czwartek, 2 kwietnia 2020 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: kwiecień 2020

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

Bezprecedensowe zamknięcie gospodarek związane z epidemią COVID-19 wymusiło równie bezprecedensowe działania monetarne i fiskalne. Dzięki nim rynki dyskontują *V-shape recovery*. Pozostajemy negatywnie nastawieni do rynku akcji. Naszym zdaniem dyskontowany scenariusz jest zbyt optymistyczny, zakładamy dalsze spadki światowych indeksów.

Ze spółek

Finanse

Brak jasnej kwantyfikacji ryzyka spowodowanej wirusem COVID-19 napędził potężną przecenę indeksów, również bankowego. Nie ma precedensu do współwystępowania szoku popytowo-podażowego w obliczu pandemii, co utrudnia oszacowanie strat jakie spółki finansowe mogą ponieść. Z jednej strony wycena sektora dyskontuje aż nadto nasz bazowy scenariusz, ale z drugiej zmienność otoczenia powoduje, że ryzyka skierowane są w dół. W obecnych warunkach naszym top pickiem jest Pekao, a następnie PZU.

Chemia

Polskie spółki chemiczne (Ciech i Grupa Azoty) odczuwają ograniczony wpływ epidemii COVID-19 na swoją działalność. Potencjalnie skorzystają na niższych cenach CO_2, węgla koksowego i gazu.

Paliwa

Przecena surowców istotnie zmienia rozkład ryzyk w sektorze i perspektywy wyników, odciskając swoje piętno przede wszystkim w obszarze upstream (MOL). Najbliższe miesiące będą trudne także w segmencie przerobu (możliwe tąpnięcie na wolumenach), ale tutaj można docelowo liczyć na szybką odbudowę rentowności w otoczeniu taniej ropy i gazu (PKN Orlen). W przypadku PGNiG długo oczekiwana wygrana z Gazpromem likwiduje strukturalne ryzyko w obrocie.

Energetyka

Indeksy utilities w EU i USA nie oparły się globalnej przecenie (CO_2, korelacja z obligacjami korporacyjnymi), ale w ostatnich dniach odrobiły już istotną część strat. Defensywny profil biznesowy powinien zapewniać relatywną siłę do rynku, nawet pomimo tymczasowego spadku wolumenów (lockdown). Podtrzymujemy zalecenie kupuj dla CEZ. W polskich koncernach głównym zagrożeniem jest potencjalne uwikłanie w ratowanie górnictwa. Warto jednak odnotować spadek ryzyka regulacyjnego w obrocie w przyszłym roku.

Telekomunikacja, media, IT

Kluczowe zagrożenia w sektorze telekomunikacyjnym to: możliwe przeciążenia sieci, spadek liczby klientów, załamania się obrotów sprzętem, spadku popytu na roaming międzynarodowy. Jednak wrażliwość wyników przedstawicieli sektora jest dość niska: szacujemy spadki wyników EBITDA na 3-5% w 2020 r. Stąd zalecamy przeważanie sektora, a naszym top pick jest Play. Spółki mediowe są wrażliwe na ryzyko COVID-19 ze względu na spodziewany przez nas dwucyfrowy spadek rynku reklamy w 2020 r. Spółki z sektora IT cechują się mocnym bilansem i preferujemy te mniej wrażliwe na MSP i dywidendowe.

Przemysł, surowce

Przemysł i wydobycie zostaną znacząco dotknięte przez epidemię COVID-19. Preferujemy spółki o mocnym bilansie (FMF, KSW) oraz producentów żywności (KSW, AST). Ryzyko złamania kowenantów widzimy w BRS i FTE.

Handel

Bezprecedensowa sytuacja związana z ograniczeniem działalności większości placówek handlowych ma istotny wpływ na wyniki i płynność finansową podmiotów z branży. W obecnej sytuacji preferowalibyśmy spółki o mocnych bilansach (LPP, VRG) oraz spółki handlu spożywczego (EUR, JMT). Unikalibyśmy spółek o wysokim zadłużeniu (CCC, EAT).

Deweloperzy

Z uwagi na przedłużającą się nieobecność analityka (zwolnienie lekarskie) zawieszamy nasze rekomendacje inwestycyjne dla Atal i Dom Development.

Przegląd miesięczny **publikujemy wyjątkowo bez części zawierającej strony poświęcone poszczególnym spółkom, z uwagi na fakt, iż w związku z istotną zmianą otoczenia makro jesteśmy zmuszeni do szerokiej aktualizacji prognoz i wycen. Wyniki tych analiz wraz z analizą scenariuszową będziemy prezentować na bieżąco w osobnych publikacjach. Zachęcamy do lektury już opublikowanych raportów dotyczących spółek Cyfrowy Polsat, JSW, KGHM, LPP, MOL, Orange Polska, PGNiG, PKN Orlen, Play, polskich banków oraz spółek przemysłowych.**

Indeksy	Kurs bieżący	1M	YTD
WIG	41 029	-16,7%	-29%
ATX	1 946	-30,2%	-39%
BUX	32 361	-19,6%	-30%
PX	771	-21,1%	-31%
Indeksy sektorowe WIG		**1M**	**YTD**
WIG20	1 482	-16,2%	-31%
mWIG40	2 859	-20,2%	-27%
sWIG80	10 162	-12,6%	-16%
Banki	4 047	-31,3%	-40%
Budownictwo	1 919	-12,0%	-16%
Chemia	5 986	-9,1%	-29%
Energia	1 222	-9,3%	-38%
Gaming	20 505	+4,3%	+9%
Górnictwo	1 872	-16,2%	-39%
Informatyka	2 692	-5,0%	-5%
Media	4 136	-27,8%	-23%
Nieruchomości	1 851	-22,8%	-25%
Odzież	2 852	-33,7%	-50%
Paliwa	4 304	-5,3%	-34%
Spożywczy	2 666	-11,8%	-15%
Telekomunikacja	727	-6,0%	-17%
Top 5 / Worst 5		**1M**	**YTD**
Libet	1,07	+105,0%	+100%
OPTeam	24,00	+35,6%	+141%
Bioton	3,17	+25,0%	-17%
Global Cosmed	1,20	+22,4%	-3%
Ten Square G	296,50	+17,2%	+50%
CCC	30,76	-57,2%	-72%
Enter Air	16,25	-59,4%	-63%
Forte	10,80	-61,8%	-65%
Altus TFI	0,75	-63,2%	-49%
Elektrobudowa	1,44	-77,5%	-81%

Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
Atal	zawieszona	-
Dom Development	zawieszona	-

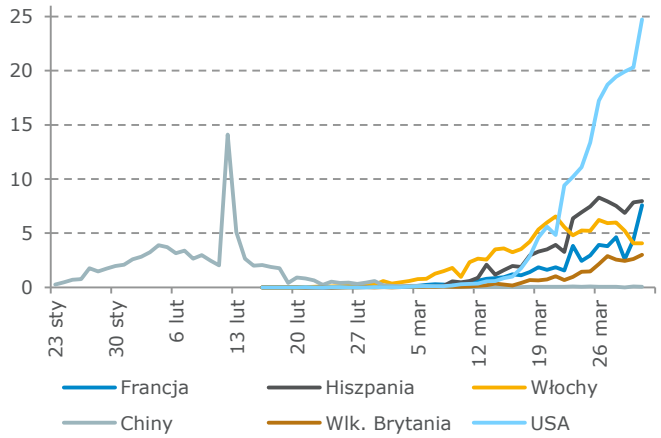
Rynek akcji

Tempo w jakim doszło do zamknięcia aktywności gospodarczej i skala dewastacji na rynku pracy w USA są wydarzeniem bez precedensu. Obecnego krachu nie sposób porównać z czymkolwiek co obejmują modele i to powoduje, że prognozowanie ścieżki wyjścia z kryzysu jest tak trudne. Dziś jeszcze nie widzimy nawet skali zniszczeń, bo nie wiemy kiedy możliwy będzie powrót do „normalności". Naszym zdaniem wiara inwestorów, że po wzroście stopy bezrobocia w USA do 10-15% (oczekiwania) gospodarka w kolejnym kwartale zacznie się błyskawicznie odbudowywać (*V-shape recovery*) jest zbyt optymistyczne, nawet jeśli weźmiemy pod uwagę giga-pakiety stymulacyjne. Uważamy również, ze inwestorzy niedoszacowują okresu, jaki musi minąć od czasu zahamowania wzrostu liczby nowych przypadków do zniesienia kwarantanny (ryzyko drugiej fali). Niestety do czasu wytworzenia skutecznych leków jedynym medycznym antidotum na chorobę jest kwarantanna. W Europie widzimy kolejne kraje, które podobnie jak Włochy czy Hiszpania będą raportowały szybki wzrost liczby zachorowań. Jeżeli mają się sprawdzić założenia Białego Domu dotyczące liczby zgonów (100-240 tys.), to w najbliższych tygodniach liczba zachorowań w USA powinna wzrosnąć do 2-4 milionów. Inwestorzy stoją zatem przed okresem fatalnych danych makro, skokowych korekt EPS (obecnie spadek EPS dla S&P500 to zaledwie -1,7% r/r) oraz bardzo złych raportów o nowych zachorowaniach w USA. Te informacje będą poddawały w wątpliwość zakładane dotąd scenariusze makro, a dodatkowo będzie rosła liczba bankructw. Słabsze wyniki spółek i konieczność skorzystania z pomocy publicznej zasadniczo ograniczą skalę skupu akcji własnych, co w ostatnich kwartałach było ważnym elementem popytu na akcje w USA. Chiny będą próbowały wykorzystać słabość USA (dalsza eskalacja napięcia), czego przykładem jest groźba działań odwetowych w przypadku nałożenia kolejnych restrykcji na Huawei. Biorąc pod uwagę te czynniki pozostajemy negatywnie nastawieni do inwestycji w akcje (dalsza przecena indeksów), a polska gospodarka jak również rynek akcji będą podążać za rynkami bazowymi.

COVID-19 – katalizator recesji

Już na początku lutego wskazywaliśmy, że COVID-19 to nie powtórka SARS i że będzie to dużo większy problem dla gospodarek niż poprzednie epidemie. Obecnie dominuje przeświadczenie, że przez analogię z Chinami w Europie impuls epidemii wygasa. W niektórych krajach rozprzestrzenianie się wirusa zdaje się stabilizować, przynajmniej tak wynika z oficjalnie publikowanych danych. W przypadku Włoch, które jako pierwsze zdecydowały się na dalece idące ograniczenia w poruszaniu się, widać że liczba nowych zachorowań po upływie dwóch tygodni kwarantanny zaczyna spadać do ok. 4 tys. dziennie z 6,5 tys. przed kilkoma dniami. W związku z tym, przez analogię do Wuhan, można szacować, kiedy może nastąpić zniesienie zakazów poruszania się. W chińskim mieście ograniczania zostały wprowadzone 28 stycznia, a ich zniesienie zapowiedziano do 8 kwietnia, co oznaczałoby, że w połowie maja powinny nastąpić analogiczne działania w Lombardii. Naszym zdaniem ze względu na większą śmiertelność (lub zaniżanie oficjalnych statystyk o liczbie chorych) rząd włoski chcąc uniknąć ryzyka drugiej fali będzie bardziej konserwatywny i przedłuży kwarantannę. Tym bardziej, że kraje ościenne będą najprawdopodobniej w momencie innym cyklu ekspansji choroby. Naszym zdaniem podobne podejście będzie przyjęte przez pozostałe rządy europejskie.

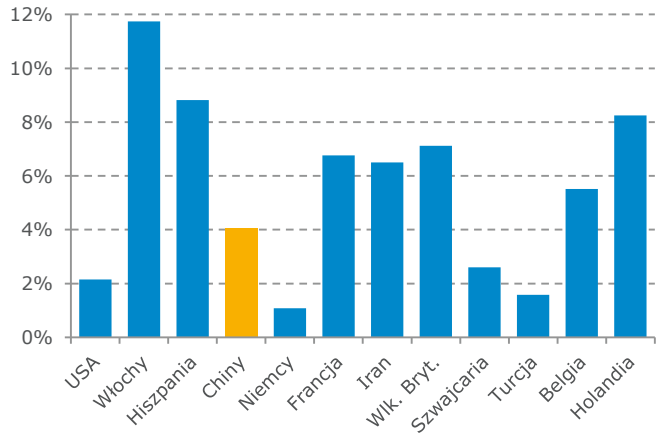
Nowe przypadki COVID-19 (w tys. dziennie)



Źródło: Worldometers

Innym argumentem przeciw prostemu porównywaniu przypadku Wuhan i Włoch jest to, że chińskie miasto zostało zamknięte, kiedy liczba potwierdzonych przypadków wynosiła ok. 4,5 tys., a we Włoszech, kiedy przekroczyła 20 tys. Można zakładać, że im później następuje ograniczenie poruszania się tym mniejsza skuteczność w wygaszeniu epidemii. Inną kwestią jest to, jak skutecznie przestrzegana jest kwarantanna, ze szczególnym uwzględnieniem skłonności danego społeczeństwa do stosowania się do zakazów. Naszą wątpliwość budzi również nieporównywalność danych o liczbie zarażonych, co wynika z różnej liczby przeprowadzanych testów w poszczególnych krajach. Trudno uzasadnić różnice we wskaźniku śmiertelności (zgony/chorzy) pomiędzy Niemcami (1,1%), Francją (6,8%) i Włochami (prawie 12%) tylko różną liczbą dostępnych respiratorów. Naszym zdaniem faktyczna liczba chorych jest w wielu krajach różna od oficjalnych danych. Wątpliwości budzi również statystyka w Wielkiej Brytanii, która bardzo późno wprowadziła jakiekolwiek restrykcje. Naszym zdaniem to właśnie Wlk. Brytania i Francja będą kolejnymi krajami, gdzie epidemia szybko się rozprzestrzeni i spowoduje, że scenariusz o szybko nadchodzącym powrocie do „normalności" w Europie opóźni się w stosunku do obecnych oczekiwań.

Stosunek liczby zgonów do liczby zarażonych w wybranych krajach



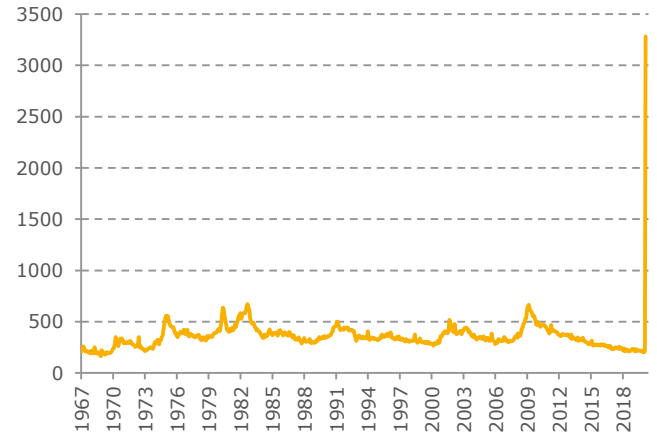
Źródło: Worldometers

Szczególnym przypadkiem, ze względu na wielkość kraju i gospodarki są Stany Zjednoczone, gdzie ograniczenia wprowadzane są z dużym opóźnieniem lub są to zakazy „miękkie". Wraz z przyjęciem pakietu pomocowego Trump ogłosił, że celem dla rządu USA jest niedopuszczenie do przekroczenia liczby 100 tys. zgonów. Po trzech dniach oficjalne oczekiwania Białego Domu zmieniono na 100-240 tys. zgonów. Oznacza to, że liczba zarażonych wyniesie co najmniej 2-4 mln osób. Jeśli te prognozy sprawdzą się to oznacza to, że przed inwestorami jest wysyp bardzo złych danych makro i fatalnych statystyk dotyczących liczby chorych. Negatywne momentum będzie powodowało, że oczekiwania na *V-shape recovery* w gospodarce będzie się oddalało.

Największe tąpnięcie gospodarcze od czasu Wielkiej Depresji

W tej skali zatrzymanie znaczącej części produkcji przemysłowej na świecie przy jednoczesnym spadku popytu konsumpcyjnego, będącego efektem niepewności nie tylko ekonomicznej związanej ze wzrostem bezrobocia, ale również obaw o bezpieczeństwo, to zdarzenie bez precedensu w ostatnich dziesięcioleciach. To jak połączenie kryzysu z lat 2008-09 z wydarzeniami związanymi z atakiem na WTC. Kluczowym dziś pytaniem jest to, czy po skokowym spadku aktywności gospodarczej w 2Q gospodarka w miarę szybko podźwignie się, wspomagana rekordowymi pakietami fiskalnymi i silnie ujemnymi realnymi stopami procentowymi. Większość dostępnych prognoz makroekonomicznych dla USA, Europy czy Polski wskazuje na spadek PKB w 2Q o 5-10%. W USA taki spadek PKB szacowany jest przy dwumiesięcznym ograniczeniu aktywności gospodarczej, kolejne dwa miesiące to utrata 10-20% PKB. Spektakularnie prezentują się również dane z amerykańskiego rynku pracy. Podczas gdy w najsłabszym tygodniu recesji 2008-09 tygodniowa liczba bezrobotnych wzrosła o 665 tys. to w ostatnim tygodniu marca było to 3,28 mln (rekord historyczny). Oczekuje się, że w ciągu miesiąca liczba bezrobotnych wzrośnie o kolejnych 10 mln osób.

Liczba nowych bezrobotnych w USA (tys.)

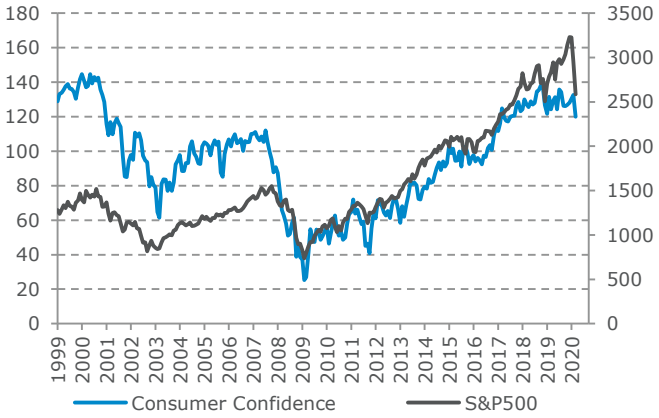


Źródło: Bloomberg

Wszystkie te prognozy i dane są doskonale znane inwestorom i nie wywołują już tak negatywnej reakcji rynku, głównie za sprawą oczekiwań, że po załamaniu nadejdzie szybkie odreagowanie gospodarki. Niedawna przecena jest nawet określana jako „okazja do zakupów w długim okresie". Przykładem takich oczekiwań jest prognoza Goldman Sachs, zakładająca 34% spadek PKB w 2Q i wzrost stopy bezrobocia do 15%, po czym w 3Q nastąpi najszybsze odreagowanie gospodarki w historii (+19%).

Naszym zdaniem, założenie że po wzroście bezrobocia o kilkanaście mln osób gospodarka amerykańska będzie w stanie tak szybko się podźwignąć jest zbyt optymistyczne, a przynajmniej nie powinno być przyjmowane jako scenariusz bazowy. Popyt konsumpcyjny, a w ślad za nim rynek pracy będą odbudowywały się znacząco wolniej niż nastąpiło załamanie. Ograniczenia dotyczące poruszania się (linie lotnicze, turystyka) będą zapewne obowiązywały jeszcze przez wiele miesięcy. Skłanialibyśmy się bardziej do odreagowania w kształcie litery U jako bazowy scenariusz. Po drugie, trudno przyjąć scenariusz, w którym ceny akcji rosną, kiedy na bieżących danych nawet jeszcze nie widać tąpnięcia gospodarczego. Dobrym przykładem może być tu m.in. sentyment konsumentów Conference Board. Przed inwestorami zarówno w Europie, jak i w USA kilka miesięcy coraz słabszych odczytów makro.

Nastroje konsumentów w USA (Conference Board) na tle S&P500



Źródło: Bloomberg

W obecnym kryzysie globalizacja jest przyczyną dla której światowej gospodarce będzie trudniej wyjść z recesji, czego najlepszym przykładem są Chiny. Po pierwszym entuzjazmie związanym z powrotem pracowników do fabryk i uruchomieniu produkcji, Chiny zderzają się z lawinowym odwoływaniem zamówień z Europy i USA, co istotnie spowalnia tempo dochodzenia do poziomu wykorzystania mocy produkcyjnych sprzed kryzysu i co powinno negatywnie przekładać się na rynek pracy, a więc docelowo konsumpcję wewnętrzną. Władze chińskie poprzez pakiety fiskalne będą starały się maksymalnie przyspieszyć odbudowę popytu krajowego, ale w krótkim okresie będzie to niewystarczające, żeby zamortyzować spadek eksportu.

Banki centralne ratują rynki finansowe przed *credit crunch*, a rządy implikują rekordowe fiskalne pakiety pomocowe

Wpływ banków centralnych na przyczynę wywołującą recesję jest oczywiście żaden, ale FED, ECB czy BoJ wtłaczając dodatkowe biliony USD w system finansowy zahamowały ryzyko *credit crunch*, który mógłby być główną barierą dla odbudowy gospodarki po epidemii, a teraz poprzez panikę rynków finansowych pogłębić tąpnięcie (jak w 2008 roku). W trakcie miesiąca FED zmienił zapowiedziany program skupu aktywów o wartości 700 mld USD, który okazał się niewystarczający do zatrzymania paniki na nielimitowane zakupy zarówno papierów gwarantowanych przez rząd federalny, jak również innych papierów dłużnych np. obligacji komercyjnych czy zagwarantował pożyczki dla MiSP. Ponieważ tego typu działania wykraczają poza mandat FED, do tego celu wykorzystane zostaną SPV, zasilone finansowo przez Departament Skarbu. Dopiero ta zapowiedź uspokoiła rynki i pozwoliła stopniowo na zmniejszanie skali dziennych zakupów ze strony banku centralnego.

USA aplikują gospodarce i społeczeństwu pakiet o wartości 2,2 bln USD, z czego 560 mld USD trafi bezpośrednio do obywateli w postaci bezpośrednich płatności (tylko dla zarabiających mniej niż 99 tys. USD rocznie), a 260 mld USD zwiększy budżet pomocowy dla bezrobotnych. Pozostała kwota będzie bezpośrednio lub pośrednio wspierać przedsiębiorstwa (tu pojawia się zakaz przeprowadzania buy-backu przez firmy wsparte programem). Kolejne kraje również ogłosiły ogromne pakiety pomocowe – Niemcy o wartości 750 mld EUR. Już dziś wiadomo, że pakiet amerykański jest niewystarczający i Prezydent Trump rozpoczął lobbowanie w Kongresie kolejnych 2 bln USD – z przeznaczeniem głownie na budowę infrastruktury.

Spadek cen ropy naftowej do 20 USD

Brak zgody Rosji na ograniczenie wydobycia ropy przynajmniej chwilowo rozbił OPEC i wywołał wojnę cenową, po tym jak Arabia Saudyjska ogłosiła, że zwiększy dzienne wydobycie do 12 mln baryłek (z 9 mln). Z drugiej strony zapasy surowca szybko rosną, bo popyt na paliwo drastycznie spadł. IHS Markit szacuje, że dzienne zużycie benzyny może spaść w kwietniu o 20 mln baryłek, tj. pięciokrotnie więcej niż wyniósł spadek w czasie recesji 2009 roku. OPEC szacuje, że w 2019 r. dzienne zużycie benzyny wyniosło 99,7 mln ton. Z kolei w Polsce PKN szacuje spadek sprzedaży benzyny na stacjach o ok. 35% r/r. Konsekwencją globalnych zawirowań jest spadek cen ropy do 20 USD za baryłkę.

Utrzymanie się cen ropy na tak niskim poziomie rodzi ryzyko, że skala bankructw firm wydobywczych i z nimi współpracujących będzie poważnym problemem z punktu widzenia rynku pracy i obciążeń dla budżetu. Po drugie, pojawia się groźba niestabilności krajów, w których ropa stanowi znaczące źródło PKB, ze szczególnym wskazaniem Rosji. W jej przypadku mieliśmy już sytuację odwracania uwagi społeczeństwa od wewnętrznych problemów poprzez zaborczą politykę zagraniczną. Teraz takiej strategii sprzyja osłabienie świata zachodniego, który musi poradzić sobie ze skutkami kryzysu gospodarczego i którego skłonność do ustępstw w zamian za „spokój" będzie prawdopodobnie większa niż kiedykolwiek w ostatnich dziesięcioleciach. Doktryna strategiczna Rosji zakłada, przywrócenie kontroli nad byłymi republikami sowieckimi (w tym Białoruś, Ukraina, kraje nadbałtyckie), które mają pełnić rolę stref buforowych.

Podczas gdy tania ropa uderza w interes Rosji i USA, największym beneficjentem spadku cen surowca są oczywiście Chiny, które w całości importują surowiec. Z perspektywy strategicznej, słaba gospodarczo Rosja to dla Chin wiele plusów: narzucenie warunków handlu surowcami, narzucenie warunków tranzytu towarów do Europy via Nowy Jedwabny Szlak, zabezpieczenie północnej granicy państwa. Zastanawiające jest, że USA nie mogą wymóc na swoim największym – obok Izraela – partnerze strategicznym w Zatoce zmiany polityki cenowej. To daleko idąca spekulacja, ale w okresie zmieniających się układów politycznych nie można wykluczyć, że Chiny dalej zwiększają swoją aktywność polityczną i budują nowe strategiczne alianse kosztem dotychczasowego mocarstwa. A to z kolei zapowiedź dalszej eskalacji...

Geopolityczne i długoterminowe skutki epidemii

… będą widoczne na poziomie gospodarczym i politycznym. Na poziomie gospodarczym widzimy dwa główne czynniki, bezpośrednio ze sobą powiązane. Przez ponad 40 lat stopniowe przenoszenie produkcji ze świata zachodniego do Azji, w tym szczególnie Chin, skutkowało dezinflacją w światowej gospodarce. Jeszcze przed wybuchem epidemii, jednym z haseł wyborczych Trumpa była ponowna industrializacja Ameryki, w czym miało pomóc m.in. obniżenie podatków od korporacji. Proces ten przebiegał jednak wolno. Załamanie się łańcucha dostaw, ale przede wszystkim szantaż ze strony chińskich polityków o możliwym zamknięciu dostaw do USA leków i składników do ich produkcji (chińska odpowiedź na oskarżenia Waszyngtonu o zbyt późną reakcję Pekinu na epidemię), zasadniczo przyspieszą ten proces. Trump już zapowiedział wprowadzenie regulacji mających na celu odbudowę własnych zdolności wytwórczych w strategicznych obszarach takich jak: farmacja, elektronika, przemysł maszynowy. Podobne zapowiedzi, tj. przeniesienie produkcji części komponentów dla przemysłu „bliżej domu", zapowiedzieli przedstawiciele władz RFN. Jak szybko będzie następował ten proces trudno oszacować, ponieważ wynika to m.in. z tempa wychodzenia gospodarek z kryzysu i zdolności rządów do zaproponowania biznesowi dodatkowych zachęt finansowych do takiego działania. Wiąże się ono z nakładami inwestycyjnymi jak również ze zmniejszeniem konkurencyjności cenowej wytwarzanych produktów w porównaniu do analogicznej produkcji wytwarzanej w Azji. To z kolei może prowadzić do dalszego zwiększania ceł, chroniących własny przemysł. Skutkiem tego procesu powinien być wzrost cen, a więc presja na wyższe nominalne stopy procentowe i rosnące koszty obsługi zadłużenia (po kryzysie wskaźniki dług/PKB jeszcze wzrosną). Przez dłuższy czas realne stopy procentowe powinny być nisko lub będą ujemne, co pozwoli rządom na monetyzację ogromnego zadłużenia. Czynnikiem który firmy w USA i Europie będą silniej wykorzystywać będzie dalsza automatyzacja produkcji, zmniejszająca ekspozycję na wyższe płace. Ten proces również powinien przyspieszyć, będzie wymagał jednak dużych nakładów inwestycyjnych.

Z perspektywy Polski, to bardzo dobre informacje. Polski przemysł, ze względu na naszą lokalizację i wykwalifikowaną siłę roboczą, powinien być beneficjantem tych trendów. Skorzystają zarówno firmy, w których może ulokować się produkcja komponentów, jak również przedsiębiorstwa, które będą uczestniczyć w procesie modernizacji/automatyzacji linii wytwórczych. Naszym zdaniem Polska może przeżyć kolejną falę inwestycji zagranicznych – analogiczną jak po 1990 roku. Jeżeli trend ten potwierdzi się, w przyciągnięciu kapitału o który będzie aplikował cały region CEE, dużą rolę musi odegrać rząd tworząc zachęty inwestycyjne. To będzie proces długotrwały, ale powinien być „myślą przewodnią", kolejnej hossy, która przed nami.

W ujęciu politycznym, napięte stosunku pomiędzy USA i Chinami jeszcze się zaostrzą. Wzajemne oskarżenia o udział w rozprzestrzenieniu się pandemii są tego najlepszym przykładem. W obliczu reindustrializacji USA można oczekiwać dalszej eskalacji wojny handlowej i tworzeniu barier celnych chroniących własny przemysł. W obliczu kryzysu zachowanie obu mocarstw w relacjach z innymi krajami wydają się skrajnie różne. Po kontrowersyjnej decyzji ws. Kurdów, USA dalej tracą wizerunkowo, m.in. nakładając na europejski przemysł lotniczy kolejne cła czy wprowadzając na Iran dodatkowe embargo. W tym czasie Chiny informują świat o rozsyłaniu sprzętu medycznego i epidemiologów… m.in. do Europy. Instytucja UE w zderzeniu z realnym zagrożeniem nie jest w stanie działać spójnie, zarówno na płaszczyźnie decyzji administracyjnych związanych z samym rozprzestrzenianiem się epidemii, jak również w kwestiach tarczy antykryzysowej. Wewnątrz UE może pojawić się większy rozłam, co do strategicznego partnerstwa z USA, gdzie alternatywą są Chiny i Nowy Jedwabny Szlak. Istotną kwestią rozłamową może być również koncepcja obrony granic UE, szczególnie w sytuacji osłabienia relacji z USA. Decyzja o ewentualnym wycofaniu wojsk USA z Europy stwarza ryzyko, że w krajach nadbałtyckich może powtórzyć się scenariusza ze Wschodniej Ukrainy…

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

Makroekonomia

Rząd ogłasza pakiet antykryzysowy

Prezydent wraz z Premierem zaprezentowali rządowy pakiet pomocowy dla przedsiębiorców i pracowników, który ma ograniczać gospodarcze skutki pandemii koronawirusa. Wartość całego zestawu działań w ramach tzw. tarczy antykryzysowej to 212 mld PLN. Składa się ona z 5 filarów:

1. Bezpieczeństwo Pracowników (o wartości 30 mld PLN), w tym m.in.:
- w przypadku trudnej sytuacji przedsiębiorstwa (spadek przychodów o 15% przez 2 miesiące, lub o 25% przez 1 miesiąc) może ono ograniczyć etat pracownika do 4/5. Wówczas 40% wynagrodzenie pracownika pokrywa pracodawca, a 40% państwo (z FGŚP, ale nie więcej niż 40% przeciętnego wynagrodzenia),
- ZUS wypłaci jednorazowe świadczenie w kwocie 2 tys. PLN dla pracujących na umowie cywilnoprawnej i dla samozatrudnionych,
- zostanie wydłużony okres wypłaty zasiłku opiekuńczego, w przypadku ograniczeń w dostępności żłobków, przedszkoli i szkół,
- ponadto wprowadzone zostaną „wakacje kredytowe", „wakacje od obowiązków administracyjnych", czy przesunięcie płatności za media.

2. Finansowanie Przedsiębiorstw (73,2 mld PLN, z czego 68,3 mld PLN to środki płynnościowe):
- Fundusz Gwarancji Płynnościowych dla większych firm w kwocie 8,5 mld PLN,
- finansowanie w postaci obligacji podporządkowanych firm średnich i dużych z funduszy PFR o wartości 6 mld PLN,
- rozszerzenie gwarancji de minimis BGK dla małych i średnich przedsiębiorstw,
- pożyczka dla mikrofirm w kwocie 5 tys. PLN na okres do 6 miesięcy,
- odroczenie lub rozłożenie na raty składek ZUS,
- poza tym, m.in. brak kar za opóźnienia w przetargach publicznych, finansowanie leasingu dla firm transportowych, polityka drugiej szansy (pomoc przedsiębiorstwom w restrukturyzacji), czy rozliczenie całej tegorocznej straty w przyszłym roku.

3. Ochrona Zdrowia (7,5 mld PLN):
- finansowanie działań związanych z walką z pandemią koronawirusa (6 mld PLN),
- dofinansowanie infrastruktury służby zdrowia,
- rozwój infolinii pacjenta i dalsza cyfryzacja.

4. Wzmocnienie Systemu Finansowego (70,3 mld PLN):
- obniżenie stopy bazowej RPP z 1,5% na 1% oraz stopy rezerwy obowiązkowej do 0,5%,
- operacje repo NBP,
- potencjalne operacje LTRO,
- obniżenie wymogów kapitałowych przez Komitet Stabilności Finansowej,
- przesunięcie pewnych obowiązków nadzorczych.

5. Program Inwestycji Publicznych:
- zwiększone wydatki inwestycyjne, które mają przynieść impuls fiskalny o wartości co najmniej 1% PKB,
- utworzony zostanie Fundusz Inwestycji Publicznych o wartości 20 mld PLN.

Ponadto do zestawu proponowanych działań dołączono możliwość czasowego przywrócenia handlu w niedzielę, czy przedłużenie ważności udzielonych pozwoleń na pracę dla obcokrajowców.

Podsumowując, tarcza antykryzysowa składa się z 3 komponentów:
- gotówkowego (o wartości 67 mld PLN, 3,9% PKB),
- płynnościowego „rządowego" (75,5 mld PLN, 3,3% PKB) i
- płynnościowego NBP (o wartości 70 mld PLN).

Filar płynnościowy budzi pewne wątpliwości w zakresie kompozycji. Samo cięcie RRR „warte" jest około 40 mld PLN; bufor systemowy dodaje kolejne 30 mld PLN. Uważamy, że w takim układzie operacje LTRO i repo należy traktować jako działanie dyskrecjonalne, którego po prostu ex ante nie dało się wyliczyć i włączyć do szacunku „wartości" pakietu.

Bezpośredni koszt budżetowy jest szacowany (przez MF) na 61 mld PLN, co obejmuje filar ochrony pracowników, filar ochrony zdrowia, filar inwestycji, dokapitalizowanie ARP kwotą 4,7 mld PLN i kilka pomniejszych elementów. Koszt ten może z łatwością wzrosnąć, jeśli czas implementacji najbardziej kosztownych instrumentów (dopłaty do pensji) się wydłuży, a którykolwiek z podmiotów biorących na siebie ryzyko wsparcia sektora przedsiębiorstw będzie wymagać dodatkowego wsparcia. Z drugiej strony, część inwestycyjna pakietu będzie realizowana w kolejnych latach, z punktu widzenia tegorocznego rachunku jest zatem nieistotna. Zakładamy zatem, że w bazowym scenariuszu koszt dla finansów publicznych (w sensie memoriałowym i przy założeniu, że odroczone płatności składek zostaną zrealizowane) wyniesie 40 mld PLN.

Do rachunku wynikającego z implementacji pakietu należy doliczyć utratę dochodów z tytułu pogorszenia wzrostu gospodarczego. Na podstawie naszych aktualnych szacunków wzrostu PKB w tym roku (uwzględniających prawdopodobne przedłużenie zamknięcia szkół do Wielkanocy) oceniamy, że spadek dochodów podatkowych będzie w ujęciu kwotowym i procentowym największy w historii. Dotyczy on zresztą nie tylko budżetu państwa, ale również w budżetów samorządów (via ich udziały w wpływach z PIT i CIT) oraz FUS (mniejsza składka przypisana). Dodatkowo, należy zakładać dostosowanie po stronie działań jednorazowych, tj. odroczenie konwersji OFE na IKE – to zmniejsza wpływy SFP o 18,7 mld PLN. Łącznie, spodziewamy się zmniejszenia dochodów SFP o 82 mld PLN – pełne rozbicie utraconych wpływów znajduje się na wykresie poniżej. W naszej opinii mniejsze mogą również okazać się wpływy z aukcji praw do emisji CO_2 i dywidendy z SSP.

Skąd tak duży pesymizm? Trzeba pamiętać, że dynamika wpływów podatkowych w wielu kategoriach zależy nieliniowo od dynamiki PKB i przykładanie prostych heurystyk (mld PLN per 1 pkt. proc. spowolnienia) jest w warunkach ekstremalnych błędne. Każdy kolejny utracony punkt procentowy wzrostu PKB będzie kosztować finanse publiczne bardziej. Co więcej, szok dotykający polskiej gospodarki uderzył w pierwszej kolejności w najbardziej stabilną część bazy podatkowej, tj. w konsumpcję prywatną. Prawdopodobne jest również rozluźnienie reżimu ściągalności, chociażby w celu zmniejszenia krótkoterminowych obciążeń podatkowych. Z tych powodów wskaźnik dochodów podatkowych do PKB w tym roku będzie spadać, choć skala zależy też od tego, co dziać się będzie z cenami.

Reasumując, naszym zdaniem wynik sektora *general government* pogorszy się w tym roku przynajmniej o 121 mld PLN (o 5,3 pkt proc. PKB). Zobaczymy zatem deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych na poziomie 6,5% PKB.

mBank Research
(M. Mazurek, M. Zdrolik)
research@mBank.pl

Sektory

Finanse

- W marcu spadek indeksu WIG Banki sięgnął 30%, zaś od początku rok aż 38%. Uważamy, że skala przeceny uwzględnia zamrożenie aktywności ekonomicznej do końca maja oraz stopniowe dochodzenie gospodarki do siebie w 2H20 i w 2021 r. Byłaby to sytuacja, która odpowiada naszemu bazowemu scenariuszowi, w którym stopy procentowe pozostają bez zmian, wolumeny kredytowe są płaskie zarówno w 2020, jak i w 2021 roku, a koszty ryzyka są wywindowane do 155 p.b. Realizacja powyższego scenariusza wiąże się z pozytywną rekomendacją na większość analizowanych przez nas banków (ALR, MIL, PEO, PKO i SPL), jednakże w sytuacji, gdyby otoczenie było mniej sprzyjające (dodatkowe cięcie stóp procentowych, wyższy CoR), jedynymi bankami, których wyceny są obecnie zbyt niskie są Pekao i Santander. Nadal jesteśmy sceptycznie nastawieni do ING w przypadku którego uważamy, że przecena nie uwzględnia wszystkich trudności z którymi będzie musiał się mierzyć bank, a raczej jest odbiciem niskiej płynności walorów ING BSK.
- Nie tylko otoczenie makro jest dynamiczne, ale również propozycje środków zaradczych, które mają adresować obecne problemy zmieniają się bardzo szybko, co dodatkowo utrudnia skuteczne prognozowanie. W Polsce w połowie marca byliśmy świadkami cięcia stóp procentowych o 50 p.b, oraz stopy rezerwy obowiązkowej. Oprócz tego NBP dostarczy bankom potrzebną płynność przez transakcje repo oraz ewentualny kredyt wekslowy. Co więcej, regulator skutecznie zarekomendował obniżenie bufora ryzyka systemowego z 3,0% do 0% , co uwolniło około 30 mld PLN kapitału w sektorze. Jak dotąd najciekawszym instrumentem, który został zarekomendowany przez ZBP, a następnie stosukowo szybko wdrożony przez banki są wakacje kredytowe, o które może się ubiegać większość kredytobiorców. Uważamy, że ten instrument w połączeniu z bardziej elastycznym podejściem do zawiązywania rezerw, pozwoli bankom uniknąć nadmiernego tworzenia rezerw dla podmiotów, które mają tylko przejściowe trudności w płynności.
- Sytuacja sektora bankowego w regionie CEE nie odbiega znacząco od polskiej i też naznaczona jest znaczącą niepewnością. Do najczęstszych środków zaradczych należą: wprowadzenie wakacji kredytowych, czy instrumenty monetarne w postaci cięcia stóp procentowych. W odróżnieniu do Polski, brak zgody na kapitalizowanie odsetek zmusza banki węgierskie do zaksięgowania pierwszych odpisów już w 1Q'20, zaś banki w Rumunii skarżą się, że narzucone odgórnie 9-miesięczne wakacje kredytowe spowodują trudności z płynnością. Sektor czeski (Komercni, Moneta, Erste, RBI) dodatkowo musi się zmierzyć z dotkliwymi obniżkami stóp procentowych (125 p.b. w marcu) i zakazem wypłat dywidend. Stopy zostały również obniżone w strefie Euro (wpływ na Erste, RBI) oraz w Rumunii (-50 p.b., Erste, RBI, OTP). Chociaż brak dywidend boli to w regionie CEE nasza preferencja skłania się do Komercni Banka, który podczas poprzednich kryzysów udowodnił swoją odporność. Dodatkowo niska wrażliwość na podwyżki stóp procentowych ze względu na kredyty na stałej stopie powinny procentować obecnie podczas tak gwałtownych obniżek. Ze spółek finansowych nasza preferencja zdecydowanie skierowana jest do **PZU**. Uważamy, że ubezpieczyciel ma szansę poprawić wyniki na niskiej szkodowości w majątku, zaś pomimo pandemii, szkodowość w życiu powinna być stabilna. Zarząd potwierdził, że przecena na giełdach w marcu będzie miała ograniczony wpływ na wynik inwestycyjny ze względu na strukturalne zmiany w portfelu. Dość interesująco wygląda obecna wycena Skarbiec Holding ze względu na dywidendę. Wyniki za 4Q'19 pobiły nasze oczekiwania o ponad 80% ze względu na znacznie wyższe success fee. Oznacza to, że **Skarbiec Holding** jest w stanie wypłacić około 5,5 PLN na akcję, czyli DY na poziomie około 39%. Oczywiście finalna rekomendacja dywidendy zależeć będzie od Zarządu spółki oraz regulatora, który śladem trendów europejskich może wprowadzić całkowity zakaz dywidend w Polsce. Jednocześnie należy pamiętać, że dywidenda wypłacana jest pod koniec roku, a do tego czasu może nas czekać znaczący spadek wyników spółki, co ważyć będzie na sentymencie. Obecnie, podobnie jak w sektorze bankowym, dużą niepewnością cechuje się sektor windykacyjny, co jest odzwierciedlone w wycenie m.in. **Kruka**. Pod koniec marca Zarząd Kruka stwierdził, że nie widzi istotnego wpływu pandemii na spłaty (także we Włoszech), działalność agentów terenowych (na pracy zdalnej), wstrzymał zakupy portfeli oraz nie kieruje nowych spraw do sądu, co zwiększa oszczędności. Raport Prezesa potwierdza inna firma windykacyjna Hoist, która stwierdziła, że spłaty w 1Q są bliskie lub zgodne z planem m.in. w Polsce i we Włoszech, ale znacząco odbiegają w Hiszpanii. Hoist dodatkowo wskazuje, że końcówka marca była słabsza także we Włoszech. Oznacza to, że w kontekście Kruka można spodziewać się nowych negatywnych rewaluacji w Hiszpanii, a być może we Włoszech i w Polsce jeżeli podążymy scenariuszem południowo-Europejskim, co na razie jest mniej prawdopodobne. Finalnie uważamy, że Kruk ma dobrą sytuację dłużną i w 2020 roku zapada jedynie około 80 mln PLN. Kluczowe dla wyceny Kruka będą kolejne raporty Zarządu z sytuacji we Włoszech i Hiszpanii. W krótkim okresie podwyższona zmienność oraz wysokie obroty na rynku akcji będę działały na korzyść **GPW**, która powinna czerpać korzyść z panujących obecnie warunków. Zwracamy jednak uwagę, że fala umorzeń w funduszach, opóźnienie pełnej implementacji programu PPK oraz ogólny brak zaufania do rynku kapitałowego, podają w wątpliwość długoterminowy dopływ kapitału na polską giełdę, a co za tym idzie przyszłe przychody GPW. Po dobrym Q1 pod względem obrotów, należy się przyglądać aktywności inwestorów w nadchodzących miesiącach, wyraźne osłabienie obrotów może sugerować początek długookresowy trwały spadek potencjału przychodowego. W Europie ECB skorzystał z pełnego wachlarza instrumentów polityki monetarnej z wyjątkiem tego najbardziej oczywistego, czyli zmiany stóp procentowych. Bardziej szczodre TLTRO, dodatkowe 750 mld EUR w ramach programu QE nastawione na gospodarkę realną, to najważniejsze z nich. Oprócz tego regulator (EBA) jasno dał do zrozumienia, że należy elastycznie podchodzić do zawiązywania rezerw w przypadku moratoriów kredytowych oraz do procyklicznych reguł zaszytych w IFRS 9. Wydaje się nam, że kluczowe będą jednak działania fiskalne, nakierowane na realną gospodarkę i to od ich skuteczności będzie zależeć, jak wysoko wystrzelą koszty ryzyka, jak będą się zachowywały wolumeny kredytowe oraz jak szybko aktywność ekonomiczna wróci do normy po ustaniu wirusa.
- **Kluczowe rekomendacje:** Pekao (kupuj), PZU (kupuj), ING (sprzedaj)

Chemia

- Spółki chemiczne (Ciech i Grupa Azoty) są beneficjentami spadających cen surowców (gaz ziemny, węgiel koksowy, certyfikaty CO_2). Wpływ epidemii COVID'19 jest relatywnie mały na dominujące segmenty operacyjne.
- **Grupa Azoty** korzysta z rozszerzenia marży na produkcji nawozów saletrzanych. Dodatkowo sprzyja relatywnie dobra pogoda (wcześniejsze przygotowania do sezonu) i możliwy spadek importu nawozów przez problemy logistyczne (przez COVID-19). Naszym zdaniem Spółka pozytywnie zaskoczy na wynikach za 4Q'19 oraz w 1Q'20. Epidemia COVID-19 może spowolnić prace przy inwestycjach spółki, co może pozytywnie być odebrane przez inwestorów.
- **Ciech** korzysta z wyższych wynegocjowanych cen sody na 2020 rok w Europie. Ryzykiem jest możliwy słabszy popyt na szkło do Automotive, ale ekspozycja na tego typu klienta nie przekracza 10%. Epidemia COVID-19 może przełożyć się na ostrożniejsze podejście Zarządu do inwestycji w 2020 roku, co pozytywnie mogłoby zostać odebrane przez inwestorów.

Paliwa

- Załamanie cen ropy po rozpadzie OPEC+ i wcześniejsza przecena na gazie, istotnie zmieniają mapę ryzyk i prognozy w sektorze paliwowym. W naszym bazowym scenariuszu obniżamy krzywą terminową dla tych surowców odpowiednio o 36% i 19%, co przede wszystkim uderza w rentowność segmentu wydobywczego. Wskazujemy jednocześnie, że nasze prognozy zakładają stopniowe odbudowywanie się cen węglowodorów w kolejnych latach z uwagi na oczekiwane dostosowania podażowe (wyeliminowanie droższych producentów i spadek wydobycia w USA o ponad 10%) i normalizację warunków popytowych (standardowy sezon grzewczy, dynamika popytu na ropę skorelowana z PKB). Przy obecnie obserwowanej zmienności, nie można wykluczyć wariantów bardziej pesymistycznych (wrażliwość wyników i wycen spółek prezentujemy w ostatnich raportach analitycznych dotyczących MOL, PGN i PKN).
- Druga strona medalu tanich surowców to możliwa strukturalna poprawa w segmencie downstream (niższe koszty zużyć własnych, marża na CCGT, spread nafta/etan, cracki na produktach ciężkich, rentowność produkcji nawozów, inercja w dostosowaniu cen produktów w detalu, odbudowa pozycji konkurencyjnej rafinerii europejskich względem USA, spadek kapitału obrotowego, wyższy dyferencjał Ural/Brent). W krótkim terminie będzie ona jednak oczywiście przesłonięta przez negatywny efekt szoku popytowego związanego z kwarantanną. Popyt na paliwa i petrochemię jest dość mocno skorelowany z PKB, ale w naszych prognozach wychodzimy poza te relacje i przyjmujemy istotne zaburzenia w utylizacji mocy (w całym roku -15% w petrochemii, -10% w rafinerii już po uwzględnieniu stabilnego 1Q). W okresie „lockdown" presja pojawi się również w segmencie stacji benzynowych, zarówno w sprzedaży paliw jak i marży pozapaliwowej (tutaj spadki mogą być co najmniej 1,5x większe).
- W ujęciu bilansowym wszystkie pokrywane przez nas spółki wchodzą w ten kryzys z bardzo niskimi wskaźnikami zadłużenia i nie postrzegamy kwestii długu jako istotnego ryzyka, choć w przypadku MOL z uwagi na procedowaną akwizycję należy liczyć się z prewencyjną rewizją polityki dywidendowej.
- Nowa rzeczywistość może zaowocować zmianami planów dotyczących inwestycji, przede wszystkim w obszarze wydobycia (wiele projektów nie wytrzyma testu rynkowego). Może też pojawić się większa ostrożność w koncernach, które dopiero zapowiadały znaczny wzrost capex (PGN, PKN), co byłoby dobrze odebrane przez rynek. Flagowe przedsięwzięcia, jak chociażby przejęcie LTS przez PKN, będą naszym zdaniem kontynuowane.
- Biorąc powyższe założenia pod uwagę, uważamy że najbardziej atrakcyjne są obecnie akcje PKN Orlen. Po wygranym sporze z Gazpromem, potencjał wzrostu dostrzegamy również w przypadku PGN (wyrok arbitrażu dodaje do naszej wyceny 1,1-1,4 PLN/akcję). Relatywnie największym „przegranym" ostatnich przetasowań makro jest MOL, dla którego w ostatnim raporcie obniżyliśmy rekomendację do trzymaj z akumuluj. W przypadku Lotosu sytuacja jest mniej jednoznaczna, z jednej strony spółka skorzysta na tańszej ropie w segmencie rafineryjnym (na gazie koncern jest prawie zbilansowany, gdyż wolumen wydobycia zbliżony do zużyć własnych), ale z drugiej w tych warunkach traci znaczną cześć EBITDA w wydobyciu i modelowo spada wartość dodana instalacji DCU.
- **Kluczowe rekomendacje:** PKN Orlen (akumuluj)

Energetyka

- Początkowo wyprzedaż na światowych rynkach ominęła rynek energii, ale z opóźnieniem również i tutaj zanotowaliśmy spadki (do 35 EUR/MWh), a głównym kanałem transmisyjnym, obok tańszych surowców, okazały się uprawnienia CO2 (spadek do 16 EUR/t). Była to głównie reakcja na oczekiwany spadek zapotrzebowania na prąd w okresie kwarantanny (pierwsze odczyty w Europie wskazują na dynamiki rzędu -10%), który zaowocuje wyparciem ze stosu cenowego najbardziej emisyjnych źródeł węglowych. Nie bez znaczenia były również obawy o zmianę priorytetów politycznych i poluzowanie zobowiązań klimatycznych.
- W efekcie indeksy „utilities", zarówno w USA jak i Europie nie oparły się załamaniu na rynkach, tym bardziej że poprzedzała je prawie 40% sektorowa hossa. Degradacja wycen, obok obaw o rentowność, była napędzana również przez mocny ruch na rentownościach obligacji korporacyjnych, z którymi skorelowane są stopy dywidendowe energetycznych spółek regulowanych. W ostatnich dniach obserwujemy już jednak odreagowanie, a branżowe indeksy USA/EU odrobiły odpowiednio 50%/20% strat. Oczekujemy, że defensywny profil biznesowy będzie w kolejnych miesiącach zapewniał relatywną siłę sektora względem szerokiego rynku. W ten scenariusz wpisuje się nasza rekomendacja kupuj dla akcji CEZ, którego wrażliwość na rynkowe ceny energii jest dodatkowo ograniczona przez rozbudowaną politykę hedgingową.
- W Polsce ceny energii odzwierciedliły spadek kosztów uprawnień i oscylują obecnie na poziomie 212 PLN/MWh. Wszystko wskazuje na to, że średnia cena zrealizowana w wytwarzaniu w przyszłym roku może być o około 40 PLN/MWh niższa r/r, ale nie wpłynie to naszym zdaniem na istotne pogorszenie CDS-ów (bardziej odczują je nowe, mniej emisyjne bloki), a może wesprzeć rentowność ciepłownictwa poprzez inercję regulacyjną (PGE). Bardziej odczują to źródła odnawialne, które dodatkowo tracą na taniejących zielonych certyfikatach (największa relatywna ekspozycja w ENG). Nie można jednocześnie zapominać, iż przyszłoroczne wyniki będą znacząco wsparte przychodami z rynku mocy, które dla całego sektora sięgną 6 mld PLN.

- Ubytek wolumenów obciąży tegoroczne wyniki dystrybucji (taryfy ex-ante bez mechanizmu rekompensującego utracone przychody regulowane), co będzie szczególnie dotkliwe dla ENG i TPE. Bardziej długoterminową konsekwencją dla segmentu będzie dalsza kompresja rentowności obligacji, które stanowią podstawę dla regulacyjnego kosztu kapitału.
- Skokowy spadek zapotrzebowania na energię w okresie kwarantanny, a później w raczej pewnym otoczeniu recesyjnym, będzie problemem dla spółek obrotu. Zabezpieczony portfel zakupowy może nie bilansować się z faktycznym popytem klientów, co zaowocuje koniecznością zamykanie części pozycji ze stratą na TGE (relatywnie większy problem dla spółek „krótkich" w wytwarzaniu, czyli ENG czy TPE). Oczywiście w takim otoczeniu makro może też pojawić się problem z należnościami. Warto jednocześnie zauważyć, że widoczny mocny spadek hurtowej ceny energii znacznie zmniejsza ryzyko regulacyjne segmentu w roku przyszłym i stwarza szansę na domknięcie z nawiązką luki w marży wygenerowanej przez niewystarczające podwyżki taryf (rzędu 25-30 PLN/MWh). Stworzy to także „miejsce" na uwzględnienie w rachunkach dodatkowych opłat (OZE i moc), bez wywoływania społecznego niezadowolenia (przekładającego się zazwyczaj na groźne dla sektora polityczne interwencje).
- W kontekście powyższych wyzwań, większym ryzykiem obciążone są spółki z napiętym bilansem (ENG, TPE), aczkolwiek podmioty z silniejszą pozycją kapitałową mogą być też uwikłane w trudne do przewidzenia procesy konsolidacyjne bądź powracający jak bumerang temat ratowania PGG. Polskie spółki energetyczne nie będą więc raczej postrzegane jako spokojna przystań w tym niepewnym otoczeniu, mimo relatywnie bezpiecznego profilu rentowności.
- **Kluczowe rekomendacje:** CEZ (kupuj)

Telekomunikacja, media, IT

- Zamknięcie placówek oświatowych oraz zmiana sposobu pracy na zdalną mają oczywisty wpływ na zwiększony ruch w sieciach telekomunikacyjnych. Akcja #zostanwdomu oraz szeroka kwarantanna spowodowała istotny wzrost popytu na serwisy streamingowe (szacunki +20-30% dotychczas). W poszczególnych krajach świata pojawiły się obawy o przeciążenie sieci. 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 wzrosty ruchu ustabilizowały się „na nowych poziomach". Sieć T-Mobile realizuje obecnie 40% więcej połączeń głosowych niż na początku marca. Operator podaje również, że wzrost ruchu transmisji danych w jego sieci jest mniejszy od głosowego – w porównaniu do początku marca wzrósł o 25%.
- Dane z Chin pokazują, że w wyniku pandemii COVID-19 telekomy prawie nie traciły 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). Sądzimy, 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).
- Zamknięcie galerii handlowych ma bezpośredni wpływ na sieć sprzedaży telekomów. Play informował, 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.
- Pandemia COVID-19 wywoła spadek popytu na roaming międzynarodowy. Szacujemy, że zyski czerpane z roamingu międzynarodowego wynoszą ok. 100 mln PLN rocznie w przypadku każdego z MNO.
- Francuski regulator rynku telekomunikacyjnego odroczył aukcję częstotliwości 5G. Aukcja miała się zacząć w drugiej połowie kwietnia. Regulator uzasadnia decyzję „względami 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. Oferty należy złożyć do 23 kwietnia 2020 r. Aukcja próbna, a dalej licytacja odbędą się nie wcześniej niż 15 maja 2020 r. W scenariuszu bazowych dla naszych spółek telekomunikacyjnych przyjmujemy , że aukcja odbędzie się w 2020 r., a każdy z telekomów zapłaci ok. 550 mln PLN.
- W świetle powyższych ryzyk estymujemy, że spadki wyniku EBITDA w poszczególnych telekomach wyniosą: 3,1% w Play, 3,3% w Orange Polska (EBITDAaL) oraz 4,6% w Cyfrowym Polsacie. Ze względu na dość niską wrażliwość przedstawicieli sektora na perturbacje wywołane COVID-19, mamy pozytywne podejście do całego sektora.
- Naszym **top pick** jest **Play**, którego cechuje najniższy przewidywany spadek EBITDA, a także najwyższy w sektorze FCFE'20 (bez częstotliwości 9,9%) i najwyższa dywidenda (Yield = 5,0%).
- W **Orange Polska** ryzykiem jest brak dywidendy także w 2021 r. jeśli sytuacja makro pogorszyłaby się bardziej niż to zakładamy. Na generację FCFE w 2020 r. istotny wpływ będzie miało załamanie się rynku sprzedaży nieruchomości komercyjnych.
- Z kolei **Cyfrowy Polsat** wyceniany na najwyższym w sektorze wskaźniku EV/EBITDA, a jego segment reklamowy jest narażony na znaczne spadki przychodów.
- Koronawirus wpłynął na rynek reklamowy w szybkim tempie. Obecnie obserwujemy masowe przesuwanie kampanii reklamowych na moment po opanowaniu epidemii. Niektóre kampanie wizerunkowe, z których marketerzy rezygnują najczęściej na końcu, przestały mieć racje bytu. W dobie powszechnego zagrożenia można być oskarżonym o wykorzystywanie tragicznej sytuacji (głośna sprawa reklamy McDonald's w brazylijskich mediach). Głównym czynnikiem wpływającym na reklamę jest powszechny lockdown, który na niektóre media działa bardzo niekorzystnie (outdoor), a na niektóre korzystnie (np. na reklamę TV ze względu na wzrost oglądalności). Na chwilę obecną wszelkie prognozy rynku reklamy są obarczone dużym błędem. Dane historyczne pokazują wysoką zależność kondycji reklamy i PKB. Warto zauważyć, że reklama podczas kryzysu 2008/09 spadała o więcej niż 10% R/R. Sądzimy, że sytuacja w 2020 r. będzie gorsza ze względu na (1) problemy firm z produkcją, (2) ograniczenie wychodzenia z domu, (3) wspomniane problemy z kampaniami wizerunkowymi – część firm zamierza przeznaczyć większe środki na walkę z pandemią (przykład: Coca-Cola zawiesza działania reklamowe do odwołania na wszystkich rynkach na całym świecie, firma przekaże środki na walkę z wirusem).

- Ze względu na oczekiwany spadek PKB (-0,3 p.p.) w 2020 roku oraz po rozmowach z przedstawicielami środowiska reklamowego, wyznaczamy w scenariuszu bazowym naszą prognozę spadku rynku reklamy na -14%, a prognozę spadku reklamy TV na -16%. Zakładamy, że narodowy lockdown utrzyma się przez okres połowa marca'20 - połowa maja'20. Podkreślamy, że nasza prognoza może być obarczona błędem. Jeśli doszłoby do znacznego przedłużenia się stanu epidemicznego, sądzimy że spadki w reklamie będą dużo głębsze.
- Na spadek wyniku narażone są zarówno **Agora** (gdzie doszło do zamknięcia sieci Helios), jak i **Wirtualna Polska** (które generuje 15% zysku EBITDA z sektora turystycznego, jednego z najbardziej dotkniętych skutkami gospodarczymi COVID-19).
- W branży IT efekt pandemii przyjdzie z pewnym opóźnieniem. Spółki obecnie sygnalizują, że spowolnienie nastąpi (profit warning zostały wysłane przez Comarch i Atende). Pierwsi klienci zgłaszają problemy z płatnościami. Spodziewamy się, że segment nowych wdrożeń systemów IT w 2020 r. będzie pod presją. Przedstawiciele branży IT cechują się mocnymi bilansami i dość wysokimi generowanymi przepływami gotówki. Ze spółek IT preferujemy te, które mogą wypłacić wysokie dywidendy, a ich biznes jest mniej wrażliwy na sektor MSP. W tym kontekście preferujemy **Asseco SEE** vs. **Asseco BS**. Wysoka dywidenda w **Asseco Poland** może cieszyć się uznaniem inwestorów. W przypadku **Comarch** wskazujemy na dość dużą wrażliwość na sektor MSP, ale z drugiej strony także na defensywną telekomunikację.
- Deweloperzy gier bez negatywnego wpływu pandemii COVID-19: ograniczanie przemieszczania się i zalecenie pozostania w domu w związku z COVID-19 może pozytywnie przełożyć się na sprzedaż gier. Studia deweloperskie przestawiły się na pracę zdalną i kontynuują realizację rozpoczętych projektów. Z segmentu gier wideo preferowalibyśmy TEN (kontynuacja dynamicznych wzrostów sprzedaży), PLW (kolejne premiery w 2020 roku), CDR (premiera Cyberpunk 2077),11B (potencjalnie 2-3 premiery z segmentu wydawniczego w 2020 roku).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Play (kupuj), Orange Polska (kupuj), Cyfrowy Polsat (trzymaj)

Przemysł

- 1 kwietnia wydaliśmy **zaktualizowaną publikację *Spółki przemysłowe***, w której dokonaliśmy aktualizacji prognoz dla dużej części analizowanych przez nas spółek (link do publikacji). W naszym scenariuszu bazowym założyliśmy, że w efekcie pandemii COVID'19 eksporterzy do połowy maja odczuwać będą zmniejszony popyt na produkty. Najbardziej spadek sprzedaży odczują poddostawcy automotive (**Alumetal, Boryszew, Mangata, Sanok**), producenci dóbr trwałych (**Amica, Forte, Stelmet**) oraz spółki surowcowe (**Cognor**). Mniej na spadki sprzedaży naszym zdaniem narażone są **Apator**, **Grupa Kęty** i **TIM**. Odporni na epidemię wydają się być producenci żywności (Astarta, Kernel, Kruszwica), którzy dodatkowo mogą skorzystać w sytuacji wzrostów cen.
- Gwałtowna zapaść sprzedaży to potencjalnie duże problemy dla **Boryszew** i **Forte** (naszym zdaniem obie spółki w 2Q'20 naruszą umowy bankowe przekraczając określone w nich kowenanty). Relatywnie wyższe zadłużenie będzie się utrzymywać w Astarta, Cognor, Kernel, PKP Cargo i Pozbud, ale według naszych prognoz kowenanty w zakresie długu finansowego nie powinny zostać naruszone. Preferujemy spółki z silnymi bilansami jak **Kruszwica** i **Famur**.
- W wyżej wymienionej publikacji **obniżyliśmy nasze prognozy** dla: **AC** (uważamy, że lockdown oraz spadek cen benzyny/diesla przełożą się na znaczący spadek sentymentu do LPG, przez co sprzedaż spółki w 2Q'20 i 3Q'20 spadnie dwucyfrowo; pomimo oczekiwanego przez nas dobrego 1Q'20 oraz wsparcia osłabiającej się złotówki, obniżyliśmy prognozę EBITDA'20 o 19% do 49,5 mln PLN; oczekujemy, że wskaźnik DN/EBITDA'20 wyniesie jedynie 0,5x, a spółka wypłaci 2,80 PLN dywidendy na akcję), **Alumetal** (obniżyliśmy prognozę wolumenu sprzedaży na 2020 rok o 21% do 157 tys. ton, oczekujemy wyłączenia produkcji praktycznie wszystkich zakładów na 1,5 miesiąca w 2Q'20 przez co obniżyliśmy prognozę EBITDA'20 do 73 mln PLN, czyli o 30%; zakładamy, że wskaźnik DN/EBITDA'20 wyniesie 1,1x, ale spółka wypłaci jedynie 2,06 PLN dywidendy na akcję), **Amica** (zakładamy, że przerwa produkcyjna potrwa co najmniej do połowy maja, przez co obniżyliśmy prognozę sprzedaży na 2020 rok do 2,6 mld PLN czyli o 18%, a EBITDA'20 do 150 mln PLN o 34%; oczekujemy, że wskaźnik DN/EBITDA'20 wzrośnie do 1,6x, a spółka zrezygnuje z wypłaty dywidendy w 2020 roku), **Apator** (naszym zdaniem Apator jest relatywnie mniej narażony na spadek konsumpcji, ale konieczność wprowadzenia zmian w organizacji pracy oraz opóźnienia w odbiorach przez klientów mogą przełożyć się na spadek obrotów, które obniżyliśmy o 7% do 842 mln PLN; EBITDA'20 obniżyliśmy o 7% do 123 mln PLN; oczekujemy, że wskaźnik DN/EBITDA'20 wzrośnie do 1,5x, a spółka zrezygnuje z wypłaty zaliczki dywidendy z zysku na 2020 rok), **Boryszew** (oczekujemy zamknięcia produkcji w segmencie automotive do połowy maja oraz słabszych wolumenów sprzedaży w Impexmetal oraz Alchemia; obniżyliśmy przychody na 2020 rok o 11%, a EBITDA o 23%; naszym zdaniem spółka w nadchodzących kwartałach naruszy umowy kredytowe, a sprzedaż Huty Aluminium Konin nie dojdzie do skutku; wskaźnik DN/EBITDA'20 wzrośnie do 5,0x), **Forte** (zrewidowaliśmy w dół nasze prognozy sprzedaży o 7% o dłuższy przestój zakładów – aktualnie zakładamy go do połowy maja vs. wcześniej do końca kwietnia; obniżyliśmy prognozę EBITDA o 6% do 121 mln PLN i oczekujemy, że Grupa nie spełni kowenantów bankowych ani w 1H'20, ani na koniec 2020 roku), **Mangata** (obniżyliśmy prognozę przychodów na 2020 rok o 16% do 610 mln PLN z uwagi na oczekiwane spadki sprzedaży segmentów automotive, armatury i elementów złącznych; obniżyliśmy prognozę EBITDA o 28% do 69 mln PLN; zakładamy, że Mangata nie wypłaci dywidendy z zysku za 2019 rok, a wskaźnik DN/EBITDA'20 wzrośnie do 1,7x), **Pozbud** (zakładamy słabszą sprzedaż stolarki otworowej w 2020 roku oraz wolniejsze tempo prac nad kontraktem dla PKP; obniżyliśmy prognozę sprzedaży o 15% na 2020 rok i EBITDA o 28% do 16 mln PLN; oczekujemy, że spółka nie zdecyduje się w inwestycje mieszkaniową Strzeszyn II, a wskaźnik DN/EBITDA'20 wzrośnie do 2,9x), **TIM** (jako że 70% sprzedaży realizowanej jest online to uważamy, że spółka może relatywnie skorzystać na obecnej sytuacji i zwiększyć swój udział w rynku: w 1Q'20 oczekujemy dwucyfrowego wzrostu sprzedaży, a w pozostałych kwartałach nieznacznych ujemnych dynamik; obniżyliśmy prognozę wyniku EBITDA'20 jedynie o 6%) i **Stelmet** (obniżyliśmy prognozę wolumenu sprzedaży w 2020 r. o 19% do 501 mln PLN, a EBITDA o 42% do 42 mln PLN; oczekujemy, że wskaźnik DN/EBITDA'20 wzrośnie do 2,1x; osłabienie PLN do EUR i GBP będzie zdecydowanie wspierać wyniki w 2021 roku, co przekłada się na oczekiwany wzrost EBITDA do 88 mln PLN; podwyższyliśmy naszą cenę docelową z 8,92 PLN do 9,04 PLN, a rekomendacje z akumuluj do kupuj).

- **Prognozy podwyższyliśmy** jedynie dla **Astarta** (podwyższyliśmy prognozę EBITDA na 2020 rok o 12% do 3,2 mld UAH z uwagi na korzystny wpływ osłabienia UAH do EUR i USD oraz podwyższyliśmy prognozę długu netto o 10% z uwagi na przeszacowanie portfela kredytów walutowych do 6,5 mld UAH).
- W publikacji wskazaliśmy również, że w związku z pogarszającą się sytuacją rynkową i perspektywami, aktualizacji mogą wymagać także prognozy dla **Cognor** (słabsze wolumeny sprzedaży przez spowolnienie w budownictwie i głęboki spadek produkcji Automotive), **Grupy Kęty** (gorsze perspektywy w segmencie wyrobów wyciskanych oraz opóźnienia w realizacji inwestycji budowlanych) i **PKP Cargo** (brak odbicia pracy przewozowej, zapowiedzi CAPEXu na poziomie maksymalnie kwartalnej EBITDA). Nowe prognozy będą publikowane w oddzielnych raportach.
- Ryzykiem dla spółek przemysłowych jest scenariusz wolnego wychodzenia z recesji po opanowaniu epidemii COVID-19. Wówczas powrót do wolumenów sprzed epidemii będzie trwał dłużej i konieczna będzie głębsza rewizja prognoz w dół na 2021 rok i 2H'20.
- Intuicyjnie osłabienie PLN do EUR powinno pozytywnie przekładać się na rentowność u eksporterów. Niestety naszym zdaniem obecnie sytuacja wygląda inaczej. Eksporterzy mają otwarte zabezpieczenia sprzedaży Euro po ustalonym kursie, ale ze względu na ograniczenie sprzedaży na rynkach europejskich będą mieć problemy z dostarczeniem waluty przy zapadaniu kontraktów terminowych. W efekcie niektóre spółki będą zmuszone do dostarczenia waluty (EUR), której wartość przewyższa zabezpieczony w kontraktach terminowych poziom, a to implikować będzie straty na działalności finansowej. Naszym zdaniem może być to potencjalnie wyzwanie dla Forte, a w mniejszym stopniu dla Mangata i Alumetal. Osłabienie PLN do EUR przekłada się również na wzrost nominalnego zadłużenia, jako że spółki posiadają zaciągnięty dług w EUR. Problem ten najbardziej w naszej analizie dotyka Forte, a następnie Stelmet i Mangata.
- Osłabienie UAH do USD i EUR sprzyja rentowności na produkcji rolnej dla Kernela i Astarty. Dodatkowo spółkom sprzyjają niższe ceny ropy naftowej, jako że około 10% kosztów produkcji zbóż to paliwa. Niższe ceny gazu dają szanse na niższe ceny nawozów oraz w przypadku produkcji cukru niższy koszt wytworzenia (gaz to nawet 20% koszt produkcji cukru).
- Naszymi **top pickami** pozostają: **Astarta** (realizuje się scenariusz wzrostu cen cukru na Ukrainie, spółka może skorzystać na wzrostach cen produktów rolnych, jako że kraje zabezpieczają swoje rezerwy żywnościowe na wypadek dłuższej pandemii; liczymy na znaczne oddłużenie Spółki w 2020 roku mimo osłabienia UAH do USD i EUR), **Famur** (spółka posiada bardzo silny bilans i jest przygotowana na spowolnienie inwestycji w branży górniczej; nadwyżki gotówkowe mogą być wykorzystane na skup akcji bądź dywidendę), **Kruszwica** (brak istotnego wpływu epidemii COVID'19 na działalność, spółka skorzysta na potencjalnie dobrych zbiorach rzepaku w 2020 roku z wagi na łagodną zimę; duże nadwyżki gotówki netto na bilansie), **Stelmet** (spółka wyraźnie oddłużyła się i jest przygotowana na spowolnienie sprzedaży; w 2H'20 i 2021 roku mocno sprzyjać będzie osłabienie PLN do EUR i GBP) i **TIM** (spółka z dużym udziałem sprzedaży realizowanej w kanale online może skorzystać na ograniczeniach w handlu tradycyjnym – zwiększenie udziałów rynkowych powinno zmniejszać spadki obrotów, jednakże naszym zdaniem spółka i tak odczuje spowolnienie w branży budowlanej; dodatkowo segment logistyczny powinien w 2020 r. w większym stopniu partycypować w kreacji wyniku finansowego – między innymi dzięki realizacji relatywnie dużych wolumenów dla IKEA).
- **Unikalibyśmy Forte** i **Boryszew** z uwagi na ryzyko naruszenia umów kredytowych i konieczności podwyższenia kapitałów.

Wydobycie

- Spółki wydobywcze naszym zdaniem mogą w najbliższych tygodniach najbardziej odczuć spowolnienie gospodarcze wywołane przez epidemię COVID-19.
- W przypadku **KGHM** dynamicznie rosnące zapasy miedzi (praktycznie 2x wyższe niż w połowie stycznia) przy wygaszaniu aktywności gospodarczej w Europie i USA (oba regiony odpowiadają za około 20% światowej konsumpcji) naszym zdaniem prowadzić będą do utrzymania niskich cen miedzi przynajmniej do końca 2Q'20. Aktualnie gotówkowy koszt produkcji miedzi dla mediany wydobycia wynosi około 3000 USD/t, ale z uwagi na spadające ceny ropy naftowej dominująca na świecie odkrywkowa produkcji miedzi odnotuje naszym zdaniem nawet około 10% spadek kosztów wydobycia. Grupa KGHM, gdzie produkcja zależy w dużym stopniu od cen energii elektrycznej jest relatywnie drogim producentem z kosztem produkcji C1 na poziomie około 3750 USD/t (bazując na danych za 2019 rok). Ryzykiem dla wyników jest również obserwowana korekta cen srebra – warto zwrócić uwagę, że za 40% zużycia metalu jest odpowiedzialna spowalniająca branża przemysłowa.
- W przypadku **JSW** wygaszenie produkcji przez europejskich producentów samochodów (VW, PSA, Daimler, BMW) negatywnie przekłada się na popyt na stal (transport zużywa około 25% światowej produkcji stali). Dodatkowo oczekiwana zwiększona absencja pracowników budowalnych będzie się przekładać na opóźnienia realizacji inwestycji (40% światowej produkcji stali). W efekcie europejscy producenci stali podejmują radykalne kroki redukcji obłożenia mocy produkcyjnych (Arcelor, Salzgitter, ThyssenKrupp) oraz opóźniają ponowne włączenie wyłączonych hut (przykład wielkiego pieca w Krakowie). Oczekujemy, że trudna sytuacja na europejskim rynku stali utrzyma się co najmniej do końca 1H'20, a pod presją znajdą się zarówno ceny koksu i wolumeny sprzedaży. Naszym zdaniem JSW w 2020 roku będzie zmuszone do ograniczenia wolumenu produkcji węgla ogółem do 14,2 mln ton (-4% r/r) oraz sprzedawania węgla koksowego z około 5% dyskontem do rynku (w całym roku zakładamy 150 USD/t). Ograniczenie popytu ze strony hut oraz spadek popytu na węgiel od elektrowni będzie naszym zdaniem powodować, że zapasy węgla na koniec roku w Grupie wzrosną do 2,5 mln ton (praktycznie cała pojemność składowisk). W rezultacie oczekujmy, że przy EBITDA JSW na poziomie 600 mln PLN przepływ gotówki z działalności operacyjnej spadnie do jedynie 100 mln PLN, a wartość wolnych przepływów (FCF) spadnie do -1,6 mld PLN. W takim scenariuszu Grupa 2020 rok skończy z zadłużeniem netto na poziomie 390 mln PLN.
- **Kluczowe rekomendacje:** JSW (sprzedaj), KGHM (redukuj)

Handel

- **Działalność spółek z sektora handlowego została istotnie zaburzona przez COVID-19** oraz restrykcje w handlu i przemieszczaniu wprowadzone w związku z pandemią. U wielu podmiotów sprzedaż w sieci stacjonarnej spadła do zera, a jedynym kanałem generującym bieżące wpływy gotówki jest kanał internetowy. Brak sprzedaży w kanale stacjonarnym oraz wysoki poziom zapasów powinny przełożyć się na zwiększoną aktywność promocyjną podmiotów w kolejnych tygodniach. Mając na uwadze poprawę płynności w tym trudnym okresie, spółki handlowe rewidują plany ekspansji sieci, obniżają nakłady inwestycyjne oraz optymalizują kapitał obrotowy. Oprócz planowanych oszczędności kosztowych wsparciem dla wyników spółek powinna być tarcza antykryzysowa.
- **W naszym scenariuszu bazowym oczekujemy utrzymania ograniczenia otwarć sklepów przynajmniej do połowy maja.** Jest to bardziej konserwatywne założenie niż oczekiwania spółek z sektora: LPP (zamknięcie sklepów przynajmniej do końca kwietnia), VRG (otwarcie sklepów w maju), CCC (otwarcie sklepów w połowie kwietnia). Naszym zdaniem odwiedzalność sklepów po ich otwarciu będzie istotnie niższa r/r, a jej odbudowa będzie postępowała stopniowo w kolejnych kwartałach (zakładamy spadek odwiedzalności r/r w każdym kwartale w okresie 2Q-4Q'20).
- **Popyt kanale online powinien być niższy w kolejnych tygodniach.** Zarząd Zalando odwołał prognozy finansowe na 2020 rok i wskazał, że dynamika sprzedaży i EBIT będą niższe niż oczekiwania analityków w 1Q'20. Spółka wskazuje, że pozostanie większości klientów w domach oraz ryzyko pogorszenia sytuacji finansowej wpływa na zmianę zachowania klientów w ostatnim okresie. Oczekujemy, że spowolnienie w dynamice sprzedaży e-commerce r/r pojawi się również w sklepach internetowych polskich spółek (głównie w okresie obowiązywania restrykcji). Po otwarciu sklepów oczekujemy stopniowej odbudowy dynamiki w e-commerce r/r.
- **Spółki odzieżowe i obuwnicze:** w obecnej sytuacji preferujemy spółki o mocnym bilansie (LPP, VRG), dla których ryzyko związane z utratą płynności finansowej jest mocno ograniczone. Niemniej, zwracamy uwagę na ryzyko związane z potencjalnym wydłużeniem restrykcji dotyczących otwarć sklepów. W 2020 roku oczekujemy spadku sprzedaży oraz spadku marży brutto na sprzedaży. Efekt dźwigni operacyjnej istotnie wpłynie na rezultaty spółek z sektora w 2020 roku. Oczekiwana recesja i pogorszenie sytuacji konsumentów powinny wydłużyć w czasie odbudowywanie rentowności spółek w kolejnych kwartałach.
- **Spółki handlu spożywczego:** kursy spółek z sektora spadły w mniejszym stopniu niż cały rynek. Zwiększony popyt konsumpcyjny powinien pozytywnie wpływać na lfl osiągane przez spółki z sektora (bardzo mocne odczyty opublikował Kantar dla rynku brytyjskiego za 12 tygodni: Aldi +11%, LIDL +17,6%, ASDA +4,9%). W obecnej sytuacji preferujemy JMT i EUR. Wysoka wycena DNP daje naszym zdaniem ograniczony potencjał do wzrostu kursu spółki.
- **AmRest** odwołał guidance na 2020 rok oraz ocenił, że pandemia COVID-19 będzie miała istotny wpływ na wyniki spółki w 2020 roku. Obecnie w spółce otwartych jest 44% ogólnej liczby restauracji, które głównie działają w trybie dostaw. AmRest zakończył rok ze wskaźnikiem dług netto/EBITDA na poziomie 2,5x. Jednocześnie zwracamy uwagę, że na koniec 2019 roku zobowiązania do dostawców spółki (270 mln EUR) istotnie przewyższały zapasy (30 mln EUR) i należności (105 mln EUR; widzimy ryzyko braku spłaty części należności przez franczyzobiorców). Uwzględniając powyższe uważamy, że istnieje ryzyko związane z płynnością finansową w spółce.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** LPP (kupuj), VRG (kupuj)

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

vs. konsensus	1Q'	2Q'	3Q'	4Q'	1Q'	2Q'	3Q'	4Q'	1Q'	2Q'	3Q'	4Q'	+/=
in minus	11	9	17	15	9	11	14	23	10	14	16	16	165
brak zaskoczeń	25	25	28	22	35	19	23	22	28	25	27	14	293
in plus	19	23	14	23	18	32	25	19	26	26	24	25	274
suma	**55**	**57**	**59**	**60**	**62**	**62**	**62**	**64**	**64**	**65**	**67**	**55**	**732**
in minus	20%	16%	29%	25%	15%	18%	23%	36%	16%	22%	24%	29%	23%
in plus	35%	40%	24%	38%	29%	52%	40%	30%	41%	40%	36%	45%	37%

vs. r/r	1Q'	2Q'	3Q'	4Q'	1Q'	2Q'	3Q'	4Q'	1Q'	2Q'	3Q'	4Q'	+/=
in minus	24	23	20	25	27	19	19	23	23	28	23	20	274
brak zaskoczeń	4	8	12	2	9	11	10	7	9	11	7	7	97
in plus	37	35	35	40	31	37	38	37	35	28	37	28	418
suma	**65**	**66**	**67**	**67**	**67**	**67**	**67**	**67**	**67**	**67**	**67**	**55**	**789**
in minus	37%	35%	30%	37%	40%	28%	28%	34%	34%	42%	34%	36%	35%
in plus	57%	53%	52%	60%	46%	55%	57%	55%	52%	42%	55%	51%	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

mBank Biuro maklerskie

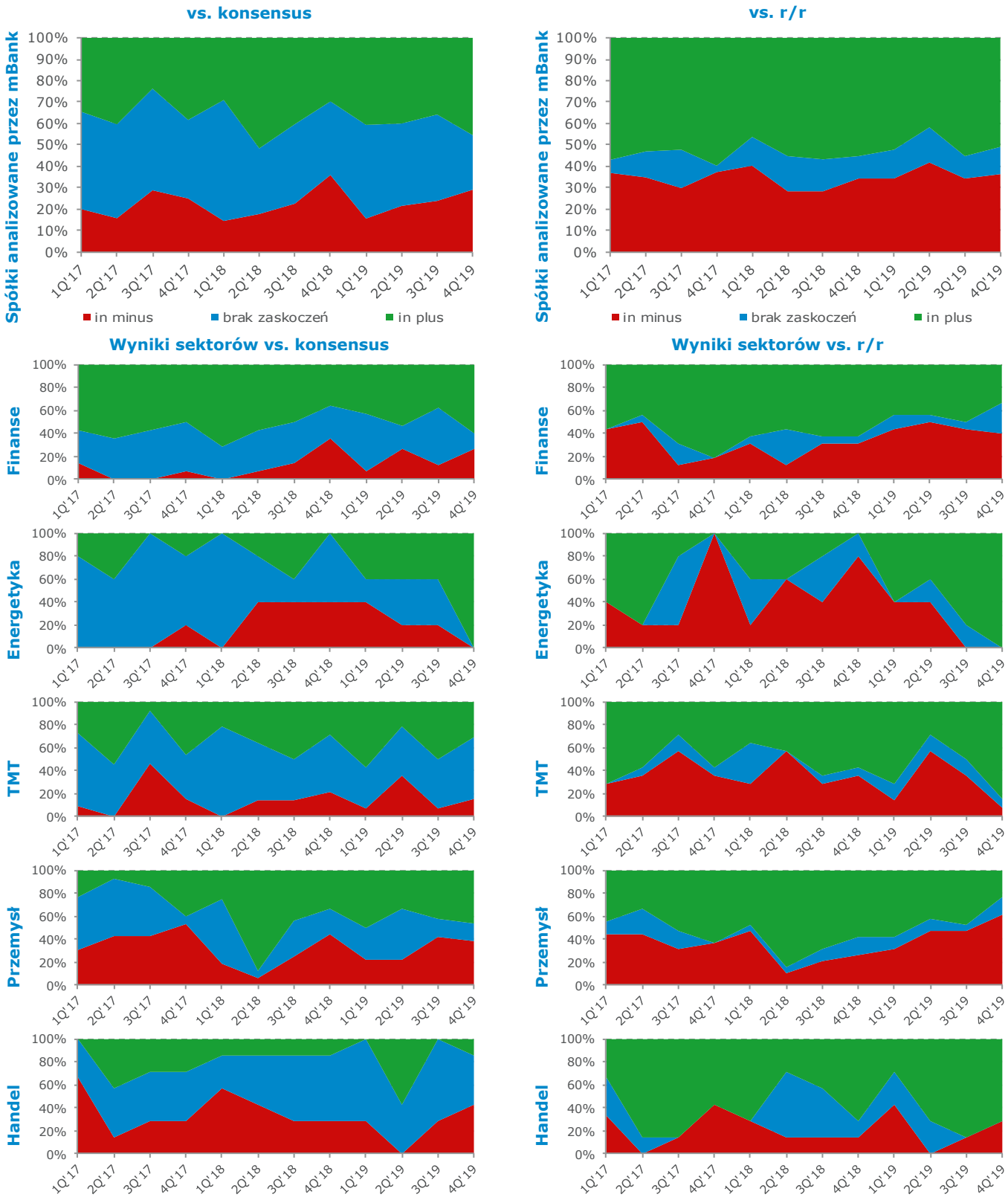
Zaskoczenia na wynikach spółek w poszczególnych kwartałach (vs. konsensus oraz vs. r/r)

vs. konsensus	2017 1Q	2Q	3Q	4Q	2018 1Q	2Q	3Q	4Q	2019 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	+	+	=	-	+	+	+	-	+	-	+	-	67%
Skarbiec	=	+	+	+	+	=	+	-	+	+	=	+	92%
GPW	=	=	+	=	+	=	-	-	=	=	+		82%
Chemia													
Ciech	=	=	=	+	=	+	=	-	=	=	=	+	92%
Grupa Azoty	+	-	=	-	=	-	-	+	+	=	+		64%
Paliwa													
Lotos	+	+	+	=	-	+	=	-	=	=	-	-	67%
MOL	+	+	-	=	=	=	+	+	=	+	=	+	92%
PGNiG	+	-	-	=	-	+	-	-	=	+	-	+	50%
PKN Orlen	=	=	-	=	=	-	=	+	=	+	=	-	75%
Energetyka													
CEZ	=	=	=	+	=	-	+	=	=	+	-	+	83%
Enea	=	+	=	=	=	-	=	=	+	+	+		91%
Energa	=	=	=	-	=	=	-	-	-	-	=		55%
PGE	=	=	=	=	=	=	-	-	-	=	=	+	75%
Tauron	+	+	=	=	=	+	+	=	+	=	+		100%
TMT													
Netia	=	=	+	+	=	=	=	=	=	+	=	=	100%
Orange PL	=	+	=	=	=	+	+	+	=	=	=	+	100%
Play	bd	bd	=	=	=	+	=	=	+	+	+	=	100%
Agora	=	+	=	+	=	+	+	=	+	-	+	=	92%
Cyfrowy	+	=	=	=	+	=	=	=	=	=	=	=	100%
Wirtualna	+	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	100%
Ailleron	bd	bd	-	+	=	=	-	-	+	-	=	-	50%
Asseco BS	=	=	=	+	=	=	+	+	=	=	+	+	100%
Asseco PL	=	=	-	-	+	+	+	=	+	=	+	=	83%
Asseco SEE	=	+	-	=	=	=	+	=	+	=	+	+	92%
Atende	bd	bd	bd	+	=	-	+	-	+	-	=	=	67%
Comarch	-	+	-	-	+	+	+	+	+	-	+	-	58%
11 bit studios	=	+	-	bd	=	-	=	+	-	-	-	+	55%
CD Projekt	+	+	-	+	=	=	-	-	+	+	+		73%
Przemysł													
AC	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	=	=	-	+	+	80%
Alumetal	-	=	+	=	=	+	=	-	-	=	=	=	75%
Amica	=	=	-	+	-	+	+	+	=	=	+	=	83%
Apator	=	-	=	-	=	+	=	+	=	=	+	-	75%
Astarta	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	-		0%
Boryszew	+	-	+	-	-	=	-	-	-	=	-		36%
Cognor	bd	bd	bd	bd	+	+	=	-	-	+	-	-	50%
Famur	bd	-	=	+	+	+	+	+	+	+	-	-	73%
Forte	=	=	-	-	=	+	-	-	+	-	+		55%
Grupa Kęty	=	=	=	-	=	+	=	=	=	=	=	+	92%
JSW	+	+	-	-	=	+	=	-	+	+	+	+	75%
Kernel	-	-	-	+	=	-	+	+	-	=	+	+	58%
KGHM	+	=	=	+	=	+	-	-	+	=	+	-	75%
Kruszwica	-	-	=	-	+	+	+	+	+	+	-		64%
Mangata	=	-	-	-	+	+	+	-	+	=	=	+	67%
PKP Cargo	=	=	=	-	=	+	+	-	=	-	-	-	58%
Pozbud	bd	bd	bd	+	=	+	-	=	+	-	-		63%
Stelmet	-	=	-	+	-	+	+	=	+	+	+	+	75%
TIM	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	+	+	+	-		75%
Handel													
AmRest	-	+	+	+	-	-	=	+	-	+	=	-	58%
CCC	-	+	-	-	-	-	-	-	-	+	-	-	17%
Dino	bd	+	=	+	+	=	=	=	=	+	=	=	100%
Eurocash	-	=	-	-	=	=	-	-	=	=	=	+	58%
Jeronimo	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	100%
LPP	=	=	+	=	-	+	+	=	=	+	-	-	75%
VRG	-	-	=	=	-	-	=	=	=	=	=	=	67%

vs. r/r	2017 1Q	2Q	3Q	4Q	2018 1Q	2Q	3Q	4Q	2019 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	+	+	+	+	+	=	+	-	-	=	-	+	75%
OTP Bank	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
PZU	+	+	+	+	-	+	+	=	+	-	-	+	75%
Kruk	+	+	=	-	-	=	+	+	+	-	-	-	58%
Skarbiec	+	+	-	+	-	-	-	-	+	+	-	+	50%
GPW	+	+	+	+	-	+	-	-	-	-	+		55%
Chemia													
Ciech	+	-	-	+	-	=	-	-	-	=	+	+	50%
Grupa Azoty	-	+	+	+	-	-	-	-	+	+	+		55%
Paliwa													
Lotos	+	+	+	-	-	+	=	+	+	=	=	-	75%
MOL	+	+	-	+	-	-	+	+	-	=	=	-	58%
PGNiG	+	=	=	=	-	+	+	-	-	-	-	+	58%
PKN Orlen	+	+	+	-	-	-	-	+	=	+	+	-	58%
Energetyka													
CEZ	-	-	-	-	-	-	+	=	+	+	=	+	50%
Enea	+	+	=	-	=	-	=	-	+	+	+		73%
Energa	-	+	+	-	+	+	-	-	-	=	+		55%
PGE	+	+	=	-	+	+	=	-	-	-	+	+	67%
Tauron	+	+	=	-	=	-	-	-	+	-	+		55%
TMT													
Netia	-	-	-	-	=	-	-	-	-	-	-	+	17%
Orange PL	-	=	-	+	=	-	+	+	=	=	+	+	75%
Play	+	+	+	=	-	-	-	-	+	+	=	+	67%
Agora	+	+	=	+	-	-	+	+	+	-	+	+	75%
Cyfrowy	+	+	-	-	=	-	=	=	=	=	=	=	75%
Wirtualna	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
Ailleron	+	+	-	+	=	+	-	-	+	-	-	+	58%
Asseco BS	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	+	+	92%
Asseco PL	-	-	-	-	+	+	+	+	+	-	+	-	50%
Asseco SEE	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
Atende	+	-	-	+	-	-	+	-	+	-	-	+	42%
Comarch	-	-	-	-	=	+	+	+	+	-	+	+	58%
11 bit studios	+	-	=	+	+	-	+	+	+	-	-	+	67%
CD Projekt	+	+	-	-	-	-	-	-	-	+	-		27%
Przemysł													
AC	-	+	-	-	+	+	+	+	+	-	+	-	58%
Alumetal	-	-	-	+	+	+	+	-	-	-	-	=	42%
Amica	-	=	-	-	-	+	+	+	=	+	+	+	67%
Apator	+	-	+	-	-	+	=	+	+	-	-	-	50%
Astarta			+	+	-	-	-	-	-	+	-		33%
Boryszew	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	+		45%
Cognor	+	=	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	58%
Famur	+	=	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	83%
Forte	-	-	-	-	=	+	-	+	+	-	+		36%
Grupa Kęty	+	+	+	+	+	+	+	+	=	+	+	+	100%
JSW	+	+	+	+	-	=	=	-	-	=	-	-	58%
Kernel	-	-	-	-	-	+	+	+	-	+	=	-	42%
KGHM	+	+	+	-	-	+	-	=	+	-	+	-	58%
Kruszwica	=	=	=	+	+	+	+	+	+	+	-		91%
Mangata	=	-	=	+	+	+	+	=	+	=	-	=	83%
PKP Cargo	+	+	+	-	+	+	+	+	+	-	-	-	67%
Pozbud	-	-	=	+	-	+	+	+	+	+	+		73%
Stelmet	-	-	+	+	=	+	+	=	+	-	+	+	75%
TIM	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+		73%
Handel													
AmRest	=	+	+	-	+	=	+	+	+	+	+	-	83%
CCC	+	+	+	-	-	-	-	-	-	+	-	-	33%
Dino	bd	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
Eurocash	-	=	-	-	+	=	=	+	-	=	+	+	67%
Jeronimo	=	+	+	+	+	=	=	=	=	+	+	+	100%
LPP	+	+	+	+	-	+	+	+	=	=	+	+	92%
VRG	-	+	+	+	+	=	=	+	-	+	+	+	83%

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

Zaskoczenia na wynikach wszystkich spółek analizowanych przez mBank oraz wybranych sektorów



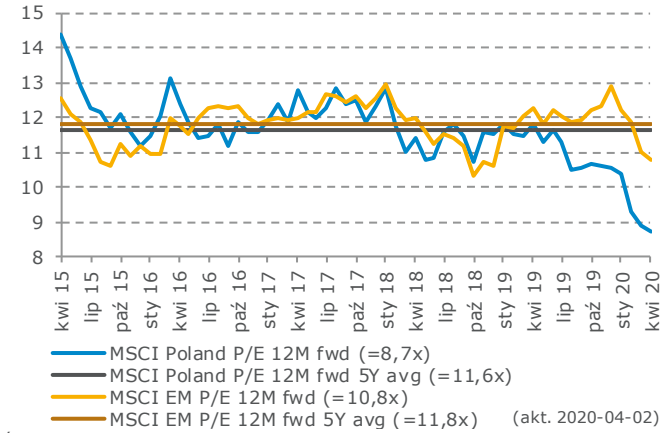
Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank

Zmiana prognozowanego zysku netto na 2020 rok dla spółek wchodzących w skład indeksu WIG30

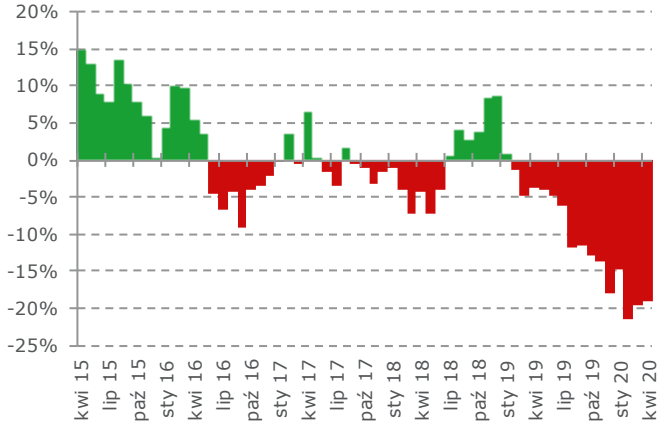
mar 19=0	WIG30		Finanse		Paliwa		Energetyka		Handel		TMT		Chemia		Surowce	
	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank
kwi 19	+1%	+2%	+0%	+0%	-7%	+0%	+17%	+13%	-1%	+0%	+6%	+2%	-32%	+84%	+1%	+0%
maj 19	+1%	-2%	-1%	-2%	-6%	-2%	+19%	+0%	-5%	-4%	+4%	+5%	-2%	+76%	-1%	-14%
cze 19	+1%	-3%	-1%	-1%	-5%	-2%	+18%	-5%	-10%	-17%	+4%	+6%	-3%	+53%	-2%	-20%
lip 19	+0%	-3%	-3%	-3%	-6%	+3%	+15%	-5%	-9%	-17%	+10%	+8%	+12%	+53%	-5%	-20%
sie 19	-1%	-4%	-3%	-3%	-6%	+3%	+18%	-5%	-13%	-15%	+16%	+18%	+9%	+12%	-15%	-47%
wrz 19	-1%	-6%	-3%	-6%	-4%	+3%	+7%	-5%	-13%	-15%	+16%	+17%	+3%	-34%	-16%	-47%
paź 19	-3%	-10%	-5%	-9%	-2%	-3%	+5%	-20%	-16%	-17%	+16%	+17%	-19%	-19%	-25%	-35%
lis 19	-5%	-12%	-5%	-13%	-8%	+1%	+1%	-21%	-17%	-17%	+12%	+14%	-39%	-16%	-27%	-44%
gru 19	-7%	-12%	-3%	-13%	-10%	+1%	-10%	-21%	-23%	-17%	+15%	+14%	-15%	-16%	-31%	-44%
sty 20	-10%	-17%	-6%	-14%	-20%	-30%	-9%	-21%	-27%	-19%	+14%	+14%	-18%	+53%	-28%	-37%
lut 20	-12%	-18%	-7%	-14%	-23%	-30%	-13%	-21%	-28%	-21%	+14%	+14%	-13%	+87%	-31%	-50%
mar 20	-16%	-45%	-11%	-42%	-29%	-74%	-13%	-21%	-42%	-63%	+13%	+4%	-10%	+87%	-44%	-95%

Źródło: Bloomberg, mBank; dane dla prognoz mBanku nie uwzględniają wyniku mBanku; nie wszystkie prognozy dla spółek wchodzących w skład indeksu WIG30 zostały zaktualizowane o zmianę otoczenia rynkowego i perspektyw – informacja, dla których spółek już dokonaliśmy zmian znajduje się na pierwszej stronie niniejszego dokumentu; 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

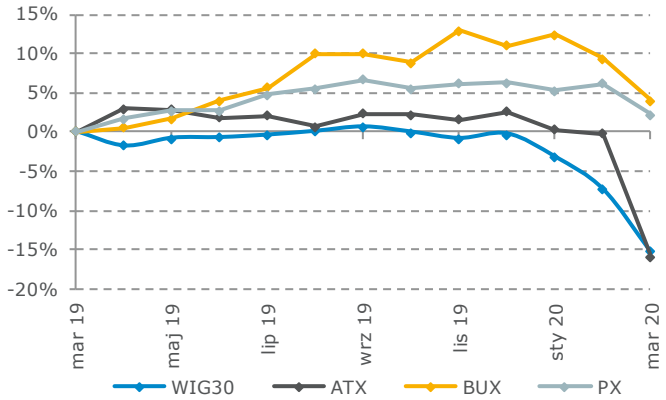


Źródło: Bloomberg, mBank



Źródło: Bloomberg, mBank

Zmiana prognozowanego EPS 12M fwd



Źródło: Bloomberg, mBank

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						**+69,9%**	**6,9**	**8,1**		
Alior Bank	kupuj	2020-03-30	13,00	24,72	12,37	+99,8%	6,3	74,3		
Handlowy	trzymaj	2020-03-30	44,00	45,66	41,80	+9,2%	11,2	14,0		
ING BSK	sprzedaj	2020-03-30	153,80	126,36	146,00	-13,5%	11,5	18,6		
Millennium	kupuj	2020-03-30	3,30	4,06	3,25	+24,9%	7,0	19,7		
Pekao	kupuj	2020-03-30	55,32	83,51	54,02	+54,6%	6,5	8,0		
PKO BP	kupuj	2020-03-30	22,75	26,90	22,20	+21,2%	6,9	11,7		
Santander Bank Polska	kupuj	2020-03-30	173,90	229,52	165,50	+38,7%	7,9	12,2		
Komercni Banka	kupuj	2019-12-05	792,00	928,20 CZK	478,00	+94,2%	6,0	6,3		
Moneta Money Bank	kupuj	2019-08-28	75,95	94,33 CZK	50,80	+85,7%	6,8	6,3		
Erste Group	kupuj	2020-03-04	29,44	36,61 EUR	15,90	+130,3%	4,4	4,2		
RBI	akumuluj	2019-12-05	21,24	23,05 EUR	12,97	+77,7%	3,7	3,5		
OTP Bank	trzymaj	2019-12-05	14 870	14 681 HUF	8 840	+66,1%	6,1	5,6		
PZU	kupuj	2020-03-04	36,31	41,91	31,18	+34,4%	8,5	8,1		
Kruk	kupuj	2019-12-05	150,90	210,31	64,00	+228,6%	3,6	3,6		
Skarbiec Holding	kupuj	2020-03-04	18,80	21,20	14,50	+46,2%	7,6	5,6		
GPW	kupuj	2020-01-16	40,85	47,82	33,80	+41,5%	11,1	12,7		
Chemia						**+59,5%**	**8,1**	**7,0**	**4,7**	**4,8**
Ciech	kupuj	2020-02-13	39,40	47,46	27,70	+71,3%	11,2	6,4	5,6	4,8
Grupa Azoty	kupuj	2020-03-04	22,24	30,55	20,40	+49,8%	5,1	7,5	3,8	4,8
Paliwa						**+6,7%**	**7,3**	**16,6**	**3,8**	**6,4**
Lotos	trzymaj	2020-03-04	61,06	67,19	51,52	+30,4%	8,1	6,6	4,3	3,7
MOL	trzymaj	2020-03-31	1 849	1 927 HUF	1 889	+2,0%	6,4	-	3,3	8,3
PGNiG	trzymaj	2020-03-23	3,14	3,24	3,33	-2,6%	14,0	26,6	4,2	5,4
PKN Orlen	akumuluj	2020-03-23	52,58	58,61	55,58	+5,5%	5,5	-	3,4	7,5
Energetyka						**+48,2%**	**2,6**	**3,3**	**3,6**	**3,5**
CEZ	kupuj	2020-02-20	503,00	592,91 CZK	400,00	+48,2%	13,4	10,3	6,5	5,8
Enea	zawieszona	2020-02-27	6,00	-	4,81	-	2,0	2,0	2,7	2,7
Energa	zawieszona	2020-02-27	7,36	-	6,95	-	5,4	5,2	3,6	4,2
PGE	zawieszona	2020-02-27	5,15	-	3,85	-	2,6	3,3	2,3	2,7
Tauron	zawieszona	2020-02-27	1,22	-	1,09	-	2,1	1,8	3,9	3,5
Telekomunikacja, media, IT						**+9,7%**	**23,7**	**14,7**	**5,8**	**5,8**
Netia	trzymaj	2019-12-05	4,44	4,70	3,95	+19,0%	28,0	28,2	4,1	4,2
Orange Polska	kupuj	2020-03-27	5,88	6,90	5,80	+19,1%	83,2	-	5,0	5,1
Play	kupuj	2020-03-25	29,04	33,50	28,20	+18,8%	8,3	9,0	5,7	6,0
Agora	kupuj	2019-10-30	9,50	17,00	6,84	+148,5%	32,6	17,4	5,8	5,6
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2020-04-01	23,82	24,10	23,84	+1,1%	13,9	12,5	6,7	6,9
Wirtualna Polska	trzymaj	2020-02-05	82,20	79,70	54,80	+45,4%	23,7	14,9	9,6	7,6
Asseco Poland	trzymaj	2019-12-05	57,35	59,20	60,00	-1,3%	15,1	14,7	5,1	4,8
Comarch	kupuj	2019-11-25	189,50	250,00	180,00	+38,9%	12,7	12,5	6,0	5,5
11 bit studios	trzymaj	2020-02-05	440,00	439,00	360,00	+21,9%	46,6	37,2	27,9	23,3
CD Projekt	trzymaj	2020-02-05	305,00	284,20	282,10	+0,7%	-	12,1	-	10,4
Przemysł, surowce						**+13,2%**	**5,0**	**10,9**	**3,9**	**5,4**
Cognor	trzymaj	2019-12-06	1,20	1,25	0,84	+49,2%	4,5	26,0	3,7	5,1
Famur	kupuj	2020-03-04	2,73	4,58	2,22	+106,3%	5,0	5,0	3,2	2,7
Grupa Kęty	trzymaj	2020-03-04	381,00	360,29	314,00	+14,7%	10,2	10,9	7,1	7,4
JSW	sprzedaj	2020-03-27	12,85	9,78	11,65	-16,1%	2,2	-	0,3	3,6
Kernel	trzymaj	2020-02-05	47,20	47,25	36,00	+31,3%	3,8	5,5	4,0	5,6
KGHM	redukuj	2020-03-24	54,64	46,83	58,72	-20,2%	8,3	19,6	4,1	5,8
PKP Cargo	trzymaj	2020-02-26	13,66	13,89	10,12	+37,3%	8,6	-	2,6	3,2
Stelmet	kupuj	2020-04-01	6,75	9,04	6,75	+33,9%	-	-	4,7	6,9
Handel						**+17,4%**	**17,3**	**18,3**	**6,9**	**7,5**
AmRest	trzymaj	2020-03-04	39,55	40,00	18,70	+113,9%	13,7	16,6	7,2	6,4
CCC	zawieszona	2020-03-19	24,98	-	30,76	-	-	-	-	-
Dino	trzymaj	2020-03-04	155,00	152,30	158,00	-3,6%	38,4	28,3	22,6	17,1
Eurocash	trzymaj	2020-02-05	19,94	19,80	17,92	+10,5%	60,8	36,2	6,7	6,4
Jeronimo Martins	trzymaj	2020-02-05	15,78	16,30 EUR	15,69	+3,9%	18,5	18,3	9,8	8,6
LPP	kupuj	2020-03-24	4 902,00	5 800,00	4 948,00	+17,2%	16,2	-	6,6	32,2
VRG	kupuj	2020-02-05	3,93	4,50	1,90	+136,8%	7,3	6,1	2,5	2,2

mBank Biuro maklerskie

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						**15,1**	**10,7**	**5,9**	**5,0**
Ailleron	równoważ	2020-02-28	6,34	4,16	-34,4%	-	7,1	3,9	2,2
Asseco BS	przeważaj	2020-01-30	32,60	30,60	-6,1%	15,1	14,0	9,8	9,1
Asseco SEE	przeważaj	2020-02-28	28,80	27,40	-4,9%	15,6	13,5	8,0	6,6
Atende	równoważ	2019-12-05	3,06	2,38	-22,2%	8,4	7,9	3,7	3,5
Spółki przemysłowe						**10,0**	**10,6**	**5,7**	**6,2**
AC	równoważ	2020-04-01	39,00	39,80	+2,1%	10,3	13,6	7,2	8,6
Alumetal	równoważ	2020-04-01	34,60	34,00	-1,7%	10,3	16,9	5,8	8,2
Amica	równoważ	2020-04-01	84,30	84,10	-0,2%	6,0	10,3	3,9	6,0
Apator	równoważ	2020-04-01	16,20	16,40	+1,2%	10,6	10,9	5,7	6,2
Astarta	przeważaj	2020-04-01	11,50	11,60	+0,9%	-	4,0	6,6	2,7
Boryszew	niedoważaj	2020-04-01	3,74	3,72	-0,5%	12,3	44,1	6,5	8,5
Forte	niedoważaj	2020-04-01	11,20	10,80	-3,6%	6,6	7,9	5,7	6,2
Kruszwica	przeważaj	2020-01-30	52,20	51,00	-2,3%	11,2	10,6	5,7	5,6
Mangata	równoważ	2020-04-01	50,00	47,00	-6,0%	6,3	12,3	4,8	6,6
Pozbud	równoważ	2020-04-01	0,81	0,77	-5,4%	1,8	3,1	3,3	4,2
TIM	przeważaj	2020-04-01	9,20	8,90	-3,3%	9,8	10,3	5,6	5,5

Zmiany rekomendacji w przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa		Data wydania
Atal	zawieszona	akumuluj	-	-	2020-04-02
Dom Development	zawieszona	trzymaj	-	-	2020-04-02

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa		Data wydania
AC	równoważ	równoważ	-	-	2020-04-01
Alior Bank	kupuj	kupuj	24,72	PLN	2020-03-30
Alumetal	równoważ	równoważ	-	-	2020-04-01
Amica	równoważ	równoważ	-	-	2020-04-01
AmRest	trzymaj	trzymaj	40,00	PLN	2020-03-04
Apator	równoważ	równoważ	-	-	2020-04-01
Astarta	przeważaj	przeważaj	-	-	2020-04-01
Boryszew	niedoważaj	niedoważaj	-	-	2020-04-01
CCC	zawieszona	kupuj	-	-	2020-03-19
Cyfrowy Polsat	trzymaj	trzymaj	24,10	PLN	2020-04-01
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
Forte	niedoważaj	niedoważaj	-	-	2020-04-01
Grupa Azoty	kupuj	kupuj	30,55	PLN	2020-03-04
Grupa Kęty	trzymaj	trzymaj	360,29	PLN	2020-03-04
Handlowy	trzymaj	akumuluj	45,66	PLN	2020-03-30
ING BSK	sprzedaj	sprzedaj	126,36	PLN	2020-03-30
JSW	trzymaj	trzymaj	15,34	PLN	2020-03-04
JSW	sprzedaj	trzymaj	9,78	PLN	2020-03-27
KGHM	trzymaj	redukuj	76,92	PLN	2020-03-04
KGHM	redukuj	trzymaj	46,83	PLN	2020-03-24
Lotos	trzymaj	redukuj	67,19	PLN	2020-03-04
LPP	kupuj	kupuj	5800,00	PLN	2020-03-24
Mangata	równoważ	równoważ	-	-	2020-04-01
Millennium	trzymaj	redukuj	5,47	PLN	2020-03-04
Millennium	kupuj	trzymaj	4,06	PLN	2020-03-30
MOL	akumuluj	akumuluj	2726,00	HUF	2020-03-04
MOL	trzymaj	akumuluj	1927,00	HUF	2020-03-31
Orange Polska	kupuj	akumuluj	6,90	PLN	2020-03-27
Pekao	kupuj	kupuj	83,51	PLN	2020-03-30
PGNiG	trzymaj	trzymaj	3,88	PLN	2020-03-04
PGNiG	trzymaj	trzymaj	3,24	PLN	2020-03-23
PKN Orlen	trzymaj	redukuj	66,70	PLN	2020-03-04
PKN Orlen	akumuluj	trzymaj	58,61	PLN	2020-03-23
PKO BP	kupuj	akumuluj	39,69	PLN	2020-03-04
PKO BP	kupuj	kupuj	26,90	PLN	2020-03-30
Play	kupuj	akumuluj	33,50	PLN	2020-03-25
Pozbud	równoważ	równoważ	-	-	2020-04-01
PZU	kupuj	trzymaj	41,91	PLN	2020-03-04
Santander Bank Polska	kupuj	trzymaj	229,52	PLN	2020-03-30
Skarbiec Holding	kupuj	kupuj	21,20	PLN	2020-03-04
Stelmet	kupuj	akumuluj	9,04	PLN	2020-04-01
TIM	przeważaj	przeważaj	-	-	2020-04-01

Statystyki rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Biurem maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	2	3,2%	1	4,8%
redukuj	1	1,6%	0	0,0%
niedoważaj	2	3,2%	1	4,8%
trzymaj	19	30,6%	6	28,6%
równoważ	8	12,9%	1	4,8%
akumuluj	2	3,2%	1	4,8%
kupuj	23	37,1%	10	47,6%
przeważaj	5	8,1%	1	4,8%

Kalendarium wydarzeń

Data		Spółka	Wydarzenie
2 kwi	10:00	**PGE**	Telekonferencja z Zarządem (www.gkpge.pl/relacje-inwestorskie)
2 kwi	11:00	**CCC**	Wideokonferencja z zarządem
2 kwi	13:00	**Tauron**	Telekonferencja z Zarządem (https://tauronwyniki.pl)
7 kwi		**Archicom**	Publikacja wyników za 4Q'19
7 kwi		**Erbud**	Publikacja wyników za 4Q'19
7 kwi		**GPW**	Publikacja wyników za 4Q'19
8 kwi		**Boryszew**	Publikacja wyników za 2019 rok
8 kwi		**CD Projekt**	Publikacja wyników za 2019 rok
8 kwi		**Grupa Azoty**	Publikacja wyników za 2019 rok
9 kwi		**CD Projekt**	Telekonferencja z Zarządem (www.cdprojekt.com)
14 kwi		**Astarta**	Publikacja wyników za 4Q'19
16 kwi		**Forte**	Publikacja wyników za 2019 rok
17 kwi		**Energa**	Publikacja wyników za 4Q'19
21 kwi		**Famur**	Publikacja wyników za 4Q'19
21 kwi		**Trakcja PRKiI**	Publikacja wyników za 4Q'19
22 kwi		**Grupa Kęty**	Publikacja wyników za 1Q'20
22 kwi		**Jeronimo Martins**	Publikacja wyników za 1Q'20 (po sesji)
22 kwi		**TIM**	Publikacja wyników za 4Q'19
23 kwi		**Enea**	Publikacja wyników za 4Q'19
23 kwi		**Kernel**	Dane wolumenowe za 3Q'20
23 kwi		**Kruszwica**	Publikacja wyników za 2019 rok
24 kwi		**Apator**	Publikacja wyników za 2019 rok
28 kwi		**Budimex**	Publikacja wyników za 1Q'20
28 kwi		**Pekao**	Publikacja wyników za 1Q'20
28 kwi		**Pozbud**	Publikacja wyników za 2019 rok
29 kwi		**Alior Bank**	Publikacja wyników za 1Q'20
29 kwi		**Lotos**	Publikacja wyników za 1Q'20
29 kwi		**LPP**	Publikacja wyników za 2019/20
30 kwi		**Cognor**	Publikacja wyników za 1Q'20
30 kwi		**Elektrobudowa**	Publikacja wyników za 4Q'19
30 kwi		**Erste Bank**	Publikacja wyników za 1Q'20
30 kwi		**mBank**	Publikacja wyników za 1Q'20

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

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

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

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

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

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.

Sporządzanie nowych rekomendacji zakończyło się 2 kwietnia 2020 o godzinie 8:30.
Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 2 kwietnia 2020 o godzinie 8:30.

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: Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BGŻ BNP Paribas, Boryszew, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Globalworth Poland, GPW, Groclin, Helio SA, i2 Development, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kruk, LW Bogdanka, MCI Capital, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWAI Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pfleiderer Group, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primetech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawlplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnity, 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: Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Ergis, Globalworth Poland, Helio SA, MCI Capital, Mostostal Warszawa, NWAI Dom Maklerski, Pfleiderer Group, 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 deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Grupy porównawcze wykorzystywane w wycenie poszczególnych spółek

11 bit studios	Activision, Blizzard, CAPCOM, 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
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 Shenhou, LW Bogdanka, Natural Resource Partners, Peabody Energy, Rio Tinto, Semirara Mining and Power, Shaanxi Heimao, 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	Affilated Managers, AllianceBernstein, Ashmore Group, Blackrock, Brewin Dolphin, Eaton Vance Mgmt, Franklin Resources, GAM Holding, Invesco, Investec, Janus Henderson, Jupiter AM, Legg Mason, Liontrust AM, Och-Ziff Capital Mgmt., Schroders, Standard Life, T Rowe Price
Stelmet	AFG Arbonia, Canfor, Century Plyboards, Deceuninck, Duratex, Forte, Greenply Industries, Interfor, Inwido, Louisiana Pacific, Nobia, Pflaiderer, Rayonier, Uzin UTZ, Vanachai Group, Vilmorin, West Fraser
Wirtualna Polska	eBay, Facebook, Google, Mail.ru, Sina, Yahoo Japan, Yandex
VRG	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	równoważ	niedoważaj
data wydania	2020-04-01	2019-12-05	2019-10-30	2019-08-30
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	39,00	43,20	41,00	43,60

Agora

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

Ailleron

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	kupuj	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-03-30	2020-02-21	2019-11-06	2019-07-03	2019-06-03
cena docelowa (PLN)	24,72	30,50	31,00	72,30	77,00
kurs z dnia rekomendacji	13,00	26,62	29,34	51,10	52,80

Alumetal

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	niedoważaj	niedoważaj	równoważ
data wydania	2020-04-01	2020-02-27	2020-01-30	2019-12-05	2019-10-07	2019-08-30	2019-05-29	2019-04-15
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	34,60	43,50	42,80	39,30	35,40	34,50	38,20	41,40

Amica

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	przeważaj
data wydania	2020-04-01	2019-12-05	2019-09-20	2019-04-29	2019-04-02
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	84,30	133,20	118,00	130,00	143,00

AmRest

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

Apator

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	niedoważaj	równoważ	równoważ
data wydania	2020-04-01	2020-03-04	2020-01-30	2019-12-05	2019-10-18	2019-09-20	2019-04-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	16,20	20,00	20,70	21,10	22,00	22,60	25,80

Asseco BS

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

Asseco Poland

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

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	przeważaj
data wydania	2020-04-01	2020-01-30	2019-12-05	2019-10-30	2019-09-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	11,50	15,90	15,90	16,85	23,00

Atal

rekomendacja	zawieszona	akumuluj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2020-04-02	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	24,40	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	niedoważaj	równoważ	równoważ	niedoważaj	niedoważaj	równoważ
data wydania	2020-04-01	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	3,74	4,54	4,09	4,29	4,54	4,49	4,65

CCC

rekomendacja	zawieszona	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj	kupuj
data wydania	2020-03-19	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	24,98	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
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
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

Comarch

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

Cyfrowy Polsat

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	redukuj	redukuj
data wydania	2020-04-01	2020-03-04	2019-11-14	2019-05-31
cena docelowa (PLN)	24,10	26,10	26,10	24,15
kurs z dnia rekomendacji	23,82	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	zawieszona	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2020-04-02	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	68,40	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

Energa

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	niedoważaj	niedoważaj	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2020-04-01	2020-03-20	2020-01-30	2019-12-05	2019-09-20	2019-04-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	11,20	11,80	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	akumuluj	akumuluj	kupuj
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
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
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

GTC

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

Handlowy

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-03-30	2020-02-27	2019-12-05	2019-07-03	2019-06-03	2019-05-21	2019-05-09
cena docelowa (PLN)	45,66	63,46	57,44	59,45	61,00	61,00	65,50
kurs z dnia rekomendacji	44,00	55,90	51,70	53,60	53,70	52,40	52,80

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	sprzedaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	redukuj
data wydania	2020-03-30	2020-02-04	2019-12-05	2019-10-07	2019-09-05	2019-08-02	2019-07-03
cena docelowa (PLN)	126,36	170,00	187,77	197,53	197,53	191,80	191,80
kurs z dnia rekomendacji	153,80	202,00	190,80	194,80	187,40	189,80	203,50

Jeronimo Martins

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

JSW

rekomendacja	sprzedaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2020-03-27	2020-03-04	2020-02-05	2020-01-20	2019-12-05	2019-09-05	2019-07-03	2019-05-09
cena docelowa (PLN)	9,78	15,34	18,41	23,32	28,04	39,29	50,02	54,80
kurs z dnia rekomendacji	12,85	15,15	19,78	22,68	18,80	26,50	47,00	49,86

Kernel

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

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	redukuj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2020-03-24	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)	46,83	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	54,64	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
data wydania	2020-03-04	2020-02-05	2019-12-05	2019-08-02	2019-06-03	2019-04-02
cena docelowa (PLN)	67,19	68,47	77,80	72,31	65,95	65,41
kurs z dnia rekomendacji	61,06	76,78	85,20	88,66	87,82	86,22

LPP

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2020-03-24	2020-02-05	2019-12-05	2019-10-07	2019-09-05	2019-07-03	2019-06-03	2019-04-02
cena docelowa (PLN)	5 800,00	10 100,00	10 100,00	8 500,00	8 500,00	8 500,00	8 300,00	8 400,00
kurs z dnia rekomendacji	4 902,00	8 610,00	8 575,00	7 950,00	7 280,00	7 745,00	7 335,00	8 405,00

Mangata

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2020-04-01	2019-12-05	2019-09-20	2019-05-29	2019-05-09	2019-04-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	50,00	72,00	66,00	69,50	69,00	71,00

Millennium

rekomendacja	kupuj	trzymaj	redukuj	trzymaj	sprzedaj	redukuj	kupuj
data wydania	2020-03-30	2020-03-04	2020-02-05	2019-12-05	2019-11-06	2019-10-07	2019-08-02
cena docelowa (PLN)	4,06	5,47	5,47	5,47	5,18	5,18	10,00
kurs z dnia rekomendacji	3,30	5,06	5,91	5,49	6,40	5,48	7,51

MOL

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2020-03-31	2020-03-04	2020-02-05	2019-11-27	2019-11-06	2019-10-07	2019-08-02	2019-06-03	2019-04-02
cena docelowa (HUF)	1 927,00	2 726,00	2 816,00	3 302,00	3 258,00	3 258,00	3 258,00	3 223,00	3 223,00
kurs z dnia rekomendacji	1 849,00	2 530,00	2 618,00	2 926,00	3 042,00	2 826,00	3 004,00	3 276,00	3 278,00

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	kupuj	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2020-03-27	2019-11-29	2019-09-05	2019-08-02	2019-06-19
cena docelowa (PLN)	6,90	7,40	7,50	7,50	7,50
kurs z dnia rekomendacji	5,88	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
data wydania	2019-05-09
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	66,00

Pekao

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2020-03-30	2019-12-05	2019-08-02	2019-07-03	2019-05-30
cena docelowa (PLN)	83,51	115,20	119,75	121,00	121,00
kurs z dnia rekomendacji	55,32	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
data wydania	2020-02-27	2019-10-24	2019-06-25	2019-06-03	2019-05-09	2019-04-02
cena docelowa (PLN)	-	12,20	13,26	13,39	13,38	13,66
kurs z dnia rekomendacji	5,15	8,42	9,00	9,23	8,61	10,10

PGNiG

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2020-03-23	2020-03-04	2020-01-28	2019-11-06	2019-09-05	2019-08-02	2019-05-28	2019-04-02
cena docelowa (PLN)	3,24	3,88	4,06	5,64	6,33	6,33	6,47	6,92
kurs z dnia rekomendacji	3,14	3,20	3,86	5,07	4,49	5,62	5,58	6,31

PKN Orlen

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	redukuj	trzymaj	redukuj	trzymaj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2020-03-23	2020-03-04	2020-02-03	2019-12-05	2019-11-14	2019-08-01	2019-06-03	2019-04-02
cena docelowa (PLN)	58,61	66,70	68,03	94,17	94,17	92,82	80,01	79,39
kurs z dnia rekomendacji	52,58	62,26	75,66	88,50	102,45	97,36	96,78	99,94

PKO BP

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2020-03-30	2020-03-04	2020-02-05	2019-12-05	2019-08-02	2019-06-26	2019-05-09
cena docelowa (PLN)	26,90	39,69	39,69	39,50	47,17	47,17	40,92
kurs z dnia rekomendacji	22,75	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	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2020-03-25	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)	33,50	36,00	36,00	33,10	34,20	34,20	29,00	29,00	25,25	26,70
kurs z dnia rekomendacji	29,04	34,80	31,30	27,16	33,34	31,22	33,34	25,08	24,42	24,08

Pozbud

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	przeważaj
data wydania	2020-04-01	2019-12-05	2019-09-05	2019-04-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	0,81	1,80	2,14	2,37

PZU

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

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	kupuj	trzymaj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	redukuj	trzymaj
data wydania	2020-03-30	2020-02-05	2019-12-05	2019-11-06	2019-10-07	2019-08-02	2019-07-12	2019-06-03
cena docelowa (PLN)	229,52	287,90	265,50	276,55	276,55	337,00	337,00	377,27
kurs z dnia rekomendacji	173,90	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	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2020-04-01	2020-02-05	2019-12-05	2019-10-07	2019-09-05	2019-07-03
cena docelowa (PLN)	9,04	8,92	8,78	8,10	6,50	7,95
kurs z dnia rekomendacji	6,75	7,85	8,20	7,90	6,70	7,00

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	przeważaj
data wydania	2020-04-01	2019-12-05	2019-04-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	9,20	10,90	7,90

VRG

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

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 Biuro maklerskie

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