Średni obrót 6M	2 038,3 mln HUF
EV (mln HUF)	2 763 872,8	EV/EBITDA 12M fwd	4,3
Free float	53,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,3

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mld HUF)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przychody	4 130	5 169	5 267	4 561	4 749
EBITDA	673	764	685	685	783
marża EBITDA	16,3%	14,8%	13,0%	15,0%	16,5%
EBIT	354	353	294	286	339
Zysk netto	307	301	223	221	241
P/E	6,2	6,3	8,5	8,6	7,9
P/BV	1,1	1,0	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	3,9	3,3	4,0	4,8	4,2
DPS	78,13	127,50	142,44	136,02	142,82
DYield	3,1%	5,0%	5,6%	5,4%	5,6%
Zmiana prognoz					
CCS EBITDA			+3,1%	+2,0%	+2,0%
Zysk netto			-2,6%	+3,2%	-4,4%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Marża petchem (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Brent (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%

Bilans i CF

(mld HUF)	2017	2018	2019	2020P	2021P
CF operacyjny	560	596	704	675	709
CFO/EBITDA LIFO skor.	83%	82%	99%	99%	91%
Capex	286	380	596	1 089	562
Kapitał obrotowy	248	300	286	248	258
Kapitał własny	1 741	1 994	2 151	2 255	2 374
Dług netto	435	314	559	1 098	1 095
Dług netto/EBITDA (x)	0,6	0,4	0,8	1,6	1,4

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	2,7	2,8	2,3	2,0	1,9	1,7
Maksimum	67,6	18,6	16,5	11,3	12,0	10,8
Mediana	9,5	7,9	7,3	4,2	4,0	3,8
waga	5%	20%	25%	5%	20%	25%

Podsumowanie DCF

(mld HUF)	
Beta	0,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdykontowana wartość FCF	1 630
Dług netto i korekty	337
Segment wydobywczy	713
Wycena DCF na akcję (HUF)	2 815

Wycena

(HUF)	waga	cena
Porównawcza	50%	2 313
DCF	50%	2 815
Cena wynikowa		2 564
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		2 726

PGNiG

trzymaj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Nasze prognozy EBITDA na ten rok plasują się 10% poniżej konsensusu, ale w kolejnych latach zakładamy póki co stopniowy powrót cen gazu do 18 EUR/MWh. Aktualne odczyty na krzywej terminowej póki co nie potwierdzają takiego scenariusza (1Y FWD <15 EUR/MWh), co rodzi ryzyko rewizji naszych szacunków. Globalny bilans, oprócz kolejnego słabego sezonu grzewczego (napełnienie magazynów w UE na koniec lutego na poziomie 60% vs 5-letnia średnia na poziomie 36%), jest obecnie pod dodatkową presją oczekiwanego spowolnienia gospodarczego (recesji). Na ten moment nie jesteśmy jeszcze w stanie odzwierciedlić wpływu rozprzestrzeniania się koronawirusa w naszym scenariuszu cen surowców, ale ewidentnie ryzyko jest po stronie negatywnej. Jednocześnie nie można zignorować bardzo dobrych wstępnych wyników za 4Q, które upoważniają do bardziej optymistycznych kalkulacji praktycznie we wszystkich segmentach. Z ostateczną rewizją naszych prognoz poczekamy do publikacji pełnego raportu kwartalnego, wówczas też odniesiemy się do założeń makro. Na ten moment zdecydowaliśmy się uwzględnić tylko bieżące mnożniki w grupie porównawczej, co skutkuje obniżeniem ceny docelowej do 3,88 PLN/akcję. Ze względów opisanych powyżej na razie utrzymujemy jednak neutralną rekomendację. W krótkim terminie na pewno istotnym katalizatorem może być finalny wyrok arbitrażu w sporze z Gazpromem, który powinniśmy poznać do końca marca.

Cena bieżąca

3,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

3,88 PLN

+21,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	3,88 PLN	2020-03-04	
poprzednia	trzymaj	4,06 PLN	2020-01-28	
Podstawowe dane			PGN PW	vs. WIG
Ticker	PGN PW	Zmiana 1M	-10,2%	-2,1%
ISIN	PLPGNIG00014	Zmiana YTD	-26,2%	-16,5%
Liczba akcji (mln)	5 778,3	Średni obrót 1M	17,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	18 467,5	Średni obrót 6M	22,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	21 128,4	EV/EBITDA 12M fwd	3,2	-34,8%
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
Zysk netto	2 923	3 212	1 738	1 487	2 253
P/E	6,3	5,7	10,6	12,4	8,2
P/BV	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	2,9	2,6	4,0	4,0	3,1
DPS	0,20	0,07	0,11	0,12	0,10
DYield	6,3%	2,2%	3,4%	3,8%	3,2%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Brent (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Gaz EU (EUR/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
USD/PLN			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

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

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%

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	4 816	5 814	4 364	4 854	5 121
CFO/EBITDA	73%	82%	83%	89%	75%
Capex	3 162	4 534	5 492	4 711	4 151
Kapitał obrotowy	5 280	5 358	5 447	4 802	4 900
Kapitał własny	33 626	36 634	37 686	38 428	40 037
Dług netto	428	-223	2 663	3 260	2 930
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	18,7	18,9	18,1	12,7	12,7	12,5
Mediana	11,2	10,4	9,8	5,6	5,4	5,1
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
Wycena DCF na akcję (PLN)	3,99

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	4,38
DYield-porównawcza	17%	1,68
DCF	50%	3,99
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		3,88

PKN Orlen trzymaj (podwyższona)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Niższa wycena porównawcza wpływa na korektę naszej ceny docelowej do 66,7 PLN/akcję, ale po ostatnich mocnych spadkach zamykamy już naszą negatywną rekomendację dla akcji Orlenu. Warto jednak podkreślić, że nasz scenariusz makro (oparty na normalizacji marż modelowych do długoterminowych średnich), który niedawno był jeszcze postrzegany jako mocno konserwatywny, może okazać się zbyt optymistyczny. Większość kluczowych benchmarków w rafinerii i petrochemii ubija dno (nadpodaż, pogoda, koronawirus, gaz, rozczarowanie efektem IMO), ale na razie wstrzymujemy się jeszcze z aplikowaniem tych odczytów do naszych prognoz. Niemniej jednak aktualnie ryzyko przechylone jest na stronę negatywną i dlatego ostatnia przecena nie jest w naszej opinii okazją do kupna. Spółka zaskoczyła negatywnie wynikami za 4Q, kolejny kwartał zapowiada się również słabo, a konsensus powinien obniżyć się o 10-15% na poziomie EBITDA. Komunikowana przez Zarząd ekspansja inwestycyjna (średnioroczny wzrost organicznych wydatków o co najmniej 2 mld PLN rocznie) mogą naszym zdaniem nadal obciążać 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. 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%). Rynek może też sceptycznie odebrać oczekiwane podniesienie ceny w wezwaniu na Energe.

Cena bieżąca

62,26 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

66,70 PLN

+7,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	66,70 PLN	2020-03-04	
poprzednia	redukuj	68,03 PLN	2020-02-03	
Podstawowe dane				
			PKN PW	vs. WIG
Ticker	PKN PW	Zmiana 1M	-14,7%	-6,7%
ISIN	PLPKN0000018	Zmiana YTD	-27,5%	-17,8%
Liczba akcji (mln)	427,7	Średni obrót 1M	96,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	26 629,2	Średni obrót 6M	82,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	33 077,2	EV/EBITDA 12M fwd	3,8	-28,0%
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
Zysk netto	6 655	5 556	4 489	2 906	2 823
P/E	4,0	4,8	5,9	9,2	9,4
P/BV	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA	2,7	3,3	3,6	4,4	4,6
DPS	3,00	3,00	3,50	3,50	3,50
DYield	4,8%	4,8%	5,6%	5,6%	5,6%
Zmiana prognoz					
EBITDA LIFO			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Marża petchem (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
USD/PLN			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
EBITDA LIFO skor.	9 581	8 392	9 312	7 661	7 254
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
EV/EBITDA LIFO skor.	3,0	3,7	3,4	4,2	4,6
Efekt LIFO	788	860	-148	-81	450
Inne zd. jednorazowe	709	636	-96	0	0
Saldo finansowe	60	-104	-11	-239	-262
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	5,1	4,3	4,0	3,0	2,9
detal EBITDA/tonę	232	294	311	309	311
Przerób ropy mln ton	33,2	33,4	33,9	32,8	32,8
Prod. petch. (tys. ton)	3 551	3 616	3 781	3 781	3 781

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	1 446	
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%

Bilans i CF

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

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	5,4	5,2	5,5	2,1	2,2	2,1
Maksimum	67,6	130,5	42,6	18,0	17,2	15,9
Mediana	9,4	8,2	7,5	4,9	4,8	4,6
waga	5%	20%	25%	5%	20%	25%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdykontowana wartość FCF	34 229
Dług netto	6 437
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	64,98

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	60,51
DCF	50%	64,98
Cena wynikowa		62,74
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		66,70

Energetyka

CEZ

kupuj (bez zmian)

Kamil Kliszczyk

+48 22 438 24 02

kamil.kliszczyk@mbank.pl

Od początku 2019, mimo ostatniej przeceny na globalnych rynkach, europejskie spółki użyteczności publicznej wzrosły już ponad 35%, podczas gdy całkowity zwrot z akcji CEZ w tym okresie oscyluje wokół -12%. W tym samym czasie sektorowy wskaźnik EV/EBITDA 12M FWD wzrósł z 7,2x do 8,1x, co implikuje ponad 20% dyskonto w waluacji czeskiego koncernu. Oczywiście Spółka ma swoje słabe strony w kontekście kryteriów ESG, ale warto zwrócić uwagę, że emisyjność floty wciąż jest znacznie niższa od średniej (dodatnia korelacja rentowności z CO₂), temat dekarbonizacji aktywów został zaadresowany (do 2030 roku spadek generacji węglowej z 41% poniżej 30%, przy zamknięciu połowy mocy), a udział bezpiecznych/czystych biznesów w EBITDA przekracza 50% (warto w tym miejscu wspomnieć o dynamicznym rozwoju ESCO, który wg naszych założeń w 2025 roku może dokładać już nawet 3,6 mld CZK na linii EBITDA). Oferowana stopa dywidendy przewyższa o 3 punkty procentowe powyżej sektorowej średniej oraz o ponad 6 punktów procentowych powyżej rentowności 10Y czeskich obligacji rządowych i nie widzimy w średnim terminie zagrożeń dla utrzymania polityki w tym zakresie. W najbliższych 5 latach zakładamy średnie nakłady inwestycyjne na poziomie 34 mld CZK rocznie (od 2022 roku 15% powyżej oficjalnego planu Zarządu). W zestawieniu z mocnymi wynikami na linii EBITDA, taki scenariusz wciąż implikuje średni FCF/EV yield na poziomie 5%. Wsparciem dla sentymentu może być też intensyfikacja rozwoju OZE, zasilana środkami z funduszu modernizacyjnego. W tym kontekście podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln CZK)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA skor.	52 196	50 164	58 587	63 680	58 827
EBITDA	55 155	49 664	57 287	63 680	58 827
wytwarzanie	24 050	19 906	27 575	31 273	27 993
wydobycie	4 056	3 754	4 908	4 535	4 163
dystribucja	19 067	19 771	20 451	20 938	19 157
obrót	4 613	4 317	2 799	4 843	5 475
pozostałe	3 369	1 916	1 554	2 092	2 039
Saldo finansowe	-2 867	-6 242	-7 089	-7 260	-8 456
Produkcja energii TWh	62,9	63,1	65,3	66,1	64,1
w tym OZE	4,7	4,3	4,5	4,5	4,5
Wolumen obrotu TWh	37,0	37,6	37,9	38,2	38,5
dynamika r/r	-1,2%	1,6%	0,8%	0,8%	0,8%
marża obrotu CZK/MWh	124,6	114,7	73,8	126,7	142,2
WRA w mld CZK	114,0	117,8	121,1	127,4	133,1
zwrot na WRA (EBIT)	10,4%	11,0%	10,1%	10,0%	8,4%

Model DCF

(mln CZK)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Energia (EUR/MWh)	48,1	42,6	45,0	47,6	47,6	47,6	47,6	47,6	47,6	47,6	47,6
EUR/CZK	25,7	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2
CO ₂ (EUR/t)	25,2	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0
Przychody	205 752	229 058	231 603	237 312	246 238	247 017	246 469	248 806	252 016	255 351	255 351
EBITDA	61 414	67 911	63 163	61 984	65 654	66 203	65 420	65 592	66 199	66 574	66 574
marża EBITDA	29,8%	29,6%	27,3%	26,1%	26,7%	26,8%	26,5%	26,4%	26,3%	26,1%	26,1%
EBIT	27 101	33 219	28 660	27 000	31 418	32 037	31 079	30 830	30 808	30 376	30 295
Podatek	5 149	6 312	5 444	5 128	5 966	6 083	5 900	5 852	5 846	5 764	5 756
CAPEX	-32 936	-34 763	-33 800	-33 900	-34 327	-34 775	-35 255	-35 759	-36 279	-36 809	-36 279
Kapitał obrotowy	-226	-248	-27	-61	-95	-8	6	-25	-34	-35	-35
FCF	23 103	26 589	23 892	22 895	25 265	25 337	24 271	23 957	24 039	23 966	24 504
PV FCF	23 103	25 255	21 459	19 444	20 278	19 213	17 389	16 214	15 368	14 470	
WACC	5,7%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,9%	5,9%	5,9%	6,8%
Risk-free rate	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%

Cena bieżąca

467,60 CZK

potencjał zmiany
Cena docelowa

592,91 CZK

+26,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	592,91 CZK	2020-02-20

Podstawowe dane		CEZ CP	vs. WIG
Ticker	CEZ CP	Zmiana 1M	-7,3% +0,7%
ISIN	CZ0005112300	Zmiana YTD	-8,2% +1,5%
Liczba akcji (mln)	538,0	Średni obrót 1M	192,3 mln CZK
MC (mld CZK)	251,6	Średni obrót 6M	102,3 mln CZK
EV (mld CZK)	408,5	EV/EBITDA 12M fwd	6,5 -8,6%
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	205 752	229 058	231 603
EBITDA	55 155	49 664	57 287	63 680	58 827
marża EBITDA	26,9%	26,9%	27,8%	27,8%	25,4%
EBIT	25 620	19 759	27 101	33 219	28 660
Zysk netto	18 765	10 327	16 099	20 812	16 197
P/E	13,4	24,4	15,6	12,1	15,5
P/BV	1,0	1,1	1,1	1,0	1,0
EV/EBITDA	7,2	8,2	7,1	6,3	6,9
DPS	33,00	32,71	24,00	28,77	34,82
DYield	7,1%	7,0%	5,1%	6,2%	7,4%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Energia (EUR/MWh)		0,0%	0,0%	0,0%	
EUR/CZK		0,0%	0,0%	0,0%	
CO ₂ (EUR/t)		0,0%	0,0%	0,0%	

Bilans i CF

(mln CZK)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	45 812	35 351	56 578	61 835	58 454
CFO/EBITDA	83%	71%	99%	97%	99%
Capex	30 688	26 018	32 936	34 763	33 800
Kapitał obrotowy	54 916	112 247	125 186	139 366	140 914
Kapitał własny	250 018	234 721	237 909	243 241	240 709
Dług netto	141 684	151 721	152 378	147 364	149 219
Dług netto/EBITDA (x)	2,6	3,1	2,7	2,3	2,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	2,2	1,8	1,5	2,5	2,8	2,2
Maksimum	29,5	27,7	23,5	11,7	11,5	11,0
Mediana	17,9	16,3	15,4	8,4	8,1	6,9
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln CZK)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	500 392
Dług netto	169 628
Inne korekty	-51 823
Wycena DCF na akcję (CZK)	518,49

Wycena

(CZK)	waga	cena
Porównawcza	33%	472,13
DYield-porównawcza	17%	869,93
DCF	50%	518,49
Koszt kapitału 9M		5,6%
Cena docelowa za 9M		592,91

Enea zawieszona (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Kurs Enei spada równo z indeksem sektorowym i aktualna wartość EV koncernu wynosi już tylko nieco ponad 9 mld PLN (sama WRA dystrybucji na ten rok to ~8,6 mld PLN), co implikuje EV/EBITDA'20 na poziomie 2,8x. Nasze prognozy są zbliżone do rynkowego konsensusu, zarówno jeśli chodzi o rok bieżący jak i 2021 r., kiedy pojawiają się znaczące przychody z rynku mocy. Szacunki te mogą być obciążone błędem z uwagi na fatalny sezon grzewczy i niższy popyt na energię, a co za tym idzie niższe dociążenie mocy wytwórczych koncernu (również poprzez spadek wydobycia w LWB). Na razie jednak jest trochę za wcześnie, aby oszacować ten wpływ i naszym zdaniem nie jest to główny powód aktualnej waluacji koncernu. Obecnie czekamy na rozstrzygnięcie w sprawie projektu Ostrołęka C (do 7 maja), które zgodnie z ostatnimi wypowiedziami polityków powinno być pozytywnym katalizatorem. Obciążeniem dla sentymentu wokół Enei jest jednak ogłoszona strategia, która epatuje zwiększeniem nakładów inwestycyjnych w średnim terminie (przy dość ograniczonych informacjach na temat projektów i ich rentowności, co skutecznie przyćmiło perspektywę wzrostu FCF oczekiwaną w najbliższych 3 latach. Zgodnie z naszym ostatnim komentarzem, do czasu opublikowania finalnej wersji PEP40 oraz decyzji co do kontynuacji kontrowersyjnych projektów (Ostrołęka C, zgazowanie węgla), nasza rekomendacja dla Enei pozostaje zawieszona.

Cena bieżąca

5,94 PLN

Cena docelowa

-

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	zawieszona		2020-02-27

Podstawowe dane			ENA PW	vs. WIG
Ticker	ENA PW	Zmiana 1M	-17,5%	-9,5%
ISIN	PLENEA000013	Zmiana YTD	-25,0%	-15,3%
Liczba akcji (mln)	441,4	Średni obrót 1M	4,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 622,2	Średni obrót 6M	3,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	9 552,7	EV/EBITDA 12M fwd	2,9	-34,6%
Free float	48,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,5	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	11 406	12 673	16 541	18 326	17 589
EBITDA	2 684	2 348	3 298	3 274	3 706
marża EBITDA	23,5%	18,5%	19,9%	17,9%	21,1%
EBIT	1 488	1 037	1 763	1 741	2 160
Zysk netto	1 070	686	1 052	1 079	1 382
P/E	2,5	3,8	2,5	2,4	1,9
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
EV/EBITDA	3,4	3,9	2,9	2,9	2,6
DPS	0,28	0,00	0,00	0,00	0,24
DYield	4,7%	0,0%	0,0%	0,0%	4,1%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Energia (PLN/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA skor.	2 649	2 413	3 298	3 274	3 706
EBITDA	2 684	2 348	3 298	3 274	3 706
wytwarzanie	735	869	1 404	1 317	1 663
wydobycie	709	470	772	679	789
dystrybucja	1 073	1 111	1 084	1 132	1 112
obróć	178	-76	40	143	146
pozostałe	-13	-12	-2	3	-5
Saldo finansowe	-21	-168	-296	-280	-279
Produkcja energii TWh	22,7	26,5	26,0	27,2	26,7
w tym OZE	2,3	2,0	2,0	2,0	2,0
Wolumen obrotu TWh	17,9	20,5	20,1	20,4	20,8
dynamika r/r	7,3%	14,4%	-2,0%	1,9%	1,9%
marża obrotu PLN/MWh	9,9	0,1	5,0	7,0	7,0
WRA w mld PLN	7,5	8,0	8,3	8,6	8,9
zwrot na WRA (EBIT)	7,7%	7,2%	6,4%	6,5%	6,0%

Bilans i CF

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

Energa zawieszona (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Wezwanie Orlenu utrzymuje kurs Energi powyżej 7 PLN/akcje, ale dziwić może kompletny brak wiary w podniesienie tej oferty, mimo jednoznacznych wypowiedzi Ministra Aktywów Państwowych. Jest co prawda jeszcze sporo czasu do zakończenia procesu (9 kwiecień) i nie można wykluczyć wydłużenia zapisów w kontekście trwającego audytu projektu Ostrołęka C (do 7 maja), niemniej jednak sceptycyzm rynku jest chyba przesadzony. Oczywiście po ostatniej przecenie sektora, Energa jest wyceniana z premią do najbliższych konkurentów (EV/EBITDA'19-20 na poziomie 3,9x vs 3,1x), ale należy pamiętać o różnicach w profilu spółek. Zwracamy uwagę, że EV'2020 wynosi obecnie ~9 mld PLN, czyli 68% WRA w dystrybucji, nie licząc aktywów OZE (~250 mln PLN EBITDA rocznie) czy obrotu (potencjał EBITDA 0,2 mld PLN rocznie). Rezygnacja z budowy bloku węglowego i wiarygodny zwrot w stronę „zielonych” aktywów, uzasadniałyby nawet podwojenie wskaźnika EV/EBITDA (tak wyceniane są europejskie spółki o takim profilu). Zgodnie z naszym ostatnim komentarzem, do czasu opublikowania finalnej wersji PEP40 oraz decyzji co do kontynuacji kontrowersyjnych projektów (Ostrołęka C), nasza rekomendacja dla Energi pozostaje zawieszona.

Cena bieżąca

7,21 PLN

Cena docelowa

-

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	zawieszona		2020-02-27

Podstawowe dane			ENG PW	vs. WIG
Ticker	ENG PW	Zmiana 1M	+1,1%	+9,1%
ISIN	PLENERG00022	Zmiana YTD	+1,8%	+11,5%
Liczba akcji (mln)	414,1	Średni obrót 1M		5,1 mln PLN
MC (mln PLN)	2 985,4	Średni obrót 6M		3,6 mln PLN
EV (mln PLN)	8 134,6	EV/EBITDA 12M fwd	4,3	-2,8%
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	3,9	4,0	5,6	5,4	4,9
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	3,3	4,0	3,7	4,2	4,5
DPS	0,19	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	2,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Energia (PLN/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA skor.	2 091	2 039	2 228	2 132	2 147
EBITDA	2 160	1 877	2 228	2 132	2 147
wytwarzanie konw./CHP	229	137	94	66	151
OZE	169	191	225	257	238
dystrybucja	1 723	1 704	1 642	1 676	1 623
obróć	85	-85	324	191	194
pozostałe	-46	-70	-57	-58	-59
Saldo finansowe	-208	-223	-268	-335	-302
Produkcja energii TWh	4,3	3,9	3,7	3,7	3,7
w tym OZE	0,7	0,5	0,6	0,6	0,6
Wolumen obrotu TWh	20,6	19,8	18,8	19,1	19,4
dynamika r/r	5,0%	-4,1%	-5,0%	1,5%	1,5%
marża obrotu PLN/MWh	3,1	3,9	10,0	10,0	10,0
WRA w mld PLN	11,7	12,2	12,7	13,1	13,5
zwrot na WRA (EBIT)	8,2%	7,7%	6,4%	6,2%	5,7%

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	2 182	1 859	1 909	1 880	2 043
CFO/EBITDA	101%	99%	86%	88%	95%
Capex	1 280	1 638	2 009	2 365	2 346
Kapitał obrotowy	1 403	1 499	1 700	1 821	1 783
Kapitał własny	9 409	10 295	10 788	11 303	11 874
Dług netto	4 064	4 441	5 111	5 969	6 610
Dług netto/EBITDA (x)	1,9	2,4	2,3	2,8	3,1

PGE**zawieszona (bez zmian)**

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Kurs PGE od początku roku stracił już ponad 40%, co obok spadków szerokiego rynku jest pochodną następujących czynników: 1) zapowiedzi Ministra Aktywów Państwowych o braku dywidendy, 2) spekulacji na temat aktywnej roli PGE w konsolidacji branży, 3) odświeżenia dyskusji o projekcie Złoczew oraz zbliżającym się komunikatom ws. Atomu, 4) kłopotach PGG, 5) spadającej produkcji energii na polskim rynku- niższe ceny i gorszy „load factor” konwencjonalnych elektrowni. Ten ostatni element może mieć materialny wpływ na tegoroczne wyniki Spółki, szczególnie, że PGE jest dodatkowo ekspozycja na słaby sezon grzewczy przez nabyte aktywa EDF. W przeciwieństwie do lokalnych konkurentów, PGE podeszła też inaczej do rezerwy w segmencie obrotu i prawdopodobnie obciąży ona wyniki 2020 roku, czego nie zakładamy jeszcze w naszych prognozach. Po publikacji ostatecznego raportu za 4Q, odniesiemy się do naszych szacunków i uwzględnimy powyższe kwestie. Będzie to miało jednak przede wszystkim wpływ na rok 2020, a osiągnięcie ~9 mld PLN EBITDA w 2021 roku nadal oceniamy jako realne. Na naszej prognozie wskaźnik EV/EBITDA'21 wynosi już tylko 2,2x, a na prognozach konsensusu 2,7x (5% niższa EBITDA i dług netto wyższy o 1,6 mld PLN). Zgodnie z naszym ostatnim komentarzem, do czasu opublikowania finalnej wersji PEP40, nowej strategii Spółki oraz ostatecznych decyzji dotyczących kontrowersyjnych projektów inwestycyjnych (odkrywką Złoczew, kwestia zaangażowania w konsolidację sektora węglowego), nasza rekomendacja dla PGE pozostaje zawieszona.

Cena bieżąca

4,85 PLN

Cena docelowa

-

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	zawieszona		2020-02-27

Podstawowe dane			PGE PW	vs. WIG
Ticker	PGE PW	Zmiana 1M	-27,7%	-19,6%
ISIN	PLPGER000010	Zmiana YTD	-39,0%	-29,3%
Liczba akcji (mln)	1 869,8	Średni obrót 1M	14,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	9 075,9	Średni obrót 6M	14,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	20 732,7	EV/EBITDA 12M fwd	3,3	-27,1%
Free float	42,6%	EV/EBITDA 5Y avg	4,5	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	23 100	25 946	38 245	43 174	42 060
EBITDA	7 650	6 364	8 083	7 438	9 024
marża EBITDA	33,1%	24,5%	21,1%	17,2%	21,5%
EBIT	3 552	2 471	4 036	3 148	4 555
Zysk netto	2 600	1 473	2 792	2 160	3 282
P/E	3,5	6,2	3,3	4,2	2,8
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	2,3	3,1	2,6	2,9	2,3
DPS	0,00	0,00	0,00	0,37	0,29
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	7,7%	6,0%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Energia (PLN/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA skor.	6 481	6 701	6 972	7 438	9 024
EBITDA	7 650	6 364	8 083	7 438	9 024
wytwarzanie	4 099	2 938	4 694	3 820	5 357
OZE	364	463	546	626	709
distribucja	2 333	2 463	2 406	2 400	2 365
obróć	811	263	673	598	599
pozostałe	43	237	-236	-6	-6
Saldo finansowe	-330	-304	-397	-383	-405
Produkcja energii TWh	56,8	65,9	60,8	73,1	74,8
w tym OZE	2,4	2,0	2,2	2,4	2,4
Wolumen obrotu TWh	40,0	40,4	41,0	41,6	42,2
dynamika r/r	-6,8%	0,9%	1,5%	1,5%	1,5%
marża obrotu PLN/MWh	20,3	6,5	16,4	14,4	14,2
WRA w mld PLN	15,6	16,3	16,7	17,2	17,7
zwrot na WRA (EBIT)	7,5%	7,9%	7,3%	6,9%	6,4%

Bilans i CF

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

Tauron zawieszona (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Akcje Tauronu wpisały się w dramatyczną przecenę na indeksie WIG-Energia i straciły YTD kolejne 30%. Aktualna wycena implikuje wskaźnik EV/EBITDA'20 na poziomie 3,6x, ale podobnie jak w przypadku innych spółek z sektora (średnia dla lokalnych konkurentów to 3,3x) nie jest to jak widać warunek wystarczający do zatrzymania trwającej wyprzedaży. Oczywiście kluczową kwestią dla inwestorów jest profil FCF w kolejnych latach i tutaj wypowiedzi Ministra Aktywów Państwowych raczej wprowadzają niepokój. Dotychczas zakładaliśmy, że zakończenie projektu Jaworzno i uruchomienie płatności mocowych, pozwolą na znaczące zmniejszenie zadłużenia i zarysowanie ścieżki powrotu do polityki dywidendowej. Ten scenariusz jest jednak zagrożony i dlatego ostatnio zdecydowaliśmy o zawieszeniu naszej rekomendacji inwestycyjnej dla Tauronu, do czasu opublikowania finalnej wersji PEP40 oraz nowej strategii Spółki. Na pewno istotnym elementem średnioterminowych planów Spółki, które rynek przyjąłby z entuzjazmem, byłaby ewentualna ścieżka dekarbonizacji floty wytwórczej.

Cena bieżąca

1,22 PLN

Cena docelowa

-

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	zawieszona		2020-02-27

Podstawowe dane			TPE PW	vs. WIG
Ticker	TPE PW	Zmiana 1M	-17,6%	-9,6%
ISIN	PLTAURN00011	Zmiana YTD	-25,7%	-16,0%
Liczba akcji (mln)	1 752,5	Średni obrót 1M		6,7 mln PLN
MC (mln PLN)	2 136,4	Średni obrót 6M		6,3 mln PLN
EV (mln PLN)	14 157,2	EV/EBITDA 12M fwd	4,5	-4,0%
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	1,5	10,4	2,4	2,0	1,6
P/BV	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/EBITDA	3,1	3,7	3,9	3,6	3,1
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%
Energia (PLN/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA skor.	3 581	3 359	3 324	3 905	4 257
EBITDA	3 618	3 375	3 614	3 905	4 257
wytwarzanie	537	731	755	1 015	1 309
wydobycie	-83	-207	-380	-201	-72
dystribucja	2 283	2 517	2 531	2 565	2 518
obrót	841	321	632	476	448
pozostałe	40	13	76	50	54
Saldo finansowe	-122	-286	-270	-392	-401
Produkcja energii TWh	18,4	16,2	13,9	18,2	19,1
w tym OZE	1,3	1,0	1,3	1,7	1,7
Wolumen obrotu TWh	34,9	34,5	33,5	34,0	34,5
dynamika r/r	9,1%	-1,2%	-3,0%	1,5%	1,5%
marża obrotu PLN/MWh	18,3	16,2	13,5	14,0	13,0
WRA w mld PLN	16,3	16,9	17,9	18,4	18,9
zwrot na WRA (EBIT)	7,4%	8,4%	7,7%	7,2%	6,6%

Bilans i CF

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

Telekomunikacja, media, IT

Netia

trzymaj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Netia zaraportowała wyniki za 4Q'19 zgodnie z naszymi oczekiwaniami – widoczna jest poprawa trendów wynikowych R/R. Chociaż przychody spadły R/R o 5,2%, to dzięki oszczędnościom w zakresie kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu (-7,6% R/R) spółka wygenerowała wzrost wyniku EBITDA o 8,6% R/R (z wyłączeniem wpływu standardu MSSF16). Przełamanie spadku wyników w 2019 r. powinno pobudzać sentyment do spółki. Dodatkowo widoczna jest poprawa KPIs. Spadek klientów Internetu stacjonarnego R/R zmniejszył się do -18,5 tys. R/R z blisko -33 tys. w 4Q'18 R/R, przy czym spadki z Q/Q są już niższe niż 3 tys. klientów. Warto jednak mieć na uwadze, że ARPU B2C na Internecie stacjonarnym jest stabilne (ok. 56 PLN). Z drugiej strony potencjalnych inwestorów zniechęca fakt, że spółka całość wygenerowanego strumienia gotówki będzie w 2020 r. wciąż przeznaczana na modernizację 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, podtrzymujemy nasze neutralne podejście.

Cena bieżąca

4,07 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

4,70 PLN

+15,5%

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

Podstawowe dane			NET PW	vs. WIG
Ticker	NET PW	Zmiana 1M	-10,2%	-2,1%
ISIN	PLNETIA00014	Zmiana YTD	-7,9%	+1,8%
Liczba akcji (mln)	337,0	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 371,8	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 861,1	EV/EBITDA 12M fwd	4,0	-19,5%
Free float	33,0%	EV/EBITDA 5Y avg	5,0	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przychody	1 442	1 373	1 297	1 280	1 280
EBITDA	383	356	449	431	431
marża EBITDA	26,6%	25,9%	34,6%	33,7%	33,7%
EBIT	72	76	78	73	82
Zysk netto	35	65	48	47	52
P/E	38,6	21,2	28,8	29,1	26,2
P/BV	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA	4,3	4,4	4,1	4,3	4,4
DPS	0,20	0,00	0,00	0,00	0,40
DYield	4,9%	0,0%	0,0%	0,0%	9,8%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
Przychody		0,0%	0,0%	0,0%	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
EBIT		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
CAPEX		0,0%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Klienci linii głosowe (tys.)	1 014	937	826	843	805
ARPU głos wł. infras. (PLN)	26,5	25,3	n/a	22,4	22,0
ARPU głos WLR + LLU (PLN)	39,0	38,3	n/a	34,4	34,4
Klienci broadband (tys.)	640	608	589	580	588
ARPU broadband (PLN)	56,5	56,3	56,0	56,6	57,4
Przychody	1 442	1 373	1 297	1 280	1 280
bezpośrednie usługi głos.	405	350	293	265	246
transmisja danych	616	581	567	563	573
rozł. międzyop. i hurt.	234	236	212	219	222
inne	188	207	226	233	240
Koszty sprzedaży	275	275	256	256	260
Koszty ogół. zarządu	148	134	152	137	136
EBIT	72	76	78	73	82
marża	5,0%	5,5%	6,0%	5,7%	6,4%
Zysk netto	35,5	64,8	47,6	47,1	52,3

Model DCF

(mln PLN)	19	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Przychody	1 297	1 280	1 280	1 293	1 309	1 326	1 343	1 364	1 386	1 407	1 407
EBITDA ex. MSSF16	356	339	340	339	339	338	338	339	341	342	342
marża EBITDA	27,4%	26,5%	26,6%	26,2%	25,9%	25,5%	25,1%	24,9%	24,6%	24,3%	24,3%
Amortyzacja ex. MSE	278	267	259	253	249	242	233	222	208	197	197
EBIT	78	73	82	86	90	96	105	117	132	145	145
Podatek	15	14	15	16	17	18	20	22	25	28	28
NOPLAT	63	59	66	69	73	78	85	94	107	118	118
CAPEX	-361	-319	-185	-186	-188	-189	-191	-193	-195	-197	-197
Kapitał obrotowy	-9	-1	-4	-1	-1	-1	-2	-2	-3	-2	-2
FCF	-29	5	135	135	133	129	125	122	118	115	115
PV FCF	-29	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	2019	2020P	2021P
CF operacyjny	346	380	353	327	324
CFO/EBITDA	90%	105%	80%	96%	95%
Capex	-268	-281	-361	-319	-185
Aktywa ogółem	2 401	2 526	2 548	2 929	2 838
Kapitał własny	1 778	1 867	1 913	1 962	1 876
Dług netto	285	192	489	489	506
Dług netto/EBITDA (x)	0,7	0,5	1,1	1,1	1,2

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 476
Dług netto ex. MSSF16	192
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	3,81

Wycena

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

Orange Polska akumuluj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Podtrzymujemy pozytywne podejście do Orange Polska. Sądymy, że sektor telekomunikacyjny powinien negatywnie reagować na ryzyko koronawirusa w mniejszym stopniu niż cały rynek. Podkreślamy dobre wyniki za 4Q'19, wyższe niż oczekiwania nasze i rynku, nawet po oczyszczeniu o zdarzenia jednorazowe. Spółka zaskoczyła pozytywnie tempem przyłączeń FTTx (+47 tys. w ciągu kwartału netto – najlepszy wynik w historii polskiego Orange) oraz wysokie FCFE. Telekom osiągnął zapowiadane cele na 2019 r. i planuje wzrost wyniku w 2020 r. Sentyment do spółki powinien być wspierany przez wzrost ARPU. Spółka liczy że APRU mobile-only przestanie spadać R/R do 4Q'20. Zarząd podkreślał, że ostatnie podwyżki cen zostały dobrze przyjęte przez klientów. W dodatku w ostatnim czasie telekom podniósł taryfy w formule „more-for-more” w segmencie B2B oraz ceny usług pre-paid. Podobnych ruchów oczekujemy wśród konkurentów Orange. 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. Dodatkowo, spółka chce zmniejszyć nakłady na FTTx, co sprzyja decyzji o powrocie do dywidendy od 2021 r.

Cena bieżąca

6,58 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

7,40 PLN

+12,5%

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

Podstawowe dane			OPL PW	vs. WIG
Ticker	OPL PW	Zmiana 1M	-4,3%	+3,7%
ISIN	PLTLKPL00017	Zmiana YTD	-7,7%	+2,0%
Liczba akcji (mln)	1 312,0	Średni obrót 1M	16,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	8 626,4	Średni obrót 6M	10,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	16 791,4	EV/EBITDA 12M fwd	5,0	+7,3%
Free float	49,3%	EV/EBITDA 5Y avg	4,6	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przychody	11 381	11 087	11 406	11 552	11 690
EBITDA	2 801	2 889	3 164	3 179	3 373
marża EBITDA	24,6%	26,1%	27,7%	27,5%	28,9%
EBIT	229	345	416	640	879
Zysk netto	-60	10	91	254	463
P/E	-	862,6	94,8	33,9	18,6
P/BV	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA	5,4	5,4	5,3	5,4	4,9
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,8%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
klienci konwergentni (tys.)	1 306	1 547	1 697	1 817	1 936
łącza szerokopasmowe (tys)	2 438	2 560	2 607	2 663	2 715
Przychody	11 381	11 087	11 406	11 552	11 690
telefonía komórkowa	3 373	2 726	2 598	2 541	2 517
telefonía stacjonarna	2 748	2 441	2 192	2 018	1 888
pozostałe	5 260	5 920	6 616	6 993	7 285
Koszty	-	7 980	8 400	8 289	8 299
koszty pracownicze	-	-1 577	-1 490	-1 467	-1 444
usługi obce	-	-6 200	-6 514	-6 573	-6 603
poz. przychody i koszty	-	-203	-179	-249	-252
Sprzedaż aktywów	-	192	271	230	160
Pozostałe	-	-490	-488	-471	-472
EBITDAaL	-	2 809	3 006	3 022	3 079
marża	-	25,3%	26,4%	26,2%	26,3%
Zysk netto	-60	10	91	254	463

Model DCF*

(mln PLN)	19	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Przychody	11 406	11 552	11 690	11 884	12 082	12 282	12 472	12 654	12 839	13 024	13 024
EBIT+Amor. ex. IFRS16	2 864	2 935	3 128	3 163	3 225	3 328	3 403	3 456	3 508	3 556	3 556
marża EBITDA	25,1%	25,4%	26,8%	26,6%	26,7%	27,1%	27,3%	27,3%	27,3%	27,3%	27,3%
Amortyzacja	2 448	2 295	2 249	2 204	2 160	2 095	2 033	1 972	1 912	1 855	1 855
EBIT	416	640	879	958	1 064	1 233	1 370	1 485	1 595	1 701	1 701
Podatek	79	122	167	182	202	234	260	282	303	323	323
NOPLAT	337	518	712	776	862	999	1 110	1 203	1 292	1 378	1 378
CAPEX	-2 272	-2 734	-1 695	-3 231	-1 834	-1 882	-1 894	-1 908	-2 272	-1 964	-1 964
Kapitał obrotowy	173	-58	-91	-63	-63	-62	-61	-61	-60	-60	-60
FCF	686	22	1 175	-314	1 126	1 150	1 187	1 206	872	1 209	1 209
PV FCF	828	20	1 027	-257	866	829	802	763	517	672	
WACC	6,6%	6,6%	6,7%	6,5%	6,6%	6,7%	6,7%	6,8%	6,7%	6,7%	6,7%
Dług netto / EV	38,4%	39,2%	37,0%	40,4%	38,4%	37,5%	36,5%	35,2%	36,7%	36,8%	36,8%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

*korekta nakładów inwestycyjnych o zyski ze sprzedaży nieruchomości

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
CF operacyjny	2 064	1 812	2 776	2 261	2 461
CFO/EBITDAaL	-	65%	92%	75%	80%
Capex	1 933	2 282	2 272	2 964	1 855
Aktywa ogółem	23 486	23 295	24 340	24 340	24 420
Kapitał własny	10 521	10 494	10 564	11 010	11 145
Dług netto	6 478	6 939	8 163	8 450	7 852
Dług netto/EBITDA (x)	2,3	2,4	2,6	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
Wycena DCF na akcję (PLN)	6,86

Wycena

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

Play akumuluj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Podtrzymujemy pozytywne podejście do Play. Sądzymy, że sektor telekomunikacyjny powinien negatywnie reagować na ryzyko koronawirusa w mniejszym stopniu niż cały rynek. Podkreślamy dobre wyniki za 4Q'19. Skorygowana EBITDA była zgodna z naszymi oczekiwaniami, ale i tak wyższe R/R o 6,4%! Cele na 2020 r. są nieco poniżej naszych oczekiwań (w zakresie FCFE) oraz zgodne z oczekiwaniami (na linii EBITDA). Cele do 2022 r. spółka podała w dość mglisty sposób: trudno żeby wynik EBITDA nie rósł, CAPEX 11-13% do 2021 r., a potem na poziomie 10% przychodów jest nieco wyższy od naszych oczekiwań. Pomimo, że same cele finansowe nie zaskoczyły nas pozytywnie, to zarówno odrodzenie na rynku telekomunikacji mobilnej (wzrosty cenników oraz wzrosty ARPU wywołane wysokim popytem na dane), jak i zapowiedź separacji infrastruktury (Play chce utworzyć w ciągu 2020 r. TowerCo). Powinny wspierać sentyment do spółki, podobnie jak zapowiedź wysokiej stopy wypłaty dywidendy z generowanego FCFE. Spółka na wskaźnikach wyceny, biorąc pod uwagę wzrost i DYield, wygląda dla nas atrakcyjniej niż Cyfrowy Polsat.

Cena bieżąca

30,76 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

36,00 PLN

+17,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	36,00 PLN	2020-02-05

Podstawowe dane			PLY PW	vs. WIG
Ticker	PLY PW	Zmiana 1M	-12,1%	-4,0%
ISIN	LU1642887738	Zmiana YTD	-12,1%	-2,4%
Liczba akcji (mln)	253,7	Średni obrót 1M	21,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	7 803,8	Średni obrót 6M	18,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	14 434,4	EV/EBITDA 12M fwd	5,8	-1,2%
Free float	49,4%	EV/EBITDA 5Y avg	5,9	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przychody	6 670	6 839	7 041	7 266	7 409
EBITDA	1 904	2 160	2 406	2 582	2 691
marża EBITDA	28,5%	31,6%	34,2%	35,5%	36,3%
EBIT	1 107	1 371	1 500	1 630	1 625
Zysk netto	387	744	867	964	967
P/E	20,1	10,5	9,0	8,1	8,1
P/BV	-	-	24,3	8,6	5,2
EV/EBITDA	7,6	6,7	6,0	5,9	5,4
DPS	0,00	2,57	1,45	1,45	1,45
DYield	0,0%	8,4%	4,7%	4,7%	4,7%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
Przychody		0,0%	0,0%	0,0%	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
EBIT		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
CAPEX		0,0%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Aktywni klienci (tys.)	12 394	12 653	12 929	12 730	12 815
ARPU (PLN)	32,0	32,3	32,8	33,8	34,3
Przychody	6 670	6 839	7 041	7 266	7 409
przychody z usług	4 878	5 083	5 296	5 369	5 484
obrót sprzętem	1 792	1 756	1 745	1 807	1 832
Koszty	4 766	4 679	4 605	4 626	4 658
interkonekt	1 729	1 922	1 770	1 711	1 663
koszty kontraktów	429	421	405	421	430
sprzęt	1 410	1 442	1 437	1 477	1 505
koszty osobowe	526	255	298	301	310
usługi obce	606	515	571	609	657
pozostałe	65	124	124	107	94
EBITDA skoryg.	2 298	2 159	2 436	2 579	2 687
marża	34,4%	31,6%	34,6%	35,5%	36,3%
Zysk netto	387	744	867	964	967

Model DCF

(mln PLN)	19	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Przychody	7 041	7 266	7 409	7 531	7 634	7 723	7 802	7 873	7 939	8 000	8 000
EBITDA	2 406	2 582	2 691	2 753	2 821	2 848	2 870	2 887	2 899	2 914	2 914
marża EBITDA	34,2%	36,6%	37,0%	37,2%	37,5%	37,3%	37,2%	37,0%	36,8%	36,7%	36,7%
Amortyzacja	906	951	1 066	1 080	1 142	1 159	1 159	1 137	1 112	1 083	1 083
EBIT	1 500	1 630	1 625	1 673	1 679	1 689	1 711	1 750	1 787	1 831	1 831
Podatek	285	310	309	318	319	321	325	332	339	348	348
NOPLAT	1 215	1 321	1 316	1 355	1 360	1 368	1 386	1 417	1 447	1 483	1 483
CAPEX	-853	-2 077	-830	-1 772	-1 248	-1 085	-800	-807	-814	-1 502	-728
Kapitał obr. + inne	48	-276	-276	-296	-288	-285	-283	-281	-281	-281	-281
FCF	1 316	-80	1 277	367	966	1 158	1 462	1 466	1 465	784	1 456
PV FCF	1 316	-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%

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
CF operacyjny	1 389	2 037	2 230	2 253	2 373
CFO/EBITDA skor.	60%	94%	92%	87%	88%
Capex	-650	-781	-853	-2 077	-830
Aktywa ogółem	8 831	8 521	8 886	10 115	10 225
Kapitał własny	-213	-201	322	910	1 510
Dług netto	6 710	6 653	6 631	7 354	6 737
Dług netto/EBITDA (x)	2,9	3,1	2,7	2,9	2,5

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Agora kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Po silnych wzrostach w styczniu'19, notowania Agory spadły w ciągu ostatniego miesiąca o blisko 12%. Inwestorzy zdyskontowali negatywny wpływ koronawirusa (tąpnięcie na rynku reklamy możliwe po ochłodzeniu koniunktury + niższy popyt w kinowej sieci Helios). Podtrzymujemy jednak nasze pozytywne podejście do spółki. Po pierwsze Agora jest wyceniona na atrakcyjnym poziomie EV/EBITDA = 6,7x. Po drugie 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. Po trzecie spółka ogłosiła plany programu motywacyjnego dla kierownictwa. Jednym z kluczowych elementów jest założenie średniego kursu giełdowego w 1Q'23 na poziomie przynajmniej 18,62 PLN (to istotnie więcej niż dziś). Agora chce także wypłacać 0,50 PLN dywidendy na akcję, co implikuje atrakcyjny DYield = 4,5%.

Cena bieżąca

11,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

17,00 PLN

+51,8%

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

Podstawowe dane			AGO PW	vs. WIG
Ticker	AGO PW	Zmiana 1M	-11,8%	-3,8%
ISIN	PLAGORA00067	Zmiana YTD	+7,7%	+17,4%
Liczba akcji (mln)	46,6	Średni obrót 1M		0,2 mln PLN
MC (mln PLN)	521,7	Średni obrót 6M		0,2 mln PLN
EV (mln PLN)	1 181,6	EV/EBITDA 12M fwd	6,8	+22,2%
Free float	76,9%	EV/EBITDA 5Y avg	5,6	premia

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	-	114,1	53,4	28,5	18,8
P/BV	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	18,2	6,1	7,0	6,7	6,3
DPS	0,00	0,50	0,50	0,50	0,50
DYield	0,0%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
rozpowsz. GW (tys.)	124	106	98	94	93
sprzed. bilety do kin (mln)	12,2	12,4	13,8	14,7	15,3
ATP (PLN)	18,4	19,1	18,7	18,8	19,1
RPH (PLN)	6,8	7,3	8,1	8,2	8,3
Przychody	1 165	1 141	1 224	1 268	1 329
prasa	236	214	203	203	206
film i książka	416	419	501	513	538
reklama zewnętrzna	163	172	180	191	201
internet	169	178	203	223	241
radio	114	116	112	115	119
druk	102	72	55	54	54
wyłączenia	-34	-29	-30	-30	-31
EBITDA ex. MSSF16	30	84	97	116	130
marża	2,6%	7,4%	8,0%	9,2%	9,8%
Zysk netto	-83,5	4,6	9,8	18,3	27,7

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
CF operacyjny	77	128	90	97	111
CFO/EBITDA ex. MSSF16	258%	152%	92%	83%	85%
Capex	-70	-144	-115	-95	-99
Aktywa ogółem	1 406	1 952	1 976	2 006	2 052
Kapitał własny	996	975	961	957	961
Dług netto	4	114	162	184	195
Dług netto/EBITDA (x)	0,1	1,3	1,7	1,6	1,5

*zakładamy zakup 40% Eurozet na koniec 2018 r.

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	24,5	21,7	19,0	14,9	12,3	11,2
Maksimum	11,7	8,0	9,2	5,7	4,6	4,3
Mediana	16,5	15,3	13,9	9,9	9,5	8,9
waga	0%	0%	0%	33%	33%	33%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	676
Dług netto ex. MSSF16*	137
Inne korekty	151
Wycena DCF na akcję (PLN)	13,91

*korekta o dyw. i zakup 40% Eurozet

Wycena

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

Cyfrowy Polsat trzymaj (podwyższona)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Ze względu na spadek notowań Cyfrowego Polsatu o 4,9% w ciągu ostatniego miesiąca, podwyższamy naszą rekomendację do trzymaj z redukcji (potencjał spadku do naszej ceny docelowej to obecnie tylko 0,5%). Podtrzymujemy nasze zdanie, że bardziej atrakcyjnymi spółkami są zarówno Play, jak i Orange, co powinno być widoczne w 4Q'19. 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 niższy potencjał do generowania gotówki vs. PLY: FCFE'19 = 7,6% w CPS vs. PLY 11,9%. Wysokość dywidendy jest także na korzyść Play: DivYield'20 = 3,5% w CPS vs. PLY 4,7%. 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.

Cena bieżąca

26,24 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

26,10 PLN

-0,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	26,10 PLN	2020-03-04	
poprzednia	redukcja	26,10 PLN	2019-11-14	
Podstawowe dane			CPS PW	vs. WIG
Ticker	CPS PW	Zmiana 1M	-4,9%	+3,2%
ISIN	PLCFRPT00013	Zmiana YTD	-6,1%	+3,6%
Liczba akcji (mln)	639,5	Średni obrót 1M		14,1 mln PLN
MC (mln PLN)	16 781,6	Średni obrót 6M		11,8 mln PLN
EV (mln PLN)	28 608,3	EV/EBITDA 12M fwd	6,6	-2,9%
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	17,1	20,1	15,0	12,7	11,2
P/BV	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1
EV/EBITDA	7,6	7,4	6,9	6,7	6,3
DPS	0,32	0,00	0,93	0,93	0,93
DYield	1,2%	0,0%	3,5%	3,5%	3,5%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Liczba RGUs pospaid*	16,52	16,91	17,43	17,57	17,66
w tym Pay TV	4,94	5,10	5,01	4,97	4,96
w tym mobile	6,93	7,35	7,83	7,98	8,05
Przychody	9 829	10 686	11 698	11 918	12 118
zmiana		8,7%	9,5%	1,9%	1,7%
EBIT	1 834	1 727	1 922	2 107	2 306
marża	18,7%	16,2%	16,4%	17,7%	19,0%
EBITDA	3 617	3 698	4 153	4 251	4 351
marża	36,8%	34,6%	35,5%	35,7%	35,9%
Koszty finansowe	-509	-387	-504	-455	-435
Inne	10	-34	0	0	0
Zysk brutto	1 335	1 306	1 418	1 652	1 871
Podatek	-390	-490	-281	-314	-355
Zyski mniejszości	-35	-18	16	16	18
Zysk netto	981	834	1 121	1 322	1 498

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)

Bilans i CF

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

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	7,0	4,9	3,7	3,3	2,9	2,6
Maksimum	73,9	108,8	168,2	30,7	18,1	17,3
Mediana	6,0	5,8	5,7	13,1	13,0	11,6
waga	33%	33%	33%	0%	0%	0%

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Wirtualna Polska trzymaj (bez zmian)

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

Efekt koronawirusa dotknął notowań Wirtualnej Polski w lutym'20. Inwestorzy obawiają się o kondycję rynku reklamy internetowej. Jednak sądzymy, że wyniki Wirtualnej Polska za 4Q'19 powinny wyraźnie odznaczać się na plus. 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. Wyniki powinny wspierać sentyment do spółki. Stąd, podtrzymujemy nasze neutralne nastawienie do spółki. Ryzykiem dla spółki są obecnie plany M&A. Prezes Świderski sygnalizował, że przejęcie 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 przejęcia Zarząd może ściąć dywidendę nawet do zera. Spółka ewidentnie szykuje się do dużego przejęcia. Potwierdzeniem jest podpisanie umowy kredytowej z konsorcjum banków na łączną kwotę do 978 mln PLN, z czego 602 mln PLN ma zostać przeznaczona na finansowanie i refinansowanie akwizycji i wydatków inwestycyjnych.

Cena bieżąca	75,20 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	79,70 PLN	+6,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	79,70 PLN	2020-02-05

Podstawowe dane			WPL PW	vs. WIG
Ticker	WPL PW	Zmiana 1M	-7,8%	+0,2%
ISIN	PLWRTPL00027	Zmiana YTD	+7,7%	+17,4%
Liczba akcji (mln)	29,8	Średni obrót 1M	0,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 239,1	Średni obrót 6M	0,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	2 566,7	EV/EBITDA 12M fwd	10,0	-1,9%
Free float	53,0%	EV/EBITDA 5Y avg	10,2	dyskonto

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	49,5	29,5	32,5	20,4	17,7
P/BV	5,3	4,8	4,4	3,8	3,4
EV/EBITDA	18,7	15,7	12,5	10,1	9,0
DPS	1,10	0,96	1,00	1,00	1,92
DYield	1,5%	1,3%	1,3%	1,3%	2,6%
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
Przychody	466	567	733	836	921
gotówkowe	425	543	687	783	865
barterowe	33,0	24,6	24,9	25,4	26,7
Koszty	387	460	606	676	746
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
EBITDA	130	163	205	246	268
marża	27,8%	29,8%	27,9%	29,4%	29,1%
EBITDA skorygowana	151	173	223	244	265
marża	32,3%	32,1%	30,4%	29,2%	28,8%
EBIT	79	107	127	160	175
marża	16,9%	19,7%	17,3%	19,1%	19,0%
Zysk netto	35,3	76,0	68,9	109,7	126,6

Model DCF

(mln PLN)	4Q'19P	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%

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	114	170	162	203	220
CFO/EBITDA	88%	104%	79%	82%	82%
Capex	-42	-52	-62	-71	-78
Aktywa ogółem	894	1 063	1 110	1 213	1 301
Kapitał własny	420	468	509	589	658
Dług netto	170	299	316	231	159
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%

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
Wycena DCF na akcję (PLN)	78,48

Wycena

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

Asseco Poland trzymaj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@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. Sądzymy że spółki z grupy: Asseco South Eastern Europe i Asseco Business Solutions wyglądają bardziej atrakcyjnie.

Cena bieżąca

64,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

59,20 PLN

-7,8%

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

Podstawowe dane			ACP PW	vs. WIG
Ticker	ACP PW	Zmiana 1M	-1,8%	+6,3%
ISIN	PLSOFTB000016	Zmiana YTD	+0,9%	+10,6%
Liczba akcji (mln)	83,0	Średni obrót 1M		5,4 mln PLN
MC (mln PLN)	5 328,6	Średni obrót 6M		4,6 mln PLN
		P/E 12M fwd	14,1	+10,5%
Free float	68,0%	P/E 5Y avg	12,7	premia

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	11,4	16,0	16,2	15,7	15,3
P/BV	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9
P/S	0,68	0,57	0,49	0,47	0,46
DPS	3,01	3,01	3,07	3,07	2,25
DYield	4,7%	4,7%	4,8%	4,8%	3,5%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk brutto			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

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

Bilans i CF

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

Analiza porównawcza

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

Skrót z modeli DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Asseco Poland (matka)											
Przychody	827	847	864	881	899	917	935	954	973	992	992
EBITDA MSR17	169	163	164	165	166	168	169	171	172	174	174
NOPLAT	107	107	108	108	109	109	110	111	111	112	112
FCF	115	95	101	107	104	105	105	105	106	107	107
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Asseco Business Solutions											
Przychody	268	282	295	306	316	325	333	341	348	354	361
EBITDA MSR17	106	110	114	118	121	123	125	126	127	128	131
NOPLAT	66	68	70	72	74	75	76	77	77	77	79
FCF	62	64	67	69	71	72	73	73	74	74	78
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Asseco South Eastern Europe											
Przychody	867	957	1 006	1 040	1 067	1 087	1 102	1 114	1 123	1 130	1 152
EBITDA MSR17	171	188	199	207	214	220	225	230	235	239	243
NOPLAT	87	96	101	104	106	108	109	110	110	111	113
FCF	60	84	94	100	103	105	107	108	108	108	110
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	

Podsumowanie SOTP

(mln PLN)	metoda	udział	wycena
Asseco PL matka*	DCF	100%	1 255
ACE	12x PE	93%	906
ABS	DCF	22%	983
ASEE	DCF	51%	1 451
R. zachodnioeurop.	12x PE	100%	395
Formula Systems	rynek	26%	4 073
Pozostałe	10x PE	0%	218
Razem			4 733
Wycena 1 akcji			57,03

*korekta długu netto o wypłaconą dywidendę

Wycena

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

Comarch kupuj (bez zmian)

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

Notowania Comarchu spadły w ciągu ostatniego miesiąca >8% (podobnie jak WIG). Spółka zaraportowała wyniki za 4Q19. Wyniki zaskoczyły nas negatywnie. Marża brutto ze sprzedaży wyniosła w 4Q'19 tylko 113,2 mln PLN (vs. 140,8 mln PLN nasze założenia). Należy zauważyć, że układ walut obniżył wynik o ok. 4,9 mln PLN. Niska rentowność wyniku brutto ze sprzedaży (tylko 27,1% - oczekiwaliśmy 33,3%) wynika w dużej mierze z zawiązanych w 4Q'19 rezerw na zmienne składniki wynagrodzenia – podwyższyły one koszty własne sprzedaży (skonsultowano w rozmowie z Zarządem). Sądzymy, że wyniki schłodzą sentyment do spółki. W całym 2019 r. spółka wygenerowała blisko 240 mln PLN zysku EBITDA. Nasza prognoza na przyszły rok, tj. 257 mln PLN jest naszym zdaniem ambitnym zadaniem. Spółka dała jednak dość dobry guidance w średnim terminie na konferencji po wynikach 4Q'19. Stąd podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie, biorąc pod uwagę także atrakcyjnym poziom wyceny giełdowej (EV/EBITDA'19 = 6,3x).

Cena bieżąca	189,50 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	250,00 PLN	+31,9%

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

Podstawowe dane			CMR PW	vs. WIG
Ticker	CMR PW	Zmiana 1M	-8,5%	-0,4%
ISIN	PLCOMAR00012	Zmiana YTD	+1,3%	+11,0%
Liczba akcji (mln)	8,1	Średni obrót 1M		1,0 mln PLN
MC (mln PLN)	1 541,3	Średni obrót 6M		0,6 mln PLN
EV (mln PLN)	1 501,6	EV/EBITDA 12M fwd	6,1	-18,2%
Free float	60,9%	EV/EBITDA 5Y avg	7,4	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przychody	1 102	1 365	1 438	1 590	1 678
EBITDA	99	177	239	257	267
marża EBITDA	9,0%	13,0%	16,6%	16,2%	15,9%
EBIT	34	112	155	170	177
Zysk netto	43	52	115	117	122
P/E	35,8	29,8	13,4	13,2	12,6
P/BV	1,8	1,8	1,6	1,4	1,3
EV/EBITDA		8,6	6,3	5,8	5,4
DPS	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
DYield	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przychody	1 102	1 365	1 438	1 590	1 678
TMT	258	313	334	389	412
finanse i bankowość	186	204	191	218	227
handel i usługi	174	201	252	293	317
przemysł i utilities	142	138	179	195	205
sektor publiczny	63	194	132	137	142
SME	236	260	291	299	314
inne	43	54	58	59	61
Zysk brutto na sprzedaży	268	387	426	475	495
marża	24,3%	28,3%	29,6%	29,9%	29,5%
koszty sprzedaży	134	138	145	158	167
koszty ogólnego zarządu	98	109	128	141	147
EBIT	34	112	155	170	177
marża	3,1%	8,2%	10,7%	10,7%	10,5%
Zysk netto	43,1	51,7	115,6	117,2	121,9

Model DCF

(mln PLN)	19	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Przychody	1 438	1 590	1 678	1 752	1 828	1 905	1 979	2 045	2 108	2 173	2 217
EBITDA	239	257	267	278	288	298	305	310	313	316	323
marża EBITDA	16,6%	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	155	170	177	184	191	197	200	201	200	199	203
Podatek	46	50	52	54	56	57	58	57	57	56	57
NOPLAT	109	120	124	130	135	140	142	143	143	143	146
CAPEX	-70	-96	-119	-116	-93	-96	-97	-97	-99	-99	-101
Kapitał obrotowy	13	-10	-19	-19	-20	-22	-22	-22	-23	-25	-25
FCF	136	101	77	89	119	123	128	133	134	136	138
PV FCF	136	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	2019	2020P	2021P
CF operacyjny	61	181	170	198	197
CFO/EBITDA	62%	102%	71%	77%	74%
Capex	-141	-87	-55	-96	-119
Aktywa ogółem	1 503	1 740	1 854	2 011	2 152
Kapitał własny	880	876	963	1 081	1 191
Dług netto	19	-28	-58	-149	-193
Dług netto/EBITDA (x)	0,2	-0,2	-0,2	-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
Wycena DCF na akcję (PLN)	211,03

Wycena

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

11 bit studios trzymaj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

W lutym spółka zaskoczyła rynek informacją o sprzedaży nieznacznych pakietów akcji przez członków zarządu. Na początku roku spółka odnotowała udaną premierę drugiego dodatku do gry Frostpunk (Frostpunk: The Last Autumn), który pozwolił na istotne zwiększenie zainteresowania grą Frostpunk, co powinno być widoczne w wynikach 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.

Cena bieżąca

431,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

439,00 PLN

+1,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	439,00 PLN	2020-02-05

Podstawowe dane		11B PW	vs. WIG
Ticker	11B PW	Zmiana 1M	-1,1% +6,9%
ISIN	PL11BTS00015	Zmiana YTD	+7,7% +17,4%
Liczba akcji (mln)	2,3	Średni obrót 1M	7,5 mln PLN
MC (mln PLN)	985,8	Średni obrót 6M	2,9 mln PLN
EV (mln PLN)	970,5	EV/EBITDA 12M fwd	22,9 +76,4%
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
Zysk netto	3,6	37,5	17,7	22,1	93,0
P/E	-	26,3	55,8	44,6	10,6
P/BV	21,3	11,0	8,7	7,2	4,3
EV/EBITDA	103,7	18,7	33,5	28,1	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%	
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%
Przepływy oper.	8,1	39,0	31,0	28,3	83,6
Amortyzacja	1,7	4,5	6,3	7,5	10,8
Kapitał obrotowy	2,6	-8,0	-1,5	-2,2	-21,0
Przepływy inv.	-10,0	-55,6	-26,3	-11,5	-12,6
CAPEX	-7,4	-26,6	-10,3	-11,5	-12,6
CFO/EBITDA	87%	76%	107%	83%	67%
FCF	-1,5	10,1	7,1	9,9	79,0
FCF/EBITDA	-16%	20%	25%	29%	64%
FCF Yield	0%	1%	1%	1%	9%

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%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa trwałe	17,2	41,3	42,6	47,4	49,2
Należności	2,7	14,6	12,4	14,5	35,5
Produkcja w toku	13,1	17,1	21,5	26,2	27,9
Środki pieniężne	28,2	24,3	15,3	32,1	103,1
Lokaty	0,0	27,0	69,2	69,2	69,2
Dług netto	-28,2	-24,3	-15,3	-32,1	-103,1
Dług netto/EBITDA (x)	-3,0	-0,5	-0,5	-0,9	-0,8

Analiza porównawcza

	P/E 12M fwd 4Y avg	EV/EBIT 12M fwd 4Y avg
Minimum	15,4	5,9
Maksimum	25,6	13,6
Mediana	19,7	10,3
waga	50%	50%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	4,0%
Zdyktowana wartość FCF	1 110
Dług netto	-24
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	495,70

Wycena

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

CD Projekt trzymaj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Najważniejszym wydarzeniem dla spółki w 2020 roku był komunikat o przesunięciu 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 wrześnieowy 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 obejranych w gospodarstwach domowych w ciągu 4 tygodni). Oczekujemy, że spółka wygeneruje 162 mln PLN sprzedaży oraz 56 mln PLN zysku netto. Dodatkowo zgodnie z doniesieniami mediów branżowych projekt realizowany na platformy mobilne przez studio Spokko może zmierzać ku końcowi. W lutym kurs spółki wyznaczył kolejne maksimum, a następnie cofnął się w okolice 280 PLN.

Cena bieżąca

305,80 PLN

potencjał zmiany
Cena docelowa

284,20 PLN

-7,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	284,20 PLN	2020-02-05

Podstawowe dane			CDR PW	vs. WIG
Ticker	CDR PW	Zmiana 1M	+4,2%	+12,2%
ISIN	PLOPTTC00011	Zmiana YTD	+9,4%	+19,1%
Liczba akcji (mln)	96,1	Średni obrót 1M	123,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	29 393,5	Średni obrót 6M	76,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	28 797,2	EV/EBITDA 12M fwd	11,9	-49,0%
Free float	65,3%	EV/EBITDA 5Y avg	23,3	dyskonto

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	-	-	-	13,1	14,5
P/BV	33,0	29,3	28,0	9,1	5,6
EV/EBITDA	115,8	245,3	211,4	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			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
W3 (S)			0,0%	0,0%	0,0%
Gwint (S)			0,0%	0,0%	0,0%
C2077 (S)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Prod. Gier (S)	330	228	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%
Przepływy oper.	232	133	195	2 470	1 981
Amortyzacja	5	5	8	9	10
Kapitał obrotowy	34	46	-68	-117	29
Przepływy inv.	-291	-106	399	-160	-173
CAPEX	-13	-15	-13	-10	-11
Nakłady na produkcję	-77	-98	-138	-150	-162
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%

Wskaźniki

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wiedźmin 3 (S)	288	174	166	138	95
Gwint (S)	43	45	45	31	16
Cyberpunk 2077 (S)	0	0	0	2 839	937
Produkcja w toku	142	243	362	198	287
Środki pieniężne	67	104	128	2 570	4 656
Dług netto	-647	-659	-591	-3 033	-5 119
Dług netto/EBITDA (x)	-2,6	-5,6	-4,3	-1,2	-2,5

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Zdyskontowana wartość FCF	4,0%
Wzrost FCF po prognozie	18 699
Dług netto	-659
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	301,70

Wycena

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

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 zrekompensowanie negatywnych czynników kosztowych, a w rezultacie oczyszczona o zdarzenia jednorazowe EBITDA Grupy spadnie o 29% r/r. W efekcie zmniejszenia wyniku zadłużenie netto do EBITDA wzrośnie na koniec 2020 roku do poziomu 2,9x EBITDA, co negatywnie przełoży się na zdolność do wypłaty dywidendy w 2020 roku. 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. Aktualizację naszych założeń przedstawimy po wynikach za 2019 rok, które Spółka przedstawi na koniec marca.

Cena bieżąca

1,06 PLN

potencjał zmiany**Cena docelowa**

1,25 PLN

+17,9%

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

Podstawowe dane			COG PW	vs. WIG
Ticker	COG PW	Zmiana 1M	-13,1%	-5,1%
ISIN	PLCNTSL00014	Zmiana YTD	-14,5%	-4,8%
Liczba akcji (mln)	175,0	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	185,5	Średni obrót 6M	0,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	421,2	EV/EBITDA 12M fwd	4,8	+26,9%
Free float	-	EV/EBITDA 5Y avg	3,8	premia

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.	5,8	2,0	6,3	32,9	21,2
P/BV	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA skor.	3,6	2,1	4,1	5,7	5,5
DPS	0,00	0,07	0,21	0,07	0,03
DYield	0,0%	6,4%	19,4%	7,0%	2,4%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Przychody ze sprzedaży			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Wolumen sprzedaży			0,0%	0,0%	0,0%
Ceny produktów			0,0%	0,0%	0,0%
Ceny złomu			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

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

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%

Bilans

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

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,2
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana wartość FCF	259
Dług netto	245
Inne korekty	18
Wycena DCF na akcję (PLN)	1,71

Wycena

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

Famur kupuj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Rekordowy od 2012 roku portfel zamówień (1,3 mld PLN z umów raportowanych za ostatnie 12 miesięcy) oraz wyższe realizowane ceny na wynajmie kombajnów naszym zdaniem przełożą się na jedynie 9% r/r spadek obrotów segmentu Underground w 2020 roku. Naszym zdaniem brak konsolidacji Famak oraz sprzedaż PBSz przełożą się na spadek oczyszczonej o zdarzenia jednorazowe EBITDA o 15% r/r do 503 mln PLN. Warto jednak zauważyć, że przy bieżącej kapitalizacji, Famur generuje FCF/EV na poziomie około 20% (drugi najwyższy w przemyśle) oraz wypłaca stopę dywidendy na poziomie około 15%. Dodatkowo warto zwrócić uwagę, że Famur posiada bardzo mocny bilans z długiem netto na koniec 2020 roku na poziomie jedynie 0,1xEBITDA. Aktualizujemy nasze prognozy o dekonsolidację Famak oraz wyższe oczekiwane wyniki w segmencie Underground. Z uwagi na wyższą ekspozycję Grupy na węgiel po sprzedaży Famak zwiększamy parametr beta w wycenie DCF do 1,2 (1,0 poprzednio). Dodatkowo ze względu na nieoczekiwane kłopoty finansowe w Famak zwiększamy dyskonto w wycenie porównawczej do 25% (20% poprzednio). Mimo tego nasza wycena (4,58 PLN/akcja) daje obecnie ponad 70% potencjału wzrostu względem bieżącej ceny rynkowej. Naszym zdaniem potencjał spadku kursu Famur wydaje się mocno ograniczony, co przy jakiegokolwiek pozytywnej informacji skutkować będzie odbiciem notowań. Podtrzymujemy rekomendację kupuj dla spółki Famur, a cenę docelową obniżamy z 5,18 PLN/akcja do 4,58 PLN/akcja.

Cena bieżąca

2,73 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

4,58 PLN

+68,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	4,58 PLN	2020-03-04	
poprzednia	kupuj	5,18 PLN	2019-12-05	
Podstawowe dane			FMF PW	vs. WIG
Ticker	FMF PW	Zmiana 1M	-9,6%	-1,6%
ISIN	PLFAMUR00012	Zmiana YTD	-8,6%	+1,1%
Liczba akcji (mln)	574,8	Średni obrót 1M	1,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 566,2	Średni obrót 6M	0,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 749,3	EV/EBITDA 12M fwd	3,1	-44,8%
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	2 165	1 642	1 342
EBITDA	308	491	454	503	393
marża EBITDA	21,1%	22,0%	21,0%	30,6%	29,3%
EBIT	133	300	255	309	205
Zysk netto	49	208	253	256	163
P/E	31,4	7,5	6,2	6,1	9,6
P/BV	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0
EV/EBITDA	5,6	3,7	3,9	3,3	3,8
DPS	0,00	0,44	0,53	0,40	0,33
DYield	0,0%	16,2%	19,4%	14,8%	12,3%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Przychody			+1,9%	-7,0%	-19,2%
EBITDA			-17,9%	+7,2%	-0,1%
Zysk netto			-44,0%	+2,8%	-16,9%
Oroty Underground			+5,9%	+10,2%	-4,6%
Oroty Surface			-23,8%	-	-
Marża Underground			+0,3 p.p.	-3,3 p.p.	-2,2 p.p.
Marża Surface			-15,0 p.p.	-	-

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Oroty Underground	1 019	1 407	1 597	1 453	1 158
Marża Underground	25,0%	30,6%	33,2%	30,0%	28,6%
EBITDA skor.	291	491	589	503	393
Marża EBITDA skor.	19,9%	22,0%	27,2%	30,6%	29,3%
Przepływy oper.	192	215	444	454	464
Amortyzacja	175	191	199	194	188
Kapitał obrotowy	-16	-127	-41	5	109
Przepływy inw.	-231	-138	-16	-50	-120
CAPEX	132	141	16	120	120
Przepływy fin.	287	-458	-519	-342	-296
Zmiana długu	-88	-213	-200	-100	-100
Dywidenda/buyback	0	-253	-305	-232	-192
FCF	-91	173	343	331	344
FCF/EBITDA	-30%	35%	76%	66%	88%
CFO/EBITDA	44%	44%	98%	90%	118%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+	+
Przychody	2 165	1 642	1 342	1 447	1 506	1 536	1 566	1 597	1 629	1 661	1 694
zmiana (r/r)	-2,9%	-24,2%	-18,3%	7,8%	4,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBITDA	454	503	393	432	429	416	420	422	426	426	420
marża EBITDA	21,0%	30,6%	29,3%	29,8%	28,5%	27,1%	26,8%	26,4%	26,1%	25,6%	24,8%
Amortyzacja	199	194	188	170	157	148	149	149	149	146	135
EBIT	255	309	205	262	272	268	271	274	276	279	285
Podatek	54	57	38	50	52	51	52	53	54	55	56
NOPAT	201	252	167	212	220	216	218	220	222	224	228
CAPEX	-16	-120	-120	-122	-125	-127	-130	-132	-135	-135	-135
Kapitał obrotowy	-41	5	109	-102	-35	-18	-18	-18	-19	-19	-20
FCF	343	331	344	157	217	220	219	218	218	217	211
PV FCF	348	307	291	122	153	142	129	117	107	97	
WACC	8,9%	9,3%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	3 138	2 880	2 610	2 461	2 256
Aktywa trwałe	1 099	1 158	955	881	813
Goodwill	222	222	162	162	162
Kapitał własny	1 437	1 625	1 528	1 552	1 523
Udział mniejszości	115	-37	-34	22	22
Dług netto	80	286	217	55	-93
Dług netto/EBITDA (x)	0,3	0,6	0,5	0,1	-0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	8,2	11,1	10,6	5,5	7,0	6,1
Maksimum	20,9	21,3	20,1	13,1	12,8	12,1
Mediana	14,0	13,3	12,4	8,9	8,6	8,0
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,2
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 813
Dług netto	590
Inne korekty	58
Wycena DCF na akcję (PLN)	4,35

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	4,20
DCF	50%	4,35
Cena wynikowa		4,27
Koszt kapitału 9M		7,0%
Cena docelowa za 9M		4,58

Grupa Kęty trzymaj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Mimo presji ze strony kosztów energii i kosztów płac Zarząd Grupy Kęty liczy na stabilizację wyników w 2020 roku (EBITDA +2% r/r; zysk netto płasko r/r). Naszym zdaniem sprzyjającym czynnikiem dla Grupy jest łagodna zima (która przełoży się może na wysoką sprzedaż materiałów budowlanych w 1Q'20) oraz bardzo niskie ceny aluminium (1/3 kosztów systemów aluminiowych). Z drugiej strony dalsze szybkie rozprzestrzenianie się koronawirusa w Europie może przełożyć się na spadek aktywności w budownictwie, do którego Grupa plasuje 60% sprzedaży. Podwyższamy nasze oczekiwania wyników w 2020 roku w segmentach systemów aluminiowych i opakowań giętkich (oba segmenty korzystają z niskich cen surowców). Korygujemy w dół nasze założenia odnośnie cen aluminium oraz rewidujemy w górę oczekiwane obroty w segmencie systemów aluminiowych i wyrobów wyciskanych. Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla Grupy Kęty oraz podnosimy cenę docelową do 360,29 PLN/akcja (wcześniej 335,44 PLN/akcja).

Cena bieżąca

381,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

360,29 PLN

-5,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	360,29 PLN	2020-03-04
poprzednia	trzymaj	335,44 PLN	2019-12-05
Podstawowe dane			
		KTY PW	vs. WIG
Ticker	KTY PW	Zmiana 1M	+3,5% +11,6%
ISIN	PLKETY000011	Zmiana YTD	+10,1% +19,8%
Liczba akcji (mln)	9,5	Średni obrót 1M	3,6 mln PLN
MC (mln PLN)	3 636,8	Średni obrót 6M	1,5 mln PLN
EV (mln PLN)	4 375,4	EV/EBITDA 12M fwd	8,4 -8,1%
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	3 205	3 150	3 229
EBITDA	421	463	524	515	517
marża EBITDA	15,9%	15,5%	16,3%	16,4%	16,0%
EBIT	301	338	385	368	375
Zysk netto	236	268	295	276	281
P/E	15,3	13,6	12,3	13,2	12,9
P/BV	2,7	2,6	2,5	2,4	2,3
EV/EBITDA	10,0	9,5	8,4	8,6	8,6
DPS	30,00	23,94	24,00	26,25	23,11
DYield	7,9%	6,3%	6,3%	6,9%	6,1%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			+3,6%	+8,8%	+12,8%
Zysk netto			+5,2%	+12,9%	+18,8%
Aluminium (PLN/t)			+0,6%	-10,0%	-5,0%
Premia producenta (USD/t)			-1,1%	0,0%	0,0%
EBITDA SOG			+5,0%	+13,2%	+17,2%
EBITDA SWW			+1,5%	+2,6%	+4,3%
EBITDA SSA			+2,0%	+12,6%	+17,7%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA SOG	113	119	147	148	151
EBITDA SWW	150	163	151	148	150
EBITDA SSA	172	190	238	232	228
EBITDA pozostałe	-13	-8	-12	-13	-13
EBITDA/użyte aluminium	5	5	6	5	5
Przepływy oper.	276	293	542	373	398
Amortyzacja	120	126	139	147	142
Kapitał obrotowy	-91	-114	158	-73	-47
Przepływy inw.	-187	-229	-250	-175	-120
CAPEX	187	229	250	175	120
Przepływy fin.	-85	-43	-155	-298	-268
Dywidenda/buyback	-285	-229	-229	-251	-221
FCF	86	72	364	202	283
FCF/EBITDA	20%	15%	69%	39%	55%
CFO/EBITDA	66%	63%	103%	72%	77%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Aluminium (USD/t)	1 801	1 800	1 900	1 900	1 900	1 900	1 900	1 900	1 900	1 900	1 900
Prem. prod. (USD/t)	134	140	140	140	140	140	140	140	140	140	140
Użyte alum. (tys. t)	93	95	98	100	102	104	106	108	110	112	113
Przychody	3 205	3 150	3 229	3 283	3 319	3 365	3 420	3 467	3 505	3 544	3 584
EBITDA	524	515	517	520	523	528	534	538	541	545	549
marża EBITDA	16,3%	16,4%	16,0%	15,9%	15,8%	15,7%	15,6%	15,5%	15,4%	15,4%	15,3%
EBIT	385	368	375	381	388	392	396	400	400	401	411
Podatek	68	65	66	68	69	70	71	72	72	72	74
CAPEX	-250	-175	-120	-122	-125	-127	-130	-132	-135	-138	-138
Kapitał obrotowy	158	-73	-47	-15	-11	-13	-16	-14	-11	-11	-12
FCF	364	202	283	315	318	318	318	320	322	323	326
PV FCF	369	190	246	253	236	218	200	186	172	159	
WACC	8,0%	8,0%	8,0%	8,1%	8,1%	8,2%	8,2%	8,3%	8,3%	8,4%	8,4%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	2 499	2 780	2 974	2 972	3 021
Aktywa trwałe	1 439	1 575	1 762	1 794	1 777
Kapitał własny	1 363	1 396	1 462	1 487	1 548
Udział mniejszości	1	1	1	1	1
Dług netto	591	774	738	817	787
Dług netto/EBITDA (x)	1,4	1,7	1,4	1,6	1,5
Dług netto/kap. wł. (x)	0,4	0,6	0,5	0,5	0,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	4,6	4,5	4,1	3,2	3,0	2,6
Maksimum	51,6	19,2	49,2	14,0	11,7	10,0
Mediana	14,3	13,1	10,5	7,1	6,6	5,0
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana wartość FCF	2 230
Dług netto	1 003
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	390,30

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	286,58
DCF	50%	390,30
Cena wynikowa		338,44
Koszt kapitału 9M		6,5%
Cena docelowa za 9M		360,29

JSW

trzymaj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

W średnim terminie JSW znajduje się pod wpływem dwóch negatywnych czynników – zaskakująco bardzo słabych wyników operacyjnych za 4Q'19 oraz presji płacowej górników na początku 2020 roku. W efekcie pierwszego, 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. W przypadku roszczeń płacowych po wynegocjowaniu wyższych o 6% r/r płac w Polskiej Grupie Górniczej po wyższe wynagrodzenia zwrócili się pracownicy JSW i LW Bogdanka. W przypadku JSW górnicy żądają około 6% r/r podwyżki płac, co naszym zdaniem przy trudnej sytuacji Spółki jest raczej mało prawdopodobne. Podwyższamy nasze oczekiwania wzrostu płac w Grupie JSW do 3% r/r z wypłata jednorazowej nagrody 50 mln PLN (wcześniej zakładaliśmy brak wzrostów płac w 2020 roku). Korygujemy w górę nasze założenie cen węgla koksującego na 2020 rok z uwagi na obserwowane wzrosty na rynku azjatyckim. W rezultacie obniżamy naszą cenę docelową z 18,41 PLN/akcja do 15,34 PLN/akcja oraz podtrzymujemy rekomendację trzymaj dla Grupy JSW.

Cena bieżąca

15,15 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

15,34 PLN

+1,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	15,34 PLN	2020-03-04	
poprzednia	trzymaj	18,41 PLN	2020-02-05	
Podstawowe dane			JSW PW	vs. WIG
Ticker	JSW PW	Zmiana 1M	-23,1%	-15,1%
ISIN	PLJSW0000015	Zmiana YTD	-29,1%	-19,5%
Liczba akcji (mln)	117,4	Średni obrót 1M	19,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 778,8	Średni obrót 6M	23,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	826,0	EV/EBITDA 12M fwd	1,6	-44,6%
Free float	44,8%	EV/EBITDA 5Y avg	2,9	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	8 877	9 810	8 659	8 573	8 452
EBITDA skor.	3 509	3 101	1 759	606	911
marża EBITDA	39,5%	31,6%	20,3%	7,1%	10,8%
EBIT skor.	2 684	2 335	780	-504	-304
Zysk netto skor.	2 189	1 802	579	-442	-284
P/E skor.	0,8	1,0	3,1	-	-
P/BV	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA skor.	0,1	-	0,5	2,7	2,3
DPS	0,00	0,00	1,71	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	11,3%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA (skor.)			0,0%	-7,6%	+14,3%
Zysk netto (skor.)			-0,0%	-	-
Węgiel koksowy (USD/t)			0,0%	+3,4%	+3,3%
Węgiel do celów energetycznych (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Koks (USD/t)			0,0%	+2,1%	+2,6%
Prod. węgla (tys. t)			0,0%	0,0%	0,0%
Prod. w. koks. (tys. t)			0,0%	0,0%	0,0%
Prod. koks. (tys. t)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Prod. węgla (tys. t)	14 768	15 019	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. koks. (tys. t)	3 458	3 559	3 168	3 000	3 400
Przepływy oper.	2 871	2 856	895	922	990
Amortyzacja	825	766	979	1 110	1 215
Kapitał obrotowy	-76	338	-885	279	94
Przepływy inw.	-2 170	-1 582	-2 050	-1 700	-1 420
CAPEX	737	1 248	2 050	1 700	1 420
Przepływy fin.	-701	-755	-210	-12	-17
Dywidenda/buyback	0	0	-201	0	0
FCF	2 129	1 754	-1 287	-717	-355
FCF/EBITDA skor.	61%	57%	-73%	-118%	-39%
CFO/EBITDA skor.	82%	92%	51%	152%	109%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
W. koksowy (USD/t)	165	150	155	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	914	884	884	884	884	884	884	884	884	884
Przychody	8 659	8 573	8 452	9 088	9 413	9 541	9 677	9 581	9 575	9 578	9 580
EBITDA	1 621	606	911	1 338	1 561	1 625	1 674	1 553	1 492	1 434	1 433
marża EBITDA	18,7%	7,1%	10,8%	14,7%	16,6%	17,0%	17,3%	16,2%	15,6%	15,0%	15,0%
EBIT	641	-504	-304	9	166	231	278	156	93	35	33
Podatek	111	-98	-61	-2	28	40	49	26	14	2	1
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	279	94	103	58	27	20	-18	-4	-3	2
FCF	-1 287	-717	-355	43	191	212	245	108	73	29	34
PV FCF	-1 305	-670	-306	34	140	143	152	63	40	15	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,3%	7,9%	7,6%	7,3%
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%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	12 090	13 763	13 652	13 182	12 859
Aktywa trwałe	8 118	8 475	9 559	10 186	10 443
Kapitał własny	6 389	8 081	8 081	7 640	7 356
Udział mniejszości	232	364	364	364	364
Dług netto	-1 641	-3 286	-1 317	-527	-80
Dług netto/EBITDA skor.	-0,5	-1,1	-0,7	-0,9	-0,1
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	1,6	2,6	1,9	0,4	0,4	0,3
Maksimum	14,6	15,8	12,1	12,0	13,0	11,2
Mediana	4,7	6,6	6,5	3,8	3,6	3,5
waga	0%	0%	0%	0%	25%	25%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	-1 693
Dług netto	-3 085
Inne korekty	364
Wycena DCF na akcję (PLN)	10,80

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	18,06
DCF	50%	10,80
Cena wynikowa		14,43
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		15,34

Kernel trzymaj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

W sezonie 2019/2020 Kernel będzie beneficjentem poprawiających się marży na przerobie słonecznika oraz wyższych dobrych zbiorów zbóż. Oczekujemy, że segment olejów roślinnych w sezonie 2019/2020 zanotuje poprawę EBITDA o 13% r/r, a infrastruktury o 32% r/r. Jednocześnie słabsze osiągane zbiory na własnej produkcji rolnej i niższe rynkowe ceny przełożą się na wyraźny spadek wyniku w segmencie produkcji rolnej (EBITDA -40% r/r). Wyzwaniem dla Kernel jest również rekordowy w historii Spółki Capex oraz wzrost zadłużenia wynikający z implementacji standardu MSSF 16. 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 rynek prawidłowo chłodno przyjął wyniki 4Q'19 (spadek wyników r/r + wyraźny wzrost zadłużenia + wyższy Capex na 2020 i 2021 rok). Nie zmieniamy naszej rekomendacji (trzymaj) ani ceny docelowej (47,25 PLN/akcja) dla Grupy Kernel.

Cena bieżąca

43,95 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

47,25 PLN

+7,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	47,25 PLN	2020-02-05

Podstawowe dane		KER PW	vs. WIG
Ticker	KER PW	Zmiana 1M	-6,3% +1,7%
ISIN	LU0327357389	Zmiana YTD	-2,9% +6,8%
Liczba akcji (mln)	82,9	Średni obrót 1M	2,5 mln PLN
MC (mln PLN)	3 642,9	Średni obrót 6M	2,6 mln PLN
EV (mln PLN)	6 287,6	EV/EBITDA 12M fwd	5,3 +20,8%
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	5,4	18,1	5,0	7,3	6,4
P/BV	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA	4,6	7,0	4,7	6,3	5,5
DPS	0,24	0,25	0,25	0,25	0,25
DYield	2,1%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Zmiana prognoz			19/20P	20/21P	21/22P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Marża olej (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Pszenica (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Kukurydza (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Sprzedaż oleju luz. (tys. ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Produkcja zbóż (tys. ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Handel zbożami (tys. ton)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln USD)	17/18	18/19	19/20P	20/21P	20/21P
EBITDA olej butelkowany	13	16	17	19	19
EBITDA olej luzem	63	93	106	128	144
EBITDA przeładunek	39	36	45	52	57
EBITDA produkcja zbóż	89	182	108	114	105
EBITDA handel zbożami	17	31	53	62	64
Przepływy oper.	82	189	224	264	297
Amortyzacja	83	76	96	108	107
Kapitał obrotowy	-63	-305	-38	-55	-49
Przepływy inw.	-156	-241	-300	-145	-104
CAPEX	179	234	300	145	104
Przepływy fin.	76	29	67	-103	-152
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
Pszenica (USD/t)	180	195	195	195	195	195	195	195	195	195	196
Kukurydza (USD/t)	180	185	185	185	185	185	185	185	185	185	186
Przychody	4 244	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%

Bilans

(mln USD)	17/18	18/19	19/20P	20/21P	20/21P
Aktywa	2 211	2 464	3 058	3 223	3 344
Aktywa trwałe	1 006	1 207	1 714	1 756	1 758
Kapitał własny	1 171	1 351	1 461	1 590	1 737
Udział mniejszości	7	-5	-5	-5	-5
Dług netto	619	691	1 180	1 165	1 073
Dług netto/EBITDA (x)	2,8	2,0	3,5	3,1	2,7
Dług netto/kap. wł. (x)	0,5	0,5	0,8	0,7	0,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	2,9	2,5	4,0	3,4	3,2	3,6
Maksimum	44,2	23,6	18,8	13,6	12,8	8,0
Mediana	13,6	12,5	10,0	8,2	8,7	5,5
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

KGHM trzymaj (podwyższona)

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

Kolejne doniesienia o rozprzestrzeniającym się koronawirusie negatywnie przełożyły się na sentyment wokół miedzi i metali kolorowych. Dane o zapasach pokazują, że wraz z wznowieniem aktywności przez chińskie firmy popyt na miedź odbudowuje się. Z kolei po wyraźnym zwiększeniu pozycji krótkich na metalu przez inwestorów spekulacyjnych obecnie ceny mogą zareagować odbiciem w przypadku pojawienia się jakiegokolwiek pozytywnej wiadomości. Naszym zdaniem w lutym wyniki sprzedażowe w zakresie miedzi w Grupie KGHM będą znajdować się pod presją (KGHM sprzedaje bezpośrednio do Chin 12% swojej produkcji). Aktualizujemy nasze prognozy o wyższe ceny złota na 2020 rok oraz niższe ceny miedzi na 2020 i 2021 rok. Obniżamy nieznacznie naszą prognozę wolumenów sprzedaży na 2020 roku z uwagi na wspomniany negatywny wpływ koronawirusa na wyniki 1Q'20. Obniżamy naszą cenę docelową do 76,92 PLN/akcja (z 86,33 PLN/akcja wcześniej) oraz podwyższamy naszą rekomendację do trzymaj (wcześniej redukuj).

Cena bieżąca	77,82 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	76,92 PLN	-1,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	76,92 PLN	2020-03-04	
poprzednia	redukuj	86,33 PLN	2020-02-05	
Podstawowe dane			KGH PW	vs. WIG
Ticker	KGH PW	Zmiana 1M	-16,0%	-7,9%
ISIN	PLKGHM000017	Zmiana YTD	-18,6%	-8,9%
Liczba akcji (mln)	200,0	Średni obrót 1M	56,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	15 564,0	Średni obrót 6M	51,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	22 722,9	EV/EBITDA 12M fwd	4,1	-13,8%
Free float	63,2%	EV/EBITDA 5Y avg	4,7	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	20 275	20 526	22 850	21 905	21 445
EBITDA skor.	5 753	4 972	5 549	4 872	4 242
marża EBITDA	28,4%	24,2%	24,3%	22,2%	19,8%
EBIT skor.	4 144	3 176	3 617	2 849	2 228
Zysk netto skor.	1 792	1 888	2 219	1 913	1 432
P/E skor.	8,7	8,2	7,0	8,1	10,9
P/BV	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA skor.	3,9	4,6	4,1	4,4	5,0
DPS	1,00	0,00	0,00	1,50	2,87
DYield	1,3%	0,0%	0,0%	1,9%	3,7%
Zmiana prognoz					
EBITDA (skor.)			0,0%	-8,0%	-3,9%
Zysk netto (skor.)			0,0%	-15,0%	-8,4%
Miedź (USD/t)			0,0%	-0,8%	-1,6%
Srebro (USD/oz)			0,0%	0,0%	0,0%
Molibden (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Prod. miedź (tys. ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Prod. srebro (ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Prod. molibden (mln lb)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Cu KGHM Pol (tys. ton)	359	385	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
Przepływy oper.	3 054	3 826	4 348	4 105	3 594
Amortyzacja	1 609	1 796	1 932	2 023	2 014
Kapitał obrotowy	-1 270	1 412	81	40	19
Przepływy inw.	-3 340	-3 539	-2 354	-2 461	-2 461
CAPEX	3 257	3 541	2 354	2 461	2 461
Przepływy fin.	12	84	-116	-429	-703
Dywidenda/buyback	-200	0	0	-300	-574
FCF	788	1 924	2 220	1 644	1 134
FCF/EBITDA	27%	41%	40%	34%	27%
CFO/EBITDA	53%	77%	78%	84%	85%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	34 122	37 237	40 074	41 436	42 172
Aktywa trwałe	26 515	29 375	29 797	30 235	30 683
Kapitał własny	17 694	19 133	19 399	21 012	21 871
Udział mniejszości	91	92	92	92	92
Dług netto	6 570	6 992	7 067	5 852	5 422
Dług netto/EBITDA (x)	2,2	1,5	1,3	1,2	1,3
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	5,4	5,5	5,1	1,7	1,6	1,1
Maksimum	28,9	34,6	27,9	12,5	9,2	7,8
Mediana	10,7	11,2	9,9	5,1	5,0	4,8
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	6 000	6 200	6 350	6 500	6 500	6 500	6 500	6 500	6 500	6 500
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	21 905	21 445	21 943	22 244	22 202	22 050	20 893	20 919	20 945	20 971
EBITDA	5 549	4 872	4 242	4 439	4 588	4 467	4 253	4 217	4 188	3 945	3 883
marża EBITDA	15,8%	13,0%	10,4%	11,2%	12,0%	11,9%	11,1%	11,6%	11,5%	10,3%	10,9%
EBIT	3 617	2 849	2 228	2 468	2 675	2 642	2 442	2 419	2 407	2 165	2 293
Podatek	1 056	806	666	721	770	763	724	719	717	671	695
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	40	19	-21	-13	2	6	49	-1	-1	-1
FCF	2 220	1 644	1 134	1 677	2 215	2 089	1 893	1 877	1 775	1 551	1 597
PV FCF	2 244	1 553	1 000	1 374	1 676	1 459	1 219	1 109	960	769	
WACC	6,9%	7,1%	7,1%	7,3%	7,5%	7,7%	7,8%	8,0%	8,2%	8,3%	8,4%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	13 364
Dług netto	6 992
Inne korekty	272
Wycena DCF na akcję (PLN)	80,29

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	64,42
DCF	50%	80,29
Cena wynikowa		72,36
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		76,92

PKP Cargo trzymaj (bez zmian)

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

Słabe w ostatnich miesiącach dane przewozowe, ciepła zima źle rokująca na 1Q'20 (fatalne styczniowe dane przewozowe to potwierdziły), presja kosztowa (płace i energia), pogarszający się sentyment do rynku węglowego, doniesienia o chęci wprowadzenia przez Niemcy wymogu cichych hamulców jeszcze w tym roku, groźby strajku związku zawodowego NSZZ „Solidarność” – wszystkie te aspekty negatywnie wpływały na sentyment wokół PKP Cargo w ostatnim czasie. Naszym zdaniem, aktualna wycena już zdyskontowała te informacje, w związku z czym w raporcie analitycznym 26 lutego zdecydowaliśmy się na podniesienie rekomendacji do trzymaj, a cenę docelową zaktualizowaliśmy o wycenę porównawczą. Z drugiej strony, na horyzoncie pojawiają się także pierwsze pozytywne informacje dla Grupy: zapowiedzi powrotu do pracy wielkiego pieca w Krakowie, prasowe „przypomnienia” o rekordowo wysokich inwestycjach infrastrukturalnych zaplanowanych na najbliższe lata, zapowiedź wprowadzenia programu budowy 100 obwodnic czy też propozycja uchwalenia ustawy o czasie pracy maszynistów, która może poprawić sytuację konkurencyjną Grupy PKP Cargo. Dodatkowo, katalizatorem do zmiany sentymentu wobec spółki mogłoby być odniesienie się przez Zarząd do trudnej sytuacji bieżącej i zaproponowanie środków zaradczych w postaci na przykład zwiększonej dyscypliny wydatkowej i kosztowej.

Cena bieżąca	13,44 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	13,89 PLN	+3,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	13,89 PLN	2020-02-26

Podstawowe dane	PKP PW	vs. WIG
Ticker	PKP PW	Zmiana 1M -24,2% -16,2%
ISIN	PLPKPCR00011	Zmiana YTD -34,4% -24,8%
Liczba akcji (mln)	44,8	Średni obrót 1M 1,3 mln PLN
MC (mln PLN)	601,9	Średni obrót 6M 0,9 mln PLN
EV (mln PLN)	2 397,7	EV/EBITDA 12M fwd 3,0 -24,3%
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.	12,2	2,5	21,2	-	-
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA skor.	2,2	1,5	2,9	3,4	3,5
DPS	0,00	0,00	1,50	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	11,2%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz	2019P	2020P	2021P		
Przychody ze sprzedaży	0,0%	0,0%	0,0%		
EBITDA skor.	0,0%	0,0%	0,0%		
Zysk netto	0,0%	0,0%	0,0%		
Praca przewozowa (mln tkm)	0,0%	0,0%	0,0%		
Masa towarowa (mln ton)	0,0%	0,0%	0,0%		
Koszty / tkm	0,0%	0,0%	0,0%		

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Energia trakcyjna	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
Przepływy oper.	601	863	813	787	820
Amortyzacja	547	629	712	757	798
Kapitał obrotowy	-62	20	-20	8	14
Przepływy inw.	-740	-612	-845	-944	-853
CAPEX	-502	-695	-969	-944	-853
Przepływy fin.	-99	-323	-211	-38	50
Dywidenda/buyback	0	0	-67	0	0
FCF	101	173	-144	-156	-33
FCF/EBITDA	7%	12%	-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	-145	-149	-30	16	39	57	64	70	75	79	
WACC	6,0%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
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

(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	17-23P
Minimum	4,9	4,3	3,9	3,4	3,9	3,6	-9%
Maksimum	2270,0	31,2	25,7	14,5	13,4	12,6	8%
Mediana	19,5	16,9	16,3	10,1	8,2	8,1	3%
Waga	0%	0%	0%	0%	33%	33%	35%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Wartość firmy (EV)	1 719
Dług netto	846
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	19,49

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	6,65
DCF	50%	19,49
Cena wynikowa		13,07
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		13,89

Stelmet akumuluj (bez zmian)

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 1,6x). Obecnie Stelmet ze wskaźnikiem generacji gotówki na poziomie około 15% (FCF/EBITDA) znajduje się na trzecim miejscu w zestawieniu spółek przemysłowych. Wyniki 1Q'20 (4Q'19) okazały się lepsze od naszych oczekiwań, mimo niższej sprzedaży architektury ogrodowej. Pozytywnie zaskoczyła sprzedaż pellet oraz redukcja kosztów (więcej pod [link](#)). Nie zmieniamy naszej ceny docelowej 8,92 PLN/akcja oraz rekomendacji akumuluj. Zakładając nawet 35% dyskonto w wycenie porównawczej nasza wycena implikuje około 15% wyższą wartość niż wynosi obecnie waluacja rynkowa.

Cena bieżąca

7,05 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

8,92 PLN

+26,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	8,92 PLN	2020-02-05

Podstawowe dane			STL PW	vs. WIG
Ticker	STL PW	Zmiana 1M	-7,2%	+0,8%
ISIN	PLSTLMT00010	Zmiana YTD	-4,1%	+5,6%
Liczba akcji (mln)	29,4	Średni obrót 1M		0,0 mln PLN
MC (mln PLN)	207,0	Średni obrót 6M		0,0 mln PLN
EV (mln PLN)	331,8	EV/EBITDA 12M fwd	3,8	-40,5%
Free float	15,0%	EV/EBITDA 5Y avg	6,4	dyskonto

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	10,7	21,6	-	9,2	9,0
P/BV	0,5	0,4	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	6,7	5,6	4,8	4,0	3,6
DPS	0,00	0,00	0,00	0,07	0,31
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	1,0%	4,3%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
DAO (PLN/m3)			0,0%	0,0%	0,0%
DAO vol (tys. m3)			0,0%	0,0%	0,0%
Drewno (PLN/m3)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Sprzedaż DAO (PL)	19	22	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
Przepływy oper.	39	32	83	65	63
Amortyzacja	37	41	42	41	42
Kapitał obrotowy	-2	-30	2	-1	-5
Przepływy inv.	-62	-24	-24	-16	-23
CAPEX	62	23	24	16	23
Przepływy fin.	76	-9	-56	-25	-32
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%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	821	816	769	771	769
Aktywa trwałe	554	522	480	455	436
Kapitał własny	454	461	457	478	492
Udział mniejszości	0	0	0	0	0
Dług netto	182	176	125	81	52
Dług netto/EBITDA (x)	3,2	2,6	1,8	1,1	0,7
Dług netto/kap. wł. (x)	0,4	0,4	0,3	0,2	0,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	9,1	8,8	10,3	5,6	4,4	3,6
Maksimum	61,9	372,0	467,0	18,2	17,3	8,9
Mediana	17,8	14,5	12,4	7,9	6,7	6,5
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	239
Dług netto	125
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	7,99

Wycena

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

Deweloperzy

Atal

akumuluj (bez zmian)

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

Brak komentarza w związku z dłuższą nieobecnością pracownika.

Cena bieżąca

38,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

44,28 PLN

+15,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	44,28 PLN	2020-02-05

Podstawowe dane			1AT PW	vs. WIG
Ticker	1AT PW	Zmiana 1M	-2,8%	+5,2%
ISIN	PLATAL000046	Zmiana YTD	+0,5%	+10,2%
Liczba akcji (mln)	38,7	Średni obrót 1M	0,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 478,9	Średni obrót 6M	0,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 957,7	EV/EBITDA 12M fwd	8,1	+2,8%
Free float	11,6%	EV/EBITDA 5Y avg	7,9	premia

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
Zysk netto	171	201	111	209	227
P/E	8,6	7,4	13,4	7,1	6,5
P/BV	1,9	1,7	1,9	1,7	1,6
EV/EBITDA	7,5	6,9	13,4	6,8	6,4
DPS	1,68	3,54	4,70	2,63	4,92
DYield	4,4%	9,3%	12,3%	6,9%	12,9%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
MBNS			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Przekazane lokale			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przekazane lokale (szt.)	2 308	2 678	1 769	3 290	3 327
Przychód (tys. PLN)/lokal	375	394	363	361	389
SG&A	28	31	33	35	37
SG&A/przychody	3,3%	2,9%	5,2%	2,9%	2,8%
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
Dług netto/kap. włas.	27%	39%	61%	45%	47%
Zapasy	1 342	1 487	1 760	1 753	1 767
Zapasy/przychody	155%	141%	260%	143%	134%
Zaliczki	365	225	317	306	274
Zaliczki/zapasy	27%	15%	18%	17%	16%
Kapitał własny	795	858	786	893	929
ROE	24,9%	25,3%	12,9%	26,6%	25,4%

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%

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	198	38	47	197	168
Amortyzacja	1	1	2	2	2
Kapitał obrotowy	-13	-194	-42	-31	-76
CF inwestycyjny	1	1	12	4	4
CAPEX	-1	-1	-1	-2	-2
CF finansowy	-121	-113	-9	-170	-210
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
Wycena DCF na akcję (PLN)	52,50

Wycena

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

Dom Development trzymaj (bez zmian)

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

Brak komentarza w związku z dłuższą nieobecnością pracownika.

Cena bieżąca	100,00 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	88,92 PLN	-11,1%

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

Podstawowe dane			DOM PW	vs. WIG
Ticker	DOM PW	Zmiana 1M	+5,9%	+14,0%
ISIN	PLDMDVL00012	Zmiana YTD	+5,7%	+15,4%
Liczba akcji (mln)	25,1	Średni obrót 1M	1,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 506,8	Średni obrót 6M	0,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	2 649,7	EV/EBITDA 12M fwd	7,6	-10,8%
Free float	25,2%	EV/EBITDA 5Y avg	8,5	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
Zysk netto	191	227	252	271	287
P/E	13,0	11,0	9,9	9,2	8,7
P/BV	2,5	2,4	2,3	2,3	2,3
EV/EBITDA	10,5	8,8	8,1	8,0	7,9
DPS	5,05	7,60	9,05	10,06	10,81
DYield	5,1%	7,6%	9,1%	10,1%	10,8%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
MBNS			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Przekazane lokale			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i bilans

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

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%

Przepływy pieniężne

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

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Handel

AmRest

trzymaj (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Pod koniec lutego AmRest opublikował wyniki za 4Q'19, które po oczyszczeniu o zdarzenia jednorazowe były istotnie poniżej naszych oczekiwań oraz oczekiwań rynkowych. W 4Q'19 wynik EBIT spółki był wspierany przez rozpoznanie jednorazowego zysku na sprzedaży pizzaportal.pl (37,1 mln EUR). Jednocześnie spółka rozpoznała rekordowo wysoki odpis na aktualizację wartości restauracji (-27,9 mln EUR), który głównie dotyczył placówek we Francji i w Niemczech. Słabe rezultaty spółki wynikały również z istotnego spadku rentowności EBITDA w Czechach, Inne CEE, Rosji, Hiszpanii oraz Inne WE. Zwracamy uwagę, że segment Francja, w którym częściowo konsolidowane są wyniki przejętej w 2018 roku sieci Sushi Shop, odnotował spadek marży o 7,2p.p. r/r do 2,7% w 4Q'19 (efekt przeniesienia części wyników Sushi Shop na inne segmenty). Wynik na działalności finansowej został wsparty przez przeszacowanie wartości 7,5% udziału AmRest w Glovo. Niemniej, oczyszczony wynik netto o zdarzenia jednorazowe byłby istotnie niższy r/r w 4Q'19. W kolejnych kwartałach dynamice wyniku będzie sprzyjało koncentrowanie się na poprawie rentowności (Sushi Shop, przejęte biznesy) oraz brak rozpoznawania straty generowanej przez pizzaportal. Niemniej zwracamy uwagę na wysoki poziom zadłużenia spółki oraz wycenę na poziomie 27x EV/EBIT'20 vs. 13x Alsea oraz 19x YUM! Brands. Biorąc pod uwagę słabe wyniki 4Q'19 oraz zapowiadane spowolnienie dynamiki EBITDA do kilkunastu procent, rewidujemy nasze prognozy oraz obniżamy cenę docelową do 40 PLN/akcję. Pozostawiamy rekomendację trzymaj dla spółki.

Cena bieżąca

39,55 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

40,00 PLN

+1,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	40,00 PLN	2020-03-04	
poprzednia	trzymaj	47,00 PLN	2019-12-05	
Podstawowe dane			EAT PW	vs. WIG
Ticker	EAT PW	Zmiana 1M	-15,9%	-7,8%
ISIN	ES0105375002	Zmiana YTD	-8,7%	+1,0%
Liczba akcji (mln)	219,6	Średni obrót 1M	5,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	8 683,4	Średni obrót 6M	10,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	11 368,0	EV/EBITDA 12M fwd	9,0	-19,4%
Free float	31,1%	EV/EBITDA 5Y avg	11,1	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	1 238	1 547	1 962	2 089	2 435
EBITDA	131	152	211	241	276
marża EBITDA	10,5%	9,8%	10,8%	11,5%	11,3%
EBIT	63	72	106	120	141
Zysk netto	43	43	65	54	67
P/E	47,0	46,9	31,0	37,6	30,2
P/BV	6,4	4,8	4,3	3,9	3,4
EV/EBITDA	18,1	16,9	12,5	11,0	9,5
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			-1,0%	-6,9%	-7,6%
Zysk netto			-42,9%	-10,8%	-7,8%
Sprzedaż/rest.			+1,1%	-3,5%	+2,1%
marża EBITDA oczyszczona			-1,6p.p.	-0,4p.p.	-0,9p.p.
Liczba rest.			-0,6%	-0,6%	-2,1%

Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln EUR)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA (PL)	370	409	465	413	583
EBITDA (WE)	400	570	797	830	892
EBITDA (ES)	217	244	281	306	331
EBITDA (RU)	142	169	207	240	249
EBITDA (CZ)	139	170	200	239	282
Przepływy oper.	150	164	182	192	243
Amortyzacja	78	92	106	121	135
Amortyzacja (MSSF 16)	0	0	143	156	173
Kapitał obrotowy	-22	-7	-26	1	24
Przepływy inv.	-230	-421	-220	-211	-205
CAPEX	-217	-398	-207	-211	-205
Przepływy fin.	139	242	-117	-96	-173
Wpływy/spłaty pożyczek	436	283	72	60	0
FCF	-117	-266	-53	3	62
CFO/EBITDA	101%	95%	74%	79%	88%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln EUR)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
marża EBITDA (PL)	12,6%	11,8%	12,9%	15,4%	12,1%
marża EBITDA (WE)	11,6%	10,1%	8,9%	9,2%	9,8%
marża EBITDA (ES)	22,6%	22,0%	19,0%	18,0%	17,5%
marża EBITDA (RU)	11,8%	12,9%	10,5%	9,1%	9,0%
marża EBITDA (CZ)	19,7%	20,8%	19,2%	18,7%	18,2%
Dług netto	340	543	614	633	594
Dług netto/EBITDA (x)	2,3	3,1	2,4	2,6	2,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	9,2	8,6	8,2	7,0	6,9	6,4
Maksimum	55,4	42,1	33,6	29,2	22,4	18,4
Mediana	24,1	22,8	19,9	14,1	13,3	12,3
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln EUR)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Sprzedaż/rest.	211	201	212	215	217	218	219	219	219	219	219
zmianar/r	15,9%	-4,9%	5,5%	1,6%	0,8%	0,6%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Liczba rest.	2 321	2 599	2 873	3 106	3 303	3 471	3 631	3 783	3 927	4 064	4 064
Przychody	1 962	2 089	2 435	2 674	2 868	3 031	3 174	3 309	3 436	3 556	3 556
EBITDA	248	242	277	313	345	369	388	406	423	439	439
marża EBITDA	12,6%	11,6%	11,4%	11,7%	12,0%	12,2%	12,2%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%
EBIT	106	120	141	169	198	224	247	269	291	310	310
Podatek	30	29	34	41	48	54	59	65	70	74	74
CAPEX	-207	-211	-205	-179	-157	-138	-133	-129	-125	-122	-122
Kapitał obrotowy	-28	1	24	17	14	11	10	9	9	3	3
FCF	-53	3	62	110	153	186	201	216	231	239	239
PV FCF	-53	2	53	87	111	124	123	122	119	114	
WACC	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,8%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	

Podsumowanie DCF

(mln EUR)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	2 487
Dług netto	543
Inne korekty	43
Wycena DCF na akcję (PLN)	37,27

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	38,44
DCF	50%	37,27
Cena wynikowa		37,85
Koszt kapitału 9M		6,6%
Cena docelowa za 9M		40,00

CCC kupuj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Kurs akcji CCC w lutym dyskontował potencjalne ryzyko związane z rozprzestrzenieniem się koronawirusa w krajach europejskich i w efekcie spadek odwiedzalności galerii handlowych. Naszym zdaniem prawdopodobieństwo zmaterializowania tego ryzyka jest ograniczone. Pod koniec stycznia spółka opublikowała strategię na lata 2020-22 (GO.22), w której zakłada istotną poprawę rentowności EBIT/zysku netto do 2022 roku. Główną przyczyną poprawy 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 do ryzyka złamania kowenantów na koniec 1Q'20 (zarząd zakłada maksymalny poziom 3,2-3,3x). Oczekujemy płaskiego wyniku r/r w 1Q'20, w którym pozytywne efekty poprawy oferty i restrukturyzacji kosztowej zostaną zniwelowane przez intensywne wyprzedaże w styczniu. Naszym zdaniem potencjalnym ryzykiem dla naszego scenariusza wynikowego w 1Q'20 są warunki pogodowe (potencjalne załamanie pogody w 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%. Zwracamy uwagę, że obecna wycena spółki jest zbliżona tylko do wartości 75% udziału CCC w eobuwie.pl (zarówno nasze wyliczenia, jak i wycena podana przez spółkę w lutym).

Cena bieżąca

78,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

135,00 PLN

+72,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	135,00 PLN	2020-02-21

Podstawowe dane			CCC PW	vs. WIG
Ticker	CCC PW	Zmiana 1M	-18,5%	-10,5%
ISIN	PLCCC0000016	Zmiana YTD	-28,9%	-19,2%
Liczba akcji (mln)	41,1	Średni obrót 1M	23,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 216,1	Średni obrót 6M	18,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	4 233,5	EV/EBITDA 12M fwd	5,4	-61,0%
Free float	59,4%	EV/EBITDA 5Y avg	14,0	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	3 938	4 726	5 844	6 933	7 893
EBITDA skor.	508	526	291	527	707
marża EBITDA	12,9%	11,1%	5,0%	7,6%	9,0%
EBIT	463	279	125	344	525
Zysk netto skor.	284	40	16	186	328
P/E skor.	11,3	81,0	206,3	17,3	9,8
P/BV	2,8	2,8	3,0	2,8	2,3
EV/EBITDA skor.	7,3	7,6	14,5	8,3	6,1
DPS	2,47	2,30	0,48	2,00	2,00
DYield	3,2%	2,9%	0,6%	2,6%	2,6%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
MBNS			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
Sprzedaż det/mkw.			0,0%	0,0%	0,0%
SG&A/mkw.			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Sprzedaż (stacjoname)	3 332	3 748	4 386	4 971	5 342
EBITDA (stacjoname)	419	423	180	347	478
Sprzedaż (eobuwie.pl)	606	977	1 458	1 963	2 551
EBITDA (eobuwie.pl)	88,7	103,0	111,0	179,8	228,7
MBNS	50,9%	50,1%	49,8%	49,9%	49,1%
Przepływy oper.	78	996	1 065	818	1 033
Amortyzacja	93	212	710	761	820
Kapitał obrotowy	-383	244	257	-190	-169
Przepływy inw.	-222	-621	-727	-222	-211
CAPEX	245	439	499	222	211
Przepływy fin.	515	-515	-273	-522	-1 175
Dywidenda/buyback	-101	-95	-20	-82	-82
FCF	-163	274	-204	46	221
FCF/EBITDA	-32%	52%	-70%	9%	31%
CFO/EBITDA	15%	189%	366%	155%	146%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Polska (wynik segmentu)	378	283	339	385	403
CEE (wynik segmentu)	111	110	85	100	121
WE (Wynik segmentu)	-38	-72	-115	-88	-65
eobuwie.pl (% sprzedaży)	15,4%	20,7%	25,0%	28,3%	32,3%
Środki pieniężne	512	376	438	513	160
Dług netto	406	641	911	1 036	989
Dług netto/EBITDA (x)	0,8	1,2	3,1	2,0	1,4

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	6,2	6,3	5,9	5,9	4,9	5,0
Maksimum	596,7	107,2	46,9	46,9	99,8	66,7
Mediana	24,2	22,3	19,9	19,9	17,3	16,0
waga	3%	23%	23%	3%	23%	23%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Sprzedaż det/mkw.	428	455	462	458	453	456	462	471	480	489	489
SG&A/mkw.	209	213	209	205	205	207	209	213	218	222	222
Powierzchnia	1 242	1 265	1 287	1 286	1 306	1 331	1 363	1 390	1 420	1 453	1 453
Przychody	5 844	6 933	7 893	8 505	8 911	9 277	9 682	10 107	10 552	11 017	11 292
EBITDA	291	527	707	796	821	857	867	896	925	974	998
marża EBITDA	5,0%	7,6%	9,0%	9,4%	9,2%	9,2%	9,0%	8,9%	8,8%	8,8%	8,8%
EBIT	125	344	525	616	643	679	690	721	753	786	806
Podatek	25	69	105	117	122	129	131	137	143	149	153
CAPEX	-727	-222	-211	-175	-1 098	-185	-176	-158	-163	-188	-188
Kapitał obrotowy	257	-190	-169	-175	-95	-78	-67	-73	-77	-80	-80
FCF	-204	46	221	329	-494	465	493	528	542	556	570
PV FCF	-204	43	193	266	-374	328	324	320	303	285	268
WACC	7,7%	7,6%	7,6%	7,8%	6,9%	7,2%	7,7%	8,1%	8,6%	9,0%	9,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdyskontowana wartość FCF	5 977
Dług netto	641
Inne korekty	-106
Wycena DCF na akcję (PLN)	127,20

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	127,00
DCF	50%	127,20
Cena wynikowa		127,10
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		135,00

Dino trzymaj (podwyższona)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Kurs Dino cofnął się z okolicy historycznych maksimów w lutym realizując w całości potencjał wynikający z naszej rekomendacji. 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). Oczekujemy obniżenia rentowności EBITDA o 0,3p.p. r/r do 10,3% w 4Q'19 (efekt wysokiej bazy na marży brutto na sprzedaży oraz presja kosztowa). 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 nieznacznie poniżej średniej wskaźnika (liczonej od maja 2017 r.). Biorąc pod uwagę spadek kursu podwyższamy naszą rekomendację z redukuju do trzymaj nieznacznie korygując cenę docelową (po aktualizacji wyceny porównawczej).

Cena bieżąca

155,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

152,30 PLN

-1,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	152,30 PLN	2020-03-04
poprzednia	redukuj	149,70 PLN	2020-02-05
Podstawowe dane			
Ticker	DNP PW	Zmiana 1M	-7,7% +0,4%
ISIN	PLDINPL00011	Zmiana YTD	+7,6% +17,3%
Liczba akcji (mln)	98,0	Średni obrót 1M	33,1 mln PLN
MC (mln PLN)	15 196,2	Średni obrót 6M	27,3 mln PLN
EV (mln PLN)	15 835,5	EV/EBITDA 12M fwd	16,5 +2,8%
Free float	48,9%	EV/EBITDA 5Y avg	16,0 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	71,1	49,4	37,7	27,8	20,9
P/BV	16,8	12,5	9,4	7,0	5,2
EV/EBITDA	40,3	29,1	22,2	16,8	12,9
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz					
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Liczba sklepów			0,0%	0,0%	0,0%
sprzedaż/mkw/			0,0%	0,0%	0,0%
marża EBITDA			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.

Wyniki i przepływy operacyjne (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Liczba sklepów	775	977	1 221	1 514	1 837
Powierzchnia	295	376	474	592	724
Średnia powierzchnia skl.	381	385	388	391	394
MBNS	23,3%	24,2%	24,4%	25,1%	25,4%
Sklepów/centrum dystryb.	258	244	305	303	306
Przepływy oper.	497	643	826	1 106	1 386
Amortyzacja	86	112	153	201	258
Kapitał obrotowy	131	125	215	286	343
Przepływy inw.	-402	-634	-918	-956	-1 137
CAPEX	-411	-636	-919	-956	-1 137
Przepływy fin.	41	82	184	-266	-253
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%

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	-94	111	183	322	460	484	600	607	632	639	655
WACC	8,4%	8,5%	7,6%	7,9%	8,0%	8,2%	8,3%	8,3%	8,4%	8,4%	8,4%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(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	-2,9	-3,3	-3,0	8,0	11,9	10,6	5,5	5,3	4,8
Maksimum	2,9	2,4	2,1	32,0	24,0	21,4	11,8	10,7	9,8
Mediana	1,1	0,9	0,9	21,6	18,3	12,8	7,4	6,8	6,4
waga	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdyskontowana wartość FCF	11 075
Dług netto	565
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	147,51

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	132,50
DCF	50%	147,51
Cena wynikowa		143,01
Koszt kapitału 9M		6,5%
Cena docelowa za 9M		152,30

Eurocash trzymaj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

W lutym kurs Eurocash nie podlegał bardziej istotnym wahaniam. Naszym zdaniem istnieje wysokie prawdopodobieństwo obniżenia strategicznego celu otwarć w sieci Delikatesy Centrum (w strategii spółka zakomunikowała otwarcie 900 sklepów do końca 2023 roku). Uważamy, że obawy inwestorów o perspektywę wzrostu wyników spółki zostały podsycone przez plany sieci Biedronka dotyczące pozyskiwania partnerów do prowadzenia pomniejszonego formatu sklepów w mniejszych miejscowościach (potencjalne ryzyko utraty klientów oraz ryzyko dotyczące planów 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 (publikacja wyników 13 marca 2019). Jednocześnie zwracamy uwagę na potencjalne spowolnienie poprawy Ifl w C&C oraz w sieci Delikatesy Centrum wynikające z efektu bazy.

Cena bieżąca	18,53 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	19,80 PLN	+6,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	19,80 PLN	2020-02-05

Podstawowe dane			EUR PW	vs. WIG
Ticker	EUR PW	Zmiana 1M	-5,2%	2,9%
ISIN	PLEURCH00011	Zmiana YTD	-15,2%	-5,5%
Liczba akcji (mln)	139,2	Średni obrót 1M		3,3 mln PLN
MC (mln PLN)	2 578,7	Średni obrót 6M		5,6 mln PLN
EV (mln PLN)	3 081,3	EV/EBITDA 12M fwd	7,1	-28,3%
Free float	53,0%	EV/EBITDA 5Y avg	9,9	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.	30,4	38,5	31,1	24,5	19,0
P/BV	2,5	2,5	2,8	2,8	2,8
EV/EBITDA skor.	7,6	8,8	8,1	7,6	7,2
DPS	0,80	0,76	1,03	0,60	0,76
DYield	4,3%	4,1%	5,6%	3,2%	4,1%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Hurt (EBITDA)			0,0%	0,0%	0,0%
Detal (EBITDA)			0,0%	0,0%	0,0%
Projekty (EBITDA)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Hurt (S)	18 539	18 850	19 055	19 109	19 122
Detal (S)	5 829	6 105	6 441	6 771	7 092
Projekty (S)	81	81	81	81	81
Inne (EBITDA)	-116	-109	-108	-107	-105
Przepływy oper.	494	582	745	763	780
D&A	183	204	214	217	222
D&A (leasing)			323	327	321
Kapitał obrotowy	247	196	95	28	42
Przepływy inw.	-336	-462	-272	-196	-215
CAPEX	-307	-445	-241	-196	-215
Przepływy fin.	-117	-126	-563	-532	-622
Dywidenda/buyback	-111	-106	-143	-83	-105
FCF	-64	83	155	163	177
FCF/EBITDA	-26%	24%	41%	41%	42%
CFO/EBITDA	223%	139%	167%	164%	161%

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%
Zdykontowana wartość FCF	3 395
Dług netto	346
Inne korekty	61
Wycena DCF na akcję (PLN)	21,47

Wycena

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

Jeronimo Martins trzymaj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

W lutym spółka opublikowała dobre wyniki za 2019 rok i 4Q 2019. Rezultaty były wspierane przez poprawę sprzedaży porównywalnej we wszystkich segmentach (wstępne wyniki zaraportowane na początku stycznia) oraz poprawę rentowności EBITDA r/r w biznesach portugalskich, Ara i Hebe (sieć Biedronka utrzymała rentowność na niezmiennym poziomie r/r). Inwestorzy szczególnie pozytywnie zareagowali na istotne zmniejszenie straty w biznesie Ara i wypracowanie dodatniego wyniku EBITDA w sieci Hebe w 2019 roku. Zarząd spółki podtrzymał zamiar ekspansji nieorganicznej. Zgodnie z udzielonym wywiadem, spółka nie wyklucza ekspansji sieci Hebe do kolejnych krajów w CEE. Jeronimo Martins zakłada otwarcie przynajmniej 40 sklepów Biedronka w mniejszym formacie. Zgodnie z wywiadem udzielonym na początku 2020 roku, spółka dodatkowo pozyskuje nowych partnerów do rozwoju mniejszego formatu. 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'20 (negatywny efekt bazy). Obecne, wysokie tempo wzrostu lfl oraz poprawy wyników r/r mogą częściowo uzasadniać wycenę spółki na poziomie 14,7x EV/EBIT'20.

Cena bieżąca

16,13 EUR

potencjał zmiany

Cena docelowa

16,30 EUR

+1,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	16,30 EUR	2020-02-05

Podstawowe dane			JMT PL	vs. WIG
Ticker	JMT PL	Zmiana 1M	+3,8%	+11,9%
ISIN	PTJMT0AE0001	Zmiana YTD	+10,0%	+19,6%
Liczba akcji (mln)	629,3	Średni obrót 1M	18,3 mln EUR	
MC (mln EUR)	10 147,4	Średni obrót 6M	13,6 mln EUR	
EV (mln EUR)	10 479,9	EV/EBITDA 12M fwd	9,0	-4,9%
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.	26,3	25,3	19,0	18,8	17,6
P/BV	5,7	5,7	5,2	4,7	4,3
EV/EBITDA skor.	11,1	10,9	10,0	8,9	8,2
DPS	0,69	0,64	0,34	0,32	0,34
DYield	4,3%	4,0%	2,1%	2,0%	2,1%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Biedronka (s/mkw. r/r)			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
Pingo Doce (s/mkw. r/r)			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
Recheio (s/mkw. r/r)			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.

Wyniki i przepływy operacyjne (bez MSSF 16)

(mln EUR)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA Biedronka	808	850	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
Przepływy oper.	909	849	1 280	1 524	1 575
Amortyzacja	345	372	402	435	465
Kapitał obrotowy			300	320	338
Przepływy inv.	292	-43	115	204	172
CAPEX	-658	-700	-725	-732	-739
Przepływy fin.	-229	-273	-549	-685	-725
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%

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
Wycena DCF na akcję (PLN)	16,77

Wycena

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

LPP kupuj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

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 zatowarowania pod dynamiczny rozwój sklepów Sinsay. W lutym kurs spółki zareagował negatywnie w obawie przed zaburzeniem dostaw kolejnych kolekcji oraz potencjalnym zmniejszeniem odwiedzalności centrów handlowych w związku z epidemią koronawirusa. Naszym zdaniem prawdopodobieństwo na materializacji czynników ryzyka jest ograniczone. Zwracamy uwagę, że LPP jest odpowiednio zatowarowane pod kolekcje wiosna-lato'20 oraz ma bardzo mocny bilans (około 730 mln PLN gotówki netto na koniec 2019 roku). W 2020 roku spółka planuje istotnie przyspieszyć ekspansję powierzchni sprzedaży o +16% r/r (głównie rozwój sklepów Sinsay), utrzymać poprawę sprzedaży porównywalnej, dynamicznie rozwijać e-commerce oraz utrzymać dyscyplinę kosztową. Biorąc pod uwagę powyższe uważamy, że obecny kurs nadmiernie dyskontuje ryzyka związane z koronawirusem. LPP jest obecnie wyceniane z około 20% dyskontem do H&M/Inditex pomimo wyższej zakładanej poprawy wyników na kolejne lata.

Cena bieżąca

7 370,00 PLN

potencjał zmiany
Cena docelowa

10 100,00 PLN

+37,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	10 100,00 PLN	2020-02-05

Podstawowe dane			LPP PW	vs. WIG
Ticker	LPP PW	Zmiana 1M	-11,2%	-3,2%
ISIN	PLPP0000011	Zmiana YTD	-16,4%	-6,8%
Liczba akcji (mln)	1,9	Średni obrót 1M	18,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	13 652,4	Średni obrót 6M	17,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	13 030,7	EV/EBITDA 12M fwd	7,7	-40,8%
Free float	69,5%	EV/EBITDA 5Y avg	13,0	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
Zysk netto skor.	441	505	567	811	996
P/E skor.	31,0	27,0	24,1	16,8	13,7
P/BV	5,6	4,8	4,1	3,4	2,8
EV/EBITDA skor.	15,3	11,7	9,9	8,1	7,1
DPS	35,71	39,96	59,97	39,81	65,23
DYield	0,5%	0,5%	0,8%	0,5%	0,9%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Sprzedaż det/mkw.		0,0%	0,0%	0,0%	
SG&A/mkw.		0,0%	0,0%	0,0%	
Powierzchnia		0,0%	0,0%	0,0%	

Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Sprzedaż/mkw (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
Przepływy oper.	893	1 212	1 438	1 851	2 243
D&A	293	349	405	483	568
Dodatkowy D&A (MSSF 16)	0	0	596	695	795
Kapitał obrotowy	101	125	28	-125	-98
Przepływy inw.	-384	-704	-781	-1 124	-1 226
Przepływy fin.	-360	21	-656	-163	-179
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%

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%
Zdykontowana wartość FCF	15 493
Dług netto	-753
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	8 800

Wycena

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

VRG kupuj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

VRG zaraportowało poprawę sprzedaży porównywalnej w obu segmentach w styczniu 2020. Niemniej kurs spółki uległ istotnej korekcie wraz z całym rynkiem. Inwestorzy mogli dyskutować potencjalne ryzyko zmniejszenia odwiedzalności galerii handlowych w związku z koronawirusem, jednak naszym zdaniem taki scenariusz jest mało prawdopodobny. Pod koniec marca spółka opublikuje wyniki za 2019 rok. 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). W lutym miało miejsce NWZA na żądanie akcjonariusza, na którym dokonano zmian w radzie nadzorczej spółki. Do końca marca 2020 powinien zostać ogłoszony nowy skład zarządu VRG. 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. Zwracamy uwagę na dobrą sytuację bilansową spółki. VRG jest obecnie wycenione na wskaźniku P/E blended forward 12-miesięczny na poziomie 10,2x, co jest poziomem istotnie niższym w porównaniu do innych spółek z branży.

Cena bieżąca

3,55 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

4,50 PLN

+26,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	4,50 PLN	2020-02-05

Podstawowe dane			VRG PW	vs. WIG
Ticker	VRG PW	Zmiana 1M	-6,6%	+1,5%
ISIN	PLVSTLA00011	Zmiana YTD	-12,1%	-2,4%
Liczba akcji (mln)	234,5	Średni obrót 1M		0,3 mln PLN
MC (mln PLN)	832,3	Średni obrót 6M		0,6 mln PLN
EV (mln PLN)	891,0	EV/EBITDA 12M fwd	5,2	-38,7%
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	14,3	15,5	13,7	11,4	10,2
P/BV	1,1	1,0	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA skor.	9,1	10,0	8,2	7,3	6,4
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%
MBNS			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
Sprzedaż det/mkw.			0,0%	0,0%	0,0%
SG&A/mkw.			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Segment odzieżowy (S)	420	483	677	728	772
Segment odzieżowy (EBIT)	29	33	39	43	47
Segment jubilerski (S)	271	323	378	427	469
Segment jubilerski (EBIT)	34,0	39,4	46,9	55,1	59,7
MBNS	52,2%	51,2%	52,2%	53,0%	53,1%
Przepływy oper.	21	54	103	120	166
D&A	16	17	23	23	24
Dodatkowy D&A (MSSF 16)			88	95	99
Kapitał obrotowy	-27	-21	-60	-66	-32
Przepływy inv.	-15	-19	-18	-25	-25
Przepływy fin.	-5	-18	-41	-107	-111
Kredyty/pozyczki	-8	8	113	-12	-12
FCF	19	37	7	12	54
FCF/EBITDA	25%	41%	7%	10%	41%
CFO/EBITDA	26%	60%	14%	20%	52%

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%
Zdykontowana wartość FCF	1 104
Dług netto	63
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	4,44

Wycena

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

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

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

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

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

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które 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 stanowił 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.

W związku z doniesieniami medialnymi o przystąpieniu Banku Pekao S.A. do procesu sprzedaży akcji mBanku przez Commerzbank z zamiarem złożenia oferty przedwstępnej, bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania tej kwestii i jej potencjalnego wpływu na wycenę oraz wyniki Banku Pekao S.A. Nasza rekomendacja i prognozy uwzględniają tylko i wyłącznie aktualny status kapitałowy Banku Pekao S.A. oraz oczekiwania dotyczące organicznego wzrostu tego banku. Jednocześnie bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania wpływu ewentualnej transakcji na PZU S.A., w przypadku którego Bank Pekao S.A. jest istotną częścią naszej wyceny.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

Sporządzenie nowych rekomendacji zakończyło się 4 marca 2020 o godzinie 8:35.
Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 4 marca 2020 o godzinie 8:35.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: ABC Data, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BGŻ BNP Paribas, BoomBIT, Boryszew, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Cognor, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatúra, 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, NWA1 Dom Maklerski, Oponoe.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, Projprezem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Syginity, Tarczyński, TIM, 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, NWA1 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

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

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

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

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

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

Grupy porównawcze wykorzystywane w wycenie poszczególnych spółek

11 bit studios	Activision, Blizzard, CAPCOM, Electronic Arts, Paradox Interactive, Take Two Interactive, Ubisoft Entertainment
Agora	Axel Springer, Cinemark Holdings, Cineworld, Daily Mail&General, IMAX Corp, JC Decaux, Lagardere, Sanoma, Schibsted, Stroeer Media
AmRest	Alsea, Autogrill, Chipotle Mexican, Collins Foods, Jack In The Box, McDonalds, Mitchells & Butlers, Starbucks, Texas Roadhouse, Wendy's, Yum! Brands
Asseco Poland	Atos, CAP Gemini, Comarch, Computacenter, Fiserv, Indra Sistemas, Oracle, Sage Group, SAP, Software AG
Atal, Dom Development	Archicom, Atal, Develia, Dom Development, Echo Investment, Lokum Deweloper
CCC	Adidas, Asos, Boohoo.com, Caleries, Crocs, Foot Locker, Geox, Nike, Steven Madden, Tod's, Zalando
CD Projekt	Activision, Blizzard, CAPCOM, Electronic Arts, Take Two Interactive, Ubisoft Entertainment
CEZ	EDF, EDP, Endesa, Enea, Enel, Energa, EON, Innogy, PGE, RWE, Tauron
Ciech	Akzo Nobel, BASF, Bayer, Ciner Resources, GHCL, Hongda Xindye, Huntsman, ICI Pakistan, MISR Chemical, PCC Rokita, OCI, Qingdao, Sesoda, Shandong Haihua, Soda Samayii, Solvay, Tangshan Sanyou Chemical, Tata Chemicals, Tessenderlo Chemie, Wacker Chemie
Cognor	AK Steel, Alumetal, ArcelorMittal, Baoshan Iron & Steel, Commercial Metals, HeSteel, Hitachi Metals, Hyundai Steel, JFE Holdings, JSW Steel, Kloeckner & Co, Metalurgica Gerdau, Nippon Yakin Kogyo, Nucor, Olympic Steel, Outokumpu, POSCO, Salzgitter, SSAB, Steel Authority Of India, Steel Dynamics, Tata Steel, thyssenkrupp, United States Steel Corp, voestalpine
Comarch	Asseco Poland, Atos, CAP Gemini, Computacenter, Fiserv INC, Indra Sistemas, Oracle Corp, Sage Group, SAP, Software AG, Tieto
Cyfrowy Polsat	BT Group, Comcast, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Iliad, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Netia, O2 Czech, Orange, Orange Polska, Shaw Communications, Talktalk Telecom, Tele2, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
Dino	Carrefour, Eurocash, Jeronimo Martins, Magnit, Metro, O'Key Group, Tesco, X5
Eurocash	Carrefour, Dino, Jeronimo Martins, Magnit, Metro, O'Key Group, Tesco, X5
Famur	Caterpillar, Epiroc, Komatsu, Sandvik, Weir Group, Metso, Flsmidth
Grupa Azoty	Acron, Agrium, CF Industries, Israel Chemicals, K+S, Mosaic, Phosagro, Potash, Yara
Jeronimo Martins	BIM, Carrefour, Dino, Eurocash, Magnit, Metro, O'Key, Group, Tesco, X5
JSW	Alliance Resource Partners, Arch Coal, Banpu Public, BHP Billiton, Bukin Asam, China Coal, Cloud Peak Energy, Cokal, Henan Shenhua, LW Bogdanka, Natural Resource Partners, Peabody Energy, Rio Tinto, Semirara Mining and Power, Shaanxi Heima, Shanxi Xishan Coal & Elec, Shougang Fushan Resources, Stanmore Coal, Teck Resources, Terracom, Walter Energy, Warrior Met Coal, Yanzhou Coal Mining
Kernel	ADM, Andersnons, Astarta, Avangard, Bunge, China Agri Industries, Felda Global, Golden Agri Resources, GrainCorp, IMC, MHP, Milkiland, Nisshin Oillio Group, Ovostar, Wilmar
Kęty	Alcoa, Alumetal, Amag, Amcor, Bemis, Century Aluminium, China Hongoiao, Constelium, Fuji Seal, Kaiser Aluminium, Mercor, Midas Holdings, Nippon Light Metal, Norsk Hydro, UACJ, United CO Rusal
KGHM	Anglo American, Antofagasta, BHP Billiton, Boliden, First Quantum Minerals, Freeport-McMoRan, Grupo Mexico, KAZ Minerals, Hudbay, Lundin, MMC Norilsk Nickel, OZ Minerals, Rio Tinto, Sandfire Resources, Southern Copper, Vedanta Resources
Kruk	Arrow Global, Collection House, Credit Corp, Encore Capital, Intrum, PRA Group
Lotos, MOL	Aker BP, Bashneft, BP, ENI, Gazpromneft, Hellenic, Lotos, Lukoil, MOL, Motor Oil, Neste, OMV, OMV Petrom, PKN, Repsol, Rosneft, Saras, Shell, Statoil, Total, Tullow Oil, Tupras
LPP	CCC, H&M, Hugo Boss, Inditex, Marks & Spencer, Next, Tom Tailor
Netia	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Mobile Telesystems, O2 Czech, Orange, Orange Polska, Rostelecom, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
Orange Polska	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Mobile Telesystems, Netia, O2 Czech, Orange, Rostelecom, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
PGNiG	A2A, BP, Centrica, Enagas, Endesa, Enea, Energa, Engie, ENI, EON, Galp Energia, Gas Natural, Gazprom, Hera, MOL, Novatek, OMV, Red Electrica, Romgaz, RWE, Shell, Snam, Statoil, Total
PKN Orlen	Braskem, Dow Chemical, Eastman, Formosa Plastics, Hellenic Petroleum, Huntsman, Lotos, Lotte, Lyondellbasell, Mitsubishi, Mitsui Chemicals, MOL, Motor Oil, Neste, OMV, OMV Petrom, Petronas, Saras, Tupras, Westlake Chemical
PKP Cargo	Aurizon Holdings, Canadian National Railway, Canadian Pacific Railway, Center for Cargo Container, China Railway Group, China Railway Tielong Container Logistics, CSX Corp, Daqin Railway, Global Ports Holding, Globaltrans Investment, Hamburger Hafen und Logistik, Hub Group, Kansas City Southern, Kuehne + Nagel International, Log-In Logistica Intermodal, Nikkon Holdings, Norfolk Southern Corp, Rumo, Tidewater Midstream, Union Pacific Corp
Play	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Netia, O2 Czech, Orange, Orange Belgium, Orange Polska, TalkTalk, Tele2, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vimpel, Vodafone Group
Skarbiec Holding	Affiliated Managers, AllianceBernstein, Ashmore Group, Blackrock, Brewin Dolphin, Eaton Vance Mgmt, Franklin Resources, GAM Holding, Invesco, Investec, Janus Henderson, Jupiter AM, Legg Mason, Liontrust AM, Och-Ziff Capital Mgmt., Schroders, Standard Life, T Rowe Price
Stelmet	AFG Arbonia, Canfor, Century Plyboards, Deceuninck, Duratex, Forte, Greenply Industries, Interfor, Inwido, Louisiana Pacific, Nobia, Pflaiderer, Rayonier, Uzin UTZ, Vanachai Group, Vilmarin, West Fraser
Wirtualna Polska	eBay, Facebook, Google, Mail.ru, Sina, Yahoo Japan, Yandex
VRG	CCC, Chow Sang, Chow Tai Fook, H&M, Hugo Boss, Inditex, Lao Fen Xiang, Lao Feng, LPP, Luk Fook, Marks & Spencer, Next, Pandora, Tiffany

Rekomendacje Biura 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

Aiileron

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2020-02-28	2019-10-31	2019-06-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	6,34	7,16	8,40

Alior Bank

rekomendacja	kupuj	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-02-21	2019-11-06	2019-07-03	2019-06-03
cena docelowa (PLN)	30,50	31,00	72,30	77,00
kurs z dnia rekomendacji	26,62	29,34	51,10	52,80

Alumetal

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	niedoważaj	niedoważaj	równoważ	równoważ
data wydania	2020-02-27	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	43,50	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	trzymaj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2020-02-04	2019-12-05	2019-11-06	2019-10-07	2019-04-02	2019-03-05
cena docelowa (PLN)	40,00	47,00	48,00	48,00	48,00	46,00
kurs z dnia rekomendacji	39,55	46,35	47,20	44,05	41,20	41,40

Apator

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

Asseco BS

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

Asseco Poland

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

Asseco SEE

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2020-02-28	2019-12-05	2019-10-10	2019-04-11
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	28,80	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	kupuj	trzymaj	kupuj
data wydania	2020-02-21	2019-12-05	2019-11-06	2019-09-05	2019-06-06	2019-04-02
cena docelowa (PLN)	135,00	157,00	160,00	161,00	161,00	275,00
kurs z dnia rekomendacji	94,00	108,10	112,20	131,90	153,80	217,00

CD Projekt

rekomendacja	trzymaj	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
cena docelowa (PLN)	284,20	281,30	276,40	272,50	237,50	221,00
kurs z dnia rekomendacji	305,00	260,30	255,20	251,30	215,00	204,00

CEZ

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2020-02-20	2019-12-05	2019-06-25	2019-04-02
cena docelowa (CZK)	592,91	597,80	597,80	565,50
kurs z dnia rekomendacji	503,00	502,00	544,00	540,50

Ciech

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-02-13	2019-12-05	2019-09-05	2019-07-03	2019-06-03	2019-05-09	2019-04-02
cena docelowa (PLN)	47,46	44,41	42,03	41,72	55,00	68,11	68,66
kurs z dnia rekomendacji	39,40	36,40	34,00	41,60	42,65	44,85	54,80

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

Cyfrowy Polsat

rekomendacja	trzymaj	redukuj	redukuj
data wydania	2020-03-04	2019-11-14	2019-05-31
cena docelowa (PLN)	26,10	26,10	24,15
kurs z dnia rekomendacji	26,24	28,86	26,00

Dino

rekomendacja	trzymaj	redukuj	akumuluj	trzymaj	sprzedaj	sprzedaj	redukuj
data wydania	2020-03-04	2020-02-05	2019-11-25	2019-08-23	2019-08-13	2019-08-02	2019-04-02
cena docelowa (PLN)	152,30	149,70	148,60	149,20	111,20	112,70	112,70
kurs z dnia rekomendacji	155,00	164,70	134,00	149,60	135,90	143,80	126,10

Dom Development

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

Enea

rekomendacja	zawieszona	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-02-27	2019-11-06	2019-06-25	2019-04-02
cena docelowa (PLN)	-	11,53	12,41	12,51
kurs z dnia rekomendacji	6,00	8,59	8,53	8,76

Energia

rekomendacja	zawieszona	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-02-27	2019-11-06	2019-06-25	2019-04-02
cena docelowa (PLN)	-	11,67	12,67	12,21
kurs z dnia rekomendacji	7,36	6,37	7,33	8,58

Ergis

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

Erste Group

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2020-03-04	2019-12-05	2019-08-28
cena docelowa (EUR)	36,61	36,61	40,38
kurs z dnia rekomendacji	29,44	32,20	30,03

Eurocash

rekomendacja	trzymaj	redukuj	sprzedaj	redukuj	trzymaj	redukuj	redukuj	sprzedaj
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
cena docelowa (PLN)	19,80	19,80	18,10	18,10	18,10	18,10	18,90	18,90
kurs z dnia rekomendacji	19,94	22,22	23,80	20,62	18,60	19,31	21,00	22,58

Famur

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-03-04	2019-12-05	2019-08-07	2019-08-02	2019-07-03	2019-06-03	2019-05-09
cena docelowa (PLN)	4,58	5,18	5,33	6,71	6,96	6,67	6,90
kurs z dnia rekomendacji	2,73	2,98	4,42	4,47	5,24	4,85	4,82

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

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

Grupa Azoty

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj	trzymaj
data wydania	2020-03-04	2020-02-06	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)	30,55	30,31	30,31	32,75	37,12	34,09	39,77	45,93	45,93	44,42	45,39	43,20	
kurs z dnia rekomendacji	22,24	27,50	26,10	30,00	36,58	31,18	39,98	42,30	42,10	39,86	35,92	43,88	

GTC

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

Handlowy

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2020-02-27	2019-12-05	2019-07-03	2019-06-03	2019-05-21	2019-05-09	2019-03-05
cena docelowa (PLN)	63,46	57,44	59,45	61,00	61,00	65,50	65,50
kurs z dnia rekomendacji	55,90	51,70	53,60	53,70	52,40	52,80	65,90

Impexmetal

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

ING BSK

rekomendacja	sprzedaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	redukuj
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

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

JSW

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj	redukuj
data wydania	2020-03-04	2020-02-05	2020-01-20	2019-12-05	2019-09-05	2019-07-03	2019-05-09	2019-03-25
cena docelowa (PLN)	15,34	18,41	23,32	28,04	39,29	50,02	54,80	54,80
kurs z dnia rekomendacji	15,15	19,78	22,68	18,80	26,50	47,00	49,86	62,50

Kernel

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	redukuj	redukuj	kupuj	kupuj
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

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	redukuj	trzymaj
data wydania	2020-03-04	2019-12-05	2019-11-06	2019-10-07	2019-09-05	2019-07-03	2019-06-03	2019-04-02
cena docelowa (PLN)	360,29	335,44	333,45	298,64	327,11	345,32	326,37	341,33
kurs z dnia rekomendacji	381,00	338,50	313,50	283,00	310,00	337,00	347,50	324,00

KGHM

rekomendacja	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2020-03-04	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
cena docelowa (PLN)	76,92	86,33	85,54	96,13	96,14	90,12	77,51	80,38	98,35	91,71	105,57
kurs z dnia rekomendacji	77,82	96,44	88,66	96,70	91,64	79,92	74,90	87,78	101,70	95,00	109,40

Komercni Banka

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj
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

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2019-12-05	2019-04-02
cena docelowa (PLN)	210,31	213,65
kurs z dnia rekomendacji	150,90	152,30

Kruszwica

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj	przeważaj	równoważ
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

rekomendacja	trzymaj	redukuj	redukuj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2020-03-04	2020-02-05	2019-12-05	2019-08-02	2019-06-03	2019-04-02	2019-03-05
cena docelowa (PLN)	67,19	68,47	77,80	72,31	65,95	65,41	65,18
kurs z dnia rekomendacji	61,06	76,78	85,20	88,66	87,82	86,22	93,90

LPP

rekomendacja	kupuj	kupuj	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	kupuj
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
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
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

Mangata

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

Millennium

rekomendacja	trzymaj	redukuj	trzymaj	sprzedaj	redukuj	kupuj
data wydania	2020-03-04	2020-02-05	2019-12-05	2019-11-06	2019-10-07	2019-08-02
cena docelowa (PLN)	5,47	5,47	5,47	5,18	5,18	10,00
kurs z dnia rekomendacji	5,06	5,91	5,49	6,40	5,48	7,51

MOL

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2020-03-04	2020-02-05	2019-11-27	2019-11-06	2019-10-07	2019-08-02	2019-06-03	2019-04-02	2019-03-05
cena docelowa (HUF)	2 726,00	2 816,00	3 302,00	3 258,00	3 258,00	3 258,00	3 223,00	3 223,00	3 423,00
kurs z dnia rekomendacji	2 530,00	2 618,00	2 926,00	3 042,00	2 826,00	3 004,00	3 276,00	3 278,00	3 250,00

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

PGE

rekomendacja	zawieszona	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-02-27	2019-10-24	2019-06-25	2019-06-03	2019-05-09	2019-04-02	2019-03-26
cena docelowa (PLN)	-	12,20	13,26	13,39	13,38	13,66	13,77
kurs z dnia rekomendacji	5,15	8,42	9,00	9,23	8,61	10,10	9,88

PGNIG

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2020-03-04	2020-01-28	2019-11-06	2019-09-05	2019-08-02	2019-05-28	2019-04-02	2019-03-05
cena docelowa (PLN)	3,88	4,06	5,64	6,33	6,33	6,47	6,92	7,08
kurs z dnia rekomendacji	3,20	3,86	5,07	4,49	5,62	5,58	6,31	6,58

PKN Orlen

rekomendacja	trzymaj	redukuj	trzymaj	redukuj	trzymaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2020-03-04	2020-02-03	2019-12-05	2019-11-14	2019-08-01	2019-06-03	2019-04-02	2019-03-05
cena docelowa (PLN)	66,70	68,03	94,17	94,17	92,82	80,01	79,39	81,22
kurs z dnia rekomendacji	62,26	75,66	88,50	102,45	97,36	96,78	99,94	101,50

PKO BP

rekomendacja	kupuj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2020-03-04	2020-02-05	2019-12-05	2019-08-02	2019-06-26	2019-05-09
cena docelowa (PLN)	39,69	39,69	39,50	47,17	47,17	40,92
kurs z dnia rekomendacji	33,10	36,00	34,99	39,34	42,20	37,78

PKP Cargo

rekomendacja	trzymaj	redukuj	redukuj	redukuj
data wydania	2020-02-26	2020-02-05	2019-12-05	2019-11-26
cena docelowa (PLN)	13,89	16,40	18,13	20,44
kurs z dnia rekomendacji	13,66	17,50	20,00	22,40

Play

rekomendacja	akumuluj	kupuj	kupuj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj
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
cena docelowa (PLN)	36,00	36,00	33,10	34,20	34,20	29,00	29,00	25,25	26,70
kurs z dnia rekomendacji	34,80	31,30	27,16	33,34	31,22	33,34	25,08	24,42	24,08

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	kupuj	trzymaj	akumuluj	kupuj	trzymaj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2020-03-04	2020-02-05	2019-12-05	2019-09-05	2019-07-03	2019-04-02	2019-03-05
cena docelowa (PLN)	41,91	41,91	41,91	43,38	43,38	43,38	46,50
kurs z dnia rekomendacji	36,31	40,54	36,47	36,59	44,35	40,79	42,00

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	2020-03-05	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	kupuj
data wydania	2020-03-04	2019-12-05	2019-06-03
cena docelowa (PLN)	21,20	29,34	28,17
kurs z dnia rekomendacji	18,80	17,20	16,50

Stelmet

rekomendacja	akumuluj	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
cena docelowa (PLN)	8,92	8,78	8,10	6,50	7,95	8,36
kurs z dnia rekomendacji	7,85	8,20	7,90	6,70	7,00	10,25

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	zawieszona	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-02-27	2019-11-06	2019-06-25	2019-04-02
cena docelowa (PLN)	-	2,45	2,52	2,89
kurs z dnia rekomendacji	1,22	1,73	1,57	2,03

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

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

Departament Analiz

Kamil Kliszczyk
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliscz@mbank.pl
paliwa, energetyka

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

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

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl