

środa, 25 marca 2020 | aktualizacja raportu

Play: kupuj (podwyższona)

PLY PW; PLY.WA | Telekomunikacja, Polska

Wysoki FCFE pomimo pandemii

Zgodnie z naszymi przypuszczeniami, notowania WIG-Telekomunikacja spadają mniej niż szeroki rynek (w ciągu miesiąca -15,3% vs. WIG -26,9%). Kluczowe ryzyka dla sektora to: (1) dynamiczny wzrost ruchu i możliwe przeciążenia sieci, (2) spadek liczby klientów, (3) załamanie się obrotów sprzętem spotęgowane zamknięciem punktów sprzedaży, (4) spadek popytu na roaming międzynarodowy oraz (5) dość wysokie zalewarowanie. W scenariuszu bazowym zakładamy, że wpływ powyższych czynników będzie skutkował spadkiem EBITDA Skorygowana o 3,1% R/R w 2020 r., przy czym największy negatywny wpływ będzie mieć spadek sprzedaży sprzętu i jej niższa rentowność. Estymujemy, że Play wygeneruje 733 mln PLN (oficjalny guidance to ciągle >800 mln PLN), co i tak implikuje wysoki FCFE Yield rzędu 9,9%. Zwracamy uwagę, że mniejsza skłonność klientów do przenoszenia numerów powinna zaowocować niższymi kosztami reklamy, a lawinowy wzrost popytu na transfer danych (+ 30-40%) będzie podnosić ARPU Play w nadchodzących miesiącach. Po aktualizacji naszego modelu finansowego, nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 33,50 PLN. Play pozostaje naszym top pick w sektorze. Największym ryzykiem jest dość duży dług netto/EBITDA (2,9x na koniec 2020 r. przy założeniu 550 mln wydatków w tegorocznej aukcji 5G). Nie obawiamy się problemów płynnościowych, lecz większej wrażliwości na potencjalny derating sektora. Co ważne, sądzimy że Play wypłaci stabilną R/R dywidendę, co implikuje wysoki DYield = 5,0%. W otoczeniu niskich stóp procentowych powinno to wzmacniać sentyment do spółki. Ze względu na niepewne otoczenie wskazujemy, że nasza prognoza może być obciążona dużym błędem. W publikacji przedstawiamy dwa alternatywne scenariusze.

Niższa sprzedaż sprzętu i awarie sieci

Zamknięcie galerii handlowych ma bezpośredni wpływ na sieć sprzedaży telekomów. Sieć Play dysponowała ok. 760 punktami sprzedaży. Obecnie ok. 400 (ok. 53%) jest zamkniętych. Sądzymy, że nawet jeśli reszta będzie otwarta, to i tak zainteresowanie nowymi telefonami w najbliższym czasie będzie drastycznie niższe. Zakładamy spadek sprzedaży sprzętu w całym roku o 25% oraz pogorszenie się rentowności. Niemniej jednak spowolnienie obrotów sprzętem powinno mieć pozytywny wpływ na kapitał obrotowy w 2020 r. Dużym ryzykiem są także awarie sieci ze względu na istotny wzrost ruchu. T-Mobile, jak i UPC Polska poinformowały ostatnio o stabilizacji ruchu w sieciach, a nadawcy kontentu jak Netflix celowo obniżają maksymalną jakość streamów. Przyjmujemy, że większe problemy techniczne w sieciach nie wystąpią.

Podejście do wydatków inwestycyjnych

Naszym zdaniem Play będzie kontynuować wydatki inwestycyjne zgodnie z podanym guidance na 2020 r. Zakładamy, że spółka nie spowolni rozwoju własnej sieci mobilnej. Stąd spodziewamy się, że CAPEX (z wyłączeniem wydatków na częstotliwości) wyniesie w 2020 r. 898 mln PLN (guidance: 850 -900 mln PLN). CAPEX/sprzedaż wynosi w latach 2020 i 2021 r. odpowiednio: 13,0% i 13,2%, a potem spada do 10% w długim terminie. Przyjmujemy, że aukcja 5G odbędzie się w 2020 r.

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	6 839,2	7 040,8	6 933,2	6 985,1	7 128,1
EBITDA skor.	2 159,4	2 436,1	2 359,5	2 474,6	2 576,8
marża	31,6%	34,6%	34,0%	35,4%	36,2%
EBIT	1 370,6	1 499,7	1 395,6	1 442,9	1 520,1
Zysk netto	744,5	867,0	796,7	836,2	806,1
P/E	9,9	8,5	9,2	8,8	9,1
P/CE	4,8	4,2	4,3	4,0	4,0
P/BV	-	22,9	9,8	6,0	4,4
EV/EBITDA skor.	6,5	5,7	6,0	5,6	5,5
DPS	2,57	1,45	1,45	1,45	1,45
DYield	8,9%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

Cena bieżąca	29,04 PLN
Cena docelowa	33,50 PLN
Kapitalizacja	7,4 mld PLN
Free float	3,7 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	38,8 mln PLN

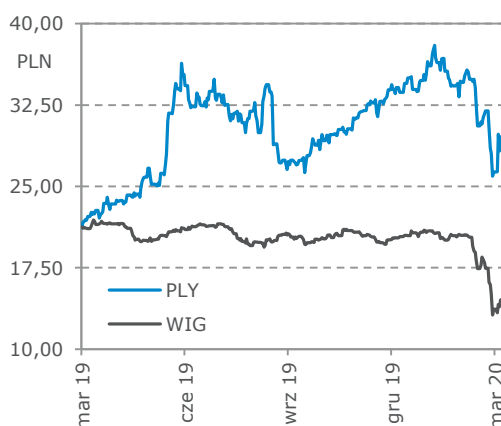
Struktura akcjonariatu

Kenbourne Invest S.A.	25,46%
Tollerton Investments Ltd	24,69%
Investec Asset Mgmt	5,02%
NN OFE	5,01%
Pozostali	44,83%

Profil spółki

Play jest liderem wśród operatorów sieci komórkowej w Polsce (15,3 mln użytkowników) i czwartą najdroższą marką w Polsce, oferuje usługi głównie klientom indywidualnym z miast oraz małemu B2B. Udział klientów kontraktowych w bazie wynosi 65,5%, a przychody z klientów kontraktowych wynoszą 43,9%.

Kurs akcji Play na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Play	33,50	36,00	kupuj	akumuluj
Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany	
Play	29,04	33,50	+15,3%	
Zmiana prognoz od ostatniego raportu		2020P	2021P	2022P
Przychody		-4,6%	-5,7%	-5,3%
EBITDA skorygowana		-8,5%	-7,9%	-6,3%
FCFE		-17,4%	-13,6%	-13,8%

Analitik:

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

Aktualizacja prognoz w obliczu recesji

Dynamicznie rozwijająca się pandemia COVID-19 oraz środki zaradcze wprowadzone przez poszczególne państwa zmieniły otoczenie biznesowe dla spółek telekomunikacyjnych. Notowania WIG-Telekomunikacja spadły w ciągu miesiąca o 15,3% (vs. WIG -26,9%). W niniejszej publikacji przedstawiamy bieżące otoczenie makro w branży telekomunikacyjnej, nasz scenariusz bazowy oraz dwa scenariusze pokazujące inne realia biznesowe (pozytywne i negatywne).

Kluczowe kwestie w sektorze telekomunikacyjnym

Oto lista najważniejszych kwestii, o których trzeba pamiętać w sektorze telekomunikacyjnym:

1. Wzrost ruchu i możliwe przeciążenie sieci

Zamknięcie placówek oświatowych oraz zmiana sposobu pracy na zdalną ma oczywisty wpływ na zwiększony ruch w sieciach telekomunikacyjnych. Akcja #zostanwdomu oraz szeroka kwarantanna spowodowała istotny wzrost popytu na serwisy streamingowe (szacunki +20-30% dotychczas). Największy wzrost konsumpcji treści w streamingu zanotowano w Europie - na czele są Austria (+44%), Hiszpania (+42%) i Niemcy (+32%). W poszczególnych krajach świata pojawiły się obawy o przeciążenie sieci. W dodatku po administracyjnym zamknięciu kin producenci filmowi starają się minimalizować straty m.in. przez udostępnianie kinowych premier w Internecie. Artyści muzyczni oraz blogerzy zmienili tryb pracy na „przez Internet”, co dodatkowo obciążało sieci.

Ze względu na powyższe zdarzenia Thierry Breton, komisarz ds. rynku wewnętrznego UE, zaapelował do Netflix, a także do innych serwisów VOD o to, by odgórnie i czasowo ograniczyły one dostęp do streamingu wideo w najwyższej jakości obrazu. Nadawcy kontentu zareagowali: Netflix obniżeniem jakości streamingu na terenie całej Europy przez kolejne 30 dni, co ma wywołać spadek ilości przesyłanych danych o 25%.

Pomimo, że lokalnie konsumenci zgłaszają problemy z przeciążeniem sieci, polscy operatorzy (zarówno stacjonarni jak i mobilni) uspokajają:

- Play poinformował, że w ostatnich dniach natężenie ruchu głosowego w tej sieci wzrosło o 30%, natomiast ruch transmisji danych w ciągu dnia wzrasta o 40% i wyrównuje się wieczorem do standardowego poziomu.
- T-Mobile Polska podaje, że wzrostu ustabilizowały się „na nowych poziomach”. Sieć T-Mobile realizuje obecnie 40% więcej połączeń głosowych niż na początku marca. W dzień powszedni ich średnia długość wzrosła o 25%, a w weekend o 60%. Operator podaje również, że wzrost ruchu transmisji danych w jego sieci jest mniejszy od głosowego – w porównaniu do początku miesiąca wzrósł o 25%. Bez zmian z okresem największego natężenia, który nadal przypada na późne popołudnie i wieczór (20.00-22.00), czyli po godzinach pracy.
- UPC Polska podało, że w minionym tygodniu ruch internetowy w jego infrastrukturze sieciowej w Polsce wzrósł o blisko 40%. w stosunku do tygodni poprzedzających zagrożenie COVID-19. Obecne obciążenie w szczytowych momentach nie przekracza 3/4 dostępnej pojemności.

W scenariuszu bazowym przyjmujemy, że nie wystąpią techniczne problemy w sieci na dużą skalę.

2. Spadek liczby klientów, ograniczenie przenoszenia numerów

Patrząc na duży popyt na usługi telekomunikacyjne uważamy, że w krótkim terminie ryzyko odejścia klientów nie jest duże. Dane z Chin pokazują, że w wyniku pandemii COVID-19 telekomunikacja prawie nie traciła klientów: China Mobile w styczniu i lutym stracił 8,1 mln klientów (vs. 950,3 mln SIM na koniec 2019 r., tj. spadek o mniej niż 1 %). Spadek ten miał wynikać głównie z zakazu poruszania się (pracujący w innych prowincjach Chińczycy posiadali kolejne karty SIM, z których rezygnowali w czasie pandemii). Sądzymy, że istnieje ryzyko spadku liczby klientów w dłuższym terminie biorąc pod uwagę spadek aktywności gospodarczej. Z drugiej strony zwracamy uwagę, że wzrost ruchu był głównym motorem napędowym wzrostu cen na rynku mobilnym w 2019 r. (operatorzy wprowadzali oferty typu „więcej za więcej”). Naszym zdaniem dwa efekty powinny się więc równoważyć. Istnieje nawet pewna szansa na wzrost ARPU u operatorów mobilnych (więcej zakupionych paczek danych przez klientów).

3. Zamknięcie punktów sprzedaży

Zamknięcie galerii handlowych ma bezpośredni wpływ na sieć sprzedaży telekomów. UPC Polska zamknęła większość punktów sprzedaży – ma ich kilkadziesiąt – z wyjątkiem czterech salonów w Warszawie, Gdańsku, Katowicach oraz Krakowie. Play informował w piątek, że punkty sprzedaży poza galeriami pozostaną otwarte, ale że sytuacja jest „dynamiczna” więc przed wizytą w salonie warto sprawdzić, czy dany punkt jest otwarty. Podobna jest polityka dotycząca sieci sprzedaży T-Mobile i Orange. Sieć Play dysponowała ok. 760 punktami sprzedaży. Obecnie ok. 400 (ok. 53%) jest zamkniętych.

4. Spadek popytu na roaming międzynarodowy

Szacujemy, że zyski czerpane z roamingu międzynarodowego wynoszą ok. 100 mln PLN rocznie w przypadku każdego z MNO. Drastyczny spadek przemieszczana się ludność przełoży się negatywnie na wyniki przedstawicieli sektora.

5. Aukcja 5G

Francuski regulator rynku telekomunikacyjnego odroczył aukcję częstotliwości 5G. Aukcja miała się zacząć w drugiej połowie kwietnia. Regulator uzasadnia decyzję „względnymi operacyjnymi” oraz brakiem możliwości przeprowadzenia próbnej aukcji. Polski regulator, Urząd Komunikacji Elektronicznej poinformował, że termin składania ofert wstępnych na częstotliwości 5G nie ulega zmianie na chwilę obecną. Termin składania ofert wstępnych w ogłoszonej w dniu 6 marca 2020 r. aukcji na cztery rezerwy częstotliwości z pasma 3480-3800 GHz. Oferty należy złożyć do 23 kwietnia 2020 r. Aukcja próbna, a dalej licytacja odbędą się nie wcześniej niż 15 maja 2020 r. Sądzymy, że do przełożenia aukcji może dojść jeśli nastąpi dalsza eskalacja prewencji koronawirusowej (w tym poszerzenie kwarantanny). W scenariuszu bazowym przyjmujemy jednak, że aukcja odbędzie się w 2020 r.

Scenariusz bazowy

- Sprzedaż usług:** W scenariuszu bazowym nie zmieniamy naszych założeń dotyczących liczby klientów. Sądzymy, że Play utrzyma stabilną pozycję na rynku mobilnym. Z drugiej strony nie zakładamy także ponadprzeciętnego wzrostu ARPU wynikającego ze zwiększonego zużycia (zakładamy wzrost o 3,2% - wierzymy w dalszą poprawę pricingu na rynku, ale jej poziom jest podobny jak estymowaliśmy przed wybuchem epidemii koronawirusa).

Kluczowe założenia dotyczące sprzedaży usług

(mln PLN)	2020P	2021P	2022P
Aktywni klienci	13 061	13 212	13 322
- w tym postpaid	9 485	9 660	9 783
- w tym prepaid	3 577	3 552	3 539
ARPU	33,8	34,3	34,7
wzrost ARPU R/R	3,2%	1,4%	1,1%

Źródło: mBank

- Sprzedaż sprzętu:** Zakładamy, że sprzedaż sprzętu w całym 2020 r. spadnie o 25%, co wynika z ograniczenia aktów sprzedaży o 80% w okresie dwóch miesięcy do połowy maja'20 oraz mniejszej aktywności do końca 2020 r. Obecnie nie działa połowa punktów sieci sprzedaży. Spodziewamy się, że wczorajsze ograniczenie wyjdzie do niezbędnego minimum przełoży się na bardzo mały ruch w salonach sprzedaży (o ile te będą w ogóle uruchomione). Głównym kanałem sprzedaży będą Internet oraz infolinia, jednak upłynie pewnie czas zanim konsumenci przestawią się na ten kanał (obecnie ok. 85-90% aktów sprzedaży i retencji dokonywane są w salonach). Zakładamy spadek marży na sprzęcie do 11,0% (tj. -6,6 p.p. R/R). Z drugiej strony nie zakładamy na chwilę obecną wzrostu problemu złych długów.

Założenia dotyczące sprzedaży sprzętu

(mln PLN)	2020P	2021P	2022P
Sprzedaż sprzętu	1 308	1 336	1 361
Dynamika R/R	-25,0%	2,1%	1,9%

Źródło: mBank

- Koszty operacyjne:** Z powodu wzrostu ruchu o 50% w ciągu dwóch miesięcy (połowa marca'20 - połowa maja'20) poza przychodami z Interkonektu zakładamy symetryczny wzrost kosztów ruchu przy marży -1,2% (jak średnio w 2019 r.). Zakładamy dalsze ograniczenie kosztów sieci ze względu na budowę własnej infrastruktury mobilnej. Ze względu na efektywną bazę kosztową Play, trudno o zakładanie jakichkolwiek większych cięć w kosztach G&A poza reklamą (spodziewane ograniczenie migracji klientów, sądzymy, że Play zdecyduje się na mniejsze wydatki marketingowe). Ze względu na prognozowane pogorszenie się otoczenia makro, zakładamy większą skalę odpisów na należności od 4Q'20 (nasilenie w 2021 roku).
- Roaming:** zakładamy spadek zysku z roamingu o połowę w 2020 r. ze względu na mniejszą mobilność w kluczowym sezonie wakacyjnym 2020 r.
- CAPEX:** Oczekujemy, że Play będzie kontynuować wydatki inwestycyjne zgodnie z podanym guidance na 2020 r. Zakładamy, że sieć nie spowolni planu rozwoju własnej sieci mobilnej. Stąd spodziewamy się, że CAPEX (z wyłączeniem wydatków na częstotliwości) wyniesie w 2020 r. 898 mln PLN (guidance: 850-900 mln PLN). CAPEX/sprzedaż wynosi w latach 2020 i 2021 r. odpowiednio: 13,0% i 13,2%, a potem spada do 10% w długim terminie. Korygujemy nasze założenie dotyczące

aukcji 5G. Przyjmujemy, że aukcja odbędzie się w 2020 r., a każdy z operatorów wyda 550 mln PLN na jeden z czterech licytowanych bloków (wcześniej nasze założenie było 1,3 mld PLN: 850 mln PLN w 2020 r. i reszta w 2022 r.).

- FCFE:** Szacujemy, że w 2020 r. Play wygeneruje 733 mln PLN (oficjalny guidance to ciągle >800 mln PLN). Założyliśmy spadek wyniku EBITDA, większe R/R płatności podatkowe, oszczędności na koszcie długu (50 bps to ok. 30-35 mln PLN mniej zapłaconych odsetek) oraz poprawę bilansu na kapitale obrotowym. Obecny FCFE Yield jest wysoki i wynosi blisko 10%.

Założenie dotyczące generowanych FCFE

(mln PLN)	2020P	2021P	2022P
FCFE	732,8	739,6	806,2
FCFE Yield	9,9%	10,0%	10,9%

Źródło: mBank

Scenariusz optymistyczny

- Oczekujemy: (1) mniejszego spadku marży na sprzedaży sprzętu, tj. do 15,0% w 2020 r. oraz (2) większego wzrostu cen ze względu na wyższe wykorzystanie danych mobilnych, (3) szybszą odbudowę zysku EBITDA od 2021 r.

Założenia dla scenariusza optymistycznego

(mln PLN)	2020P	2021P	2022P
Aktywni klienci	13 061	13 212	13 322
ARPU	34,1	34,8	35,2
wzrost ARPU R/R	4,2%	1,9%	1,1%
Sprzedaż sprzętu	1 308	1 336	1 361
Dynamika R/R	-25,0%	2,1%	1,9%
EBITDA Skorygowana	2 459,8	2 602,7	2 701,3
marża EBITDA	35,2%	36,9%	37,5%

Wycena DCF/akcję (9M) **41,02**

Źródło: mBank

Scenariusz pesymistyczny

- Oczekujemy: (1) dłuższego zamknięcia punktów sprzedaży i mniejszej chęci klientów do zakupu nowego sprzętu, (2) spadku liczby SIM ze względu na mniejszą aktywność biznesową, (3) wolniejszy wzrost ARPU oraz (4) wolniejszą odbudowę zysku EBITDA od 2021 r.

Założenia dla scenariusza pesymistycznego

(mln PLN)	2020P	2021P	2022P
Aktywni klienci	12 569	12 344	12 455
ARPU	33,6	33,9	34,2
wzrost ARPU R/R	2,4%	0,9%	0,9%
Sprzedaż sprzętu	1 018	988	1 035
Dynamika R/R	-41,7%	-2,9%	4,7%
EBITDA Skorygowana	2 221,8	2 195,7	2 236,7
marża EBITDA	34,2%	34,9%	35,1%

Wycena DCF/akcję (9M) **30,15**

Źródło: mBank

Wycena

Wartość spółki Play szacujemy na podstawie modelu DCF i wyceny porównawczej (obniżamy wagę wyceny porównawczej z 50% do 33% ze względu na fakt, że obecne wskaźniki spółek porównywalnych mogą być zniekształcone przez niezaktualizowane jeszcze prognozy konsensusu). Implikowana cena z metody zdyskontowanych przepływów to 35,51 PLN/akcję, a wartość oszacowana na bazie porównywalnych spółek to 22,45 PLN/akcję.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	33,3%	22,45
Wycena DCF	66,6%	35,51
cena wynikowa		31,16
cena docelowa za 9 m-cy		33,50

Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą dla Play prezentujemy dla wskaźników EV/EBITDA oraz P/E w horyzoncie 2020-22P. Przykładamy równą wagę do trzech lat. Grupa porównawcza wzięta do wyceny składa się ze spółek telekomunikacyjnej z Europy Zachodniej oraz spółek z regionu Europy CEE. Stosujemy wagę 100% (bez zmian) dla wskaźnika EV/EBITDA, dla zachowania spójności z wyceną porównawczą sporządzaną przez nas dla Cyfrowego Polsatu i Orange Polska.

Analiza porównawcza

	EV/EBITDA			P/E		
	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
Spółki telekomunikacyjne						
BT GROUP PLC	4,1	4,1	4,0	5,4	5,5	5,5
DEUTSCHE TELEKOM AG-REG	5,6	5,4	5,2	10,8	9,7	8,8
ILIAD SA	7,5	6,8	6,4	30,3	20,8	18,3
KONINKLIJKE KPN NV	6,5	6,3	6,1	16,9	14,2	12,9
ORANGE	5,2	5,1	5,0	10,9	10,2	9,1
ORANGE BELGIUM	4,5	4,3	4,1	17,1	13,8	11,9
TALKTALK TELECOM GROUP	7,3	7,0	6,8	16,7	14,1	12,2
TELE2 AB-B SHS	11,6	11,0	10,5	19,9	18,4	16,8
TELECOM ITALIA SPA	5,5	5,4	5,5	7,3	6,5	5,4
TELEFONICA SA	5,5	5,4	5,4	6,8	6,6	6,0
TELEKOM AUSTRIA AG	4,6	4,5	4,4	8,8	8,3	7,9
TELENOR ASA	6,3	6,2	6,1	14,1	12,4	11,9
VODAFONE GROUP PLC	6,2	6,0	5,8	15,5	11,6	9,6
(1) Mediana	5,6	5,4	5,5	14,1	11,6	9,6
ORANGE POLSKA SA	5,1	5,1	5,1	34,4	25,4	19,9
TURK TELEKOMUNIKASYON AS	3,2	2,9	2,6	6,6	5,7	4,5
TURKCELL ILETISIM HIZMET AS	3,3	2,9	2,6	7,5	6,1	5,3
O2 CZECH REPUBLIC AS	6,6	6,7	6,6	13,3	13,1	12,6
MAGYAR TELEKOM TELECOMMUNICA	3,5	3,5	3,5	8,3	9,6	14,2
CYFROWY POLSAT	6,7	6,5	6,5	11,6	10,7	9,8
NETIA SA	4,5	4,2	-	27,1	17,8	-
HELLENIC TELECOMMUN ORGANIZA	4,8	4,7	4,5	13,7	11,8	10,3
(2) Mediana	4,6	4,4	4,5	12,4	11,3	10,3
Średnia (1) i (2)	5,1	4,9	5,0	13,3	11,5	9,9
PLAY COMMUNICATIONS	6,0	5,6	5,5	9,2	8,8	9,1
premia / dyskonto	17,7%	14,0%	9,1%	-30,3%	-23,1%	-7,8%
Implikowana wycena						
Wycena 1 akcji (PLN)	20,6	22,3	24,4	41,7	37,8	31,5
Waga wskaźnika		100,0%			0,0%	
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Wartość firmy na akcję (PLN)	22,4					

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Przy ustalaniu wartości firmy uwzględniamy dług netto na koniec 2019 roku.
- CAPEX wraz z częścią kapitałową płatności leasingowych jest równy amortyzacji w okresie rezydualnym.

- Przyjmujemy CAPEX na częstotliwości 5G na poziomie 550 mln PLN w roku 2020 r.
- Przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,5%.
- Przyjmujemy premię za ryzyko kredytowe = 2,0%.
- Po roku 2029 zakładamy wzrost FCF na poziomie 0,0%.
- Współczynnik beta przyjmujemy na poziomie 1,3.

Model DCF

(mln PLN)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2029+
Przychody ze sprzedaży	6933	6985	7128	7245	7343	7428	7503	7571	7632	7690	
zmiana	-1,5%	0,7%	2,0%	1,6%	1,4%	1,2%	1,0%	0,9%	0,8%	0,8%	
EBITDA	2330	2445	2547	2661	2708	2738	2762	2781	2801	2817	
marża EBITDA	33,1%	35,3%	36,5%	37,3%	37,4%	37,3%	37,2%	37,1%	37,0%	36,9%	
Amortyzacja	934	1002	1027	1061	1082	1084	1065	1045	1034	1059	
EBIT	1396	1443	1520	1600	1627	1654	1696	1736	1767	1758	
marża EBIT	19,8%	20,8%	21,8%	22,5%	22,5%	22,5%	22,8%	23,1%	23,3%	23,0%	
Opodatkowanie EBIT	265	274	289	304	309	314	322	330	336	334	
NOPLAT	1130	1169	1231	1296	1318	1340	1374	1406	1431	1424	
CAPEX	-1448	-921	-1325	-1263	-1082	-779	-787	-794	-1473	-807	
Kapitał obrotowy	66	-21	-61	-48	-44	-41	-41	-40	-45	-45	
Płatności leasingowe	-238	-243	-249	-250	-250	-251	-251	-251	-252	-252	
FCF	444	985	623	796	1023	1353	1360	1366	696	1379	1379
WACC	7,3%	7,4%	7,4%	7,4%	7,5%	7,6%	7,8%	8,1%	8,1%	8,4%	
współczynnik dyskonta	95,0%	88,8%	83,1%	77,8%	72,7%	67,9%	63,2%	58,8%	54,6%	50,6%	
PV FCF	420,4	867,7	511,1	608,5	727,6	893,7	833,4	774,5	364,8	667,1	
WACC	7,3%	7,4%	7,4%	7,4%	7,5%	7,6%	7,8%	8,1%	8,1%	8,4%	
Koszt długu	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	
Premia za ryzyko kredytowe	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Dług netto / EV	48,3%	47,1%	47,6%	47,2%	45,7%	42,7%	39,1%	34,8%	33,9%	28,5%	
Koszt kapitału własnego	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Beta	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	

Wzrost FCF po okresie prognozy	0,0%
Wartość rezydualna (TV)	16 380
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	7 922
Zdyskontowane FCF w okresie prognozy	6 669
Wartość firmy (EV)	14 591
Dług netto	5 581
Udziałowcy mniejszościowi	0
Wartość firmy	9 010
Liczba akcji (mln)	253,7
Wartość firmy na akcję (PLN)	35,5
9-miesięczny koszt kapitału własnego	7,5%
Cena docelowa (PLN)	38,2

EV/EBITDA('20) dla ceny docelowej	6,3
P/E('20) dla ceny docelowej	11,3
Udział TV w EV	54%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF po okresie prognozy				
	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
WACC -1,0 p.p.	32,2	33,9	35,8	37,9	40,3
WACC -0,5 p.p.	33,3	35,0	37,0	39,2	41,7
WACC	34,3	36,1	38,2	40,5	43,1
WACC +0,5 p.p.	38,3	40,5	42,9	45,6	48,8
WACC +1,0 p.p.	39,5	41,8	44,3	47,2	50,4

Rachunek wyników

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży	6 669,8	6 839,2	7 040,8	6 933,2	6 985,1	7 128,1	7 245,1	7 343,3
Przychody z usług	4 878,2	5 083,0	5 296,0	5 624,7	5 649,4	5 767,6	5 865,8	5 949,6
Usługi	3 645,8	3 767,1	3 969,4	4 155,0	4 273,3	4 370,8	4 452,3	4 522,2
Interkonekt	1 232,4	1 315,9	1 326,7	1 469,7	1 376,2	1 396,8	1 413,5	1 427,4
Sprzedaż towarów i inne dochody	1 791,7	1 756,2	1 744,7	1 308,5	1 335,6	1 360,5	1 379,3	1 393,7
Interkon., roaming i inne koszty usług	-1 729,5	-1 922,3	-1 769,9	-1 883,0	-1 724,7	-1 706,1	-1 698,0	-1 693,7
Koszty kontraktów, netto	-429,1	-421,0	-404,8	-445,5	-457,5	-466,2	-474,6	-481,3
Koszt sprzedanych towarów	-1 409,8	-1 442,1	-1 437,3	-1 164,5	-1 188,7	-1 204,1	-1 225,4	-1 242,9
Marża kontrybucyjna	3 101,3	3 053,8	3 428,7	3 440,2	3 614,2	3 751,8	3 847,1	3 925,5
marża	46,5%	44,7%	48,7%	49,6%	51,7%	52,6%	53,1%	53,5%
Świadczenia pracownicze	-525,6	-255,2	-297,9	-330,6	-344,2	-355,2	-336,6	-348,3
Usługi zewnętrzne	-606,3	-515,1	-571,3	-658,6	-668,8	-700,4	-727,2	-753,9
Podatki i opłaty	-80,5	-81,2	-87,5	-88,4	-90,1	-92,8	-95,6	-98,5
Pozostałe koszty operacyjne, netto	15,2	-42,4	-66,1	-33,0	-66,5	-56,5	-26,5	-16,5
EBITDA	1 904,2	2 159,9	2 406,0	2 329,5	2 444,6	2 546,8	2 661,2	2 708,2
marża	28,5%	31,6%	34,2%	33,6%	35,0%	35,7%	36,7%	36,9%
skorygowana EBITDA	2 297,6	2 159,4	2 436,1	2 359,5	2 474,6	2 576,8	2 661,2	2 708,2
marża	34,4%	31,6%	34,6%	34,0%	35,4%	36,2%	36,7%	36,9%
Amortyzacja	-797,2	-789,3	-906,3	-933,9	-1 001,6	-1 026,8	-1 060,7	-1 081,5
EBIT	1 106,9	1 370,6	1 499,7	1 395,6	1 442,9	1 520,1	1 600,5	1 626,7
marża	16,6%	20,0%	21,3%	20,1%	20,7%	21,3%	22,1%	22,2%
Dział. Finansowa	-477,5	-373,1	-344,9	-343,2	-345,3	-466,9	-396,1	-349,2
Zysk brutto	629,3	997,5	1 154,8	1 052,4	1 097,6	1 053,1	1 204,4	1 277,5
marża	9,4%	14,6%	16,4%	15,2%	15,7%	14,8%	16,6%	17,4%
Podatek	-241,9	-253,0	-287,8	-255,7	-261,4	-247,0	-279,7	-295,2
Zysk netto	387,3	744,5	867,0	796,7	836,2	806,1	924,7	982,3
marża	5,8%	10,9%	12,3%	11,5%	12,0%	11,3%	12,8%	13,4%
Liczba akcji (mln)	253,7	253,7	253,7	253,7	253,7	253,7	253,7	253,7
EPS	1,53	2,93	3,42	3,14	3,30	3,18	3,64	3,87
CEPS	4,67	6,05	6,99	6,82	7,24	7,22	7,83	8,13

Bilans

(mIn PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
AKTYWA	8 831,0	8 520,5	8 885,4	9 903,5	9 903,5	10 738,7	11 134,1	11 253,1
Majątek trwały	5 504,5	5 718,0	6 199,0	6 881,8	6 974,9	7 454,9	7 838,5	8 021,2
Rzeczowe aktywa trwałe	1 282,3	1 511,1	2 028,8	2 347,5	2 648,8	2 810,6	2 970,3	3 116,6
Aktywa z tytułu prawa do użytkowania	855,9	868,1	885,3	885,3	885,3	885,3	885,3	885,3
Wartości niematerialne	2 683,9	2 513,4	2 598,1	2 974,6	2 779,0	3 107,9	3 342,7	3 390,1
Środki trwałe w budowie	303,4	438,3	285,9	285,9	285,9	285,9	285,9	285,9
Koszty kontraktów	361,0	372,7	374,1	361,8	349,2	338,5	327,6	316,6
Pozostałe	18,1	14,4	26,7	26,7	26,7	26,7	26,7	26,7
Majątek obrotowy	3 326,4	2 802,5	2 686,4	3 021,7	2 928,5	3 283,8	3 295,6	3 231,9
Zapasy	159,3	169,5	169,1	182,8	186,9	194,6	201,7	208,5
Należności handlowe i inne	1 100,5	863,9	731,6	832,5	847,1	881,7	914,1	945,1
Aktywa kontraktowe	1 366,9	1 392,6	1 455,9	1 337,8	1 319,9	1 350,3	1 375,9	1 398,0
Inne	71,1	22,8	35,5	35,5	35,5	35,5	35,5	35,5
Środki pieniężne	628,7	353,7	294,3	633,0	539,1	821,7	768,3	644,8

(mIn PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
PASYWA	8 831,0	8 520,5	8 885,4	9 903,5	9 903,5	10 738,7	11 134,1	11 253,1
Kapitał własny	-212,6	-200,5	321,7	751,2	1 220,2	1 659,1	2 216,7	2 830,4
Zobowiązania długoterminowe	6 938,4	6 443,7	6 754,2	5 332,2	4 789,6	2 066,9	1 094,2	1 094,2
Zobowiązania kredytowe	6 752,9	6 250,6	6 505,0	5 138,5	4 610,8	1 888,1	915,4	915,4
Inne	185,6	193,1	249,2	193,8	178,8	178,8	178,8	178,8
Zobowiązania krótkoterminowe	2 105,1	2 277,4	1 809,8	3 820,1	3 893,7	7 012,6	7 823,2	7 328,5
Zobowiązania kredytowe	586,0	755,8	361,7	2 388,8	2 480,2	5 627,7	6 432,4	5 932,4
Zobowiązania handlowe	1 106,5	1 027,8	865,4	836,9	807,6	808,9	814,1	818,9
Zobowiązania kontraktowe	87,0	93,1	101,8	98,5	95,0	95,2	95,8	96,4
Pozostałe	325,7	400,6	480,9	495,9	510,9	480,9	480,9	480,9
Dług	7 338,8	7 006,3	6 866,7	7 527,3	7 091,0	7 515,8	7 347,8	6 847,8
Dług netto	6 710,1	6 652,6	6 572,4	6 894,2	6 551,8	6 694,1	6 579,5	6 203,0
(Dług netto / Kapitał własny)	-31,6	-33,2	20,4	9,2	5,4	4,0	3,0	2,2
(Dług netto / EBITDA skorygowana)	2,9	3,1	2,7	2,9	2,6	2,6	2,5	2,3
BVPS	-0,8	-0,8	1,3	3,0	4,8	6,5	8,7	11,2

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy operacyjne	1 587,6	2 037,4	2 229,8	2 099,6	2 162,3	2 209,3	2 333,1	2 369,5
Zysk brutto	926,2	997,5	1 154,8	1 052,4	1 097,6	1 053,1	1 204,4	1 277,5
Amortyzacja	634,1	789,3	906,2	933,9	1 001,6	1 026,8	1 060,7	1 081,5
Odsetki	316,9	367,1	345,9	343,2	345,3	466,9	396,1	349,2
Zmiany w kap. obrotowym i pozostałe	-224,2	55,1	47,8	53,9	-33,5	-71,2	-59,3	-54,6
Podatki	-52,2	-153,0	-228,6	-255,7	-261,4	-247,0	-279,7	-295,2
Pozostałe	-13,2	-18,6	3,7	-28,1	12,6	-19,3	10,9	11,0
Przepływy inwestycyjne	-2 349,3	-759,5	-1 183,0	-1 448,0	-921,2	-1 325,3	-1 262,7	-1 082,4
Nakłady inwestycyjne	-2 195,9	-766,6	-852,6	-1 448,0	-921,2	-1 325,3	-1 262,7	-1 082,4
Pozostałe	-153,4	7,1	-330,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-454,2	-1 553,2	-1 107,3	-313,0	-1 335,0	-601,4	-1 123,7	-1 410,7
Dług	-454,1	-900,7	-739,0	54,2	-967,8	-234,2	-756,6	-1 042,1
Dywidendy/buy-back	0,0	-652,5	-368,3	-367,2	-367,2	-367,2	-367,1	-368,6
Pozostałe	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-1 215,8	-275,3	-60,5	338,7	-93,9	282,6	-53,3	-123,6
Środki pieniężne na koniec okresu	341,0	353,7	294,3	633,0	539,1	821,7	768,3	644,8
DPS (PLN)	0,00	2,57	1,45	1,45	1,45	1,45	1,45	1,45
FCF	-761,7	1 277,9	1 046,8	651,7	1 241,1	884,0	1 070,3	1 287,2
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	35,9%	11,2%	12,1%	20,9%	13,2%	18,6%	17,4%	14,7%

Wskaźniki rynkowe

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
P/E	19,0	9,9	8,5	9,2	8,8	9,1	8,0	7,5
P/CE	6,2	4,8	4,2	4,3	4,0	4,0	3,7	3,6
P/BV	-	-	22,9	9,8	6,0	4,4	3,3	2,6
P/S	1,1	1,1	1,0	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0
FCF/EV	7,1%	9,1%	7,5%	4,6%	8,9%	6,3%	7,7%	9,5%
EV/EBITDA skor.	6,1	6,5	5,7	6,0	5,6	5,5	5,2	5,0
EV/EBIT	12,7	10,2	9,3	10,2	9,6	9,3	8,7	8,3
EV/S	2,1	2,0	2,0	2,1	2,0	2,0	1,9	1,8
DYield	0,0%	8,9%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Cena (PLN)	29,04	29,04	29,04	29,04	29,04	29,04	29,04	29,04
Liczba akcji na koniec roku (mln)	253,7	253,7	253,7	253,7	253,7	253,7	253,7	253,7
MC (mln PLN)	7 367	7 367	7 367	7 367	7 367	7 367	7 367	7 367
EV (mln PLN)	14 078	14 020	13 940	14 262	13 919	14 062	13 947	13 570

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

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

P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją

ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku

RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku

NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

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

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 opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

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

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

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

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich.

Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

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 emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 25 marca 2020 o godzinie 08:32.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 25 marca 2020 o godzinie 08:32.

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.

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

Powielanie, 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 stosowanych w rekomendacjach:

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

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

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

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

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

Rekomendacje dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:

[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



mBank S.A.

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

Departament Analiz

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

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

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