

wtorek, 5 maja 2020 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: maj 2020

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

Podtrzymujemy negatywne nastawienie do rynku akcji. Biorąc pod uwagę skalę szkód jakie COVID-19 wyrządził w gospodarce oraz fakt, że znoszeniu kwarantanny będzie towarzyszyła nadal utrzymująca się epidemia, uważamy że powrót do poziomu PKB i EPS spółek zajmie dużo więcej czasu niż dziś dyskontuje rynek.

Ze spółek

Finanse

Sektor bankowy wszedł w sezon wyników z dużą dozą niepewności. Zarządy potwierdzają, że dodatkowe rezerwy w 1Q oparte są na modelach, a nie stanie faktycznym. Wyniki Santandera potwierdziły, że 1Q będzie mocno zniekształcony przez zdarzenia jednorazowe, zaś Erste podał zaskakująco niską projekcję kosztu ryzyka w 2020 r. Z drugiej strony pozytywnie patrzymy na pakiet bankowy przyjęty przez KE w ostatnich dniach, który pozwoli zmitygować część ryzyka i wesprze wyjście z kryzysu. W Polsce top pickami są w bankach Pekao i Santander, a w pozostałych finansach PZU.

Chemia

Wzrost wyników powinien wspierać sentyment do Grupy Ciech. Notowania Grupy Azoty będą pod wpływem słabego oczekiwanego 1Q'20 oraz suszy.

Paliwa

Szok popytowy przesunął się z rynku surowca na produkty, co będzie z kolei przekładać się na presję na marże w obszarze downstream. W tym kontekście zamykamy już pozytywną rekomendację na PKN Orlen. Nadal pozytywnie postrzegamy akcje PGNiG (segment obrotu+odbicie gazu).

Energetyka

Nadal pozytywnie oceniamy akcje CEZ (wyniki, dywidenda, spadek ryzyka w projekcie atomowym). W polskim sektorze perspektywy wyników wyglądają obiecująco, ale kluczowy katalizator pozostaje w rękach polityków (PGG).

Telekomunikacja, media, IT

Telekomunikacja powinna zachowywać się wciąż lepiej na tle rynku z/w na niską wrażliwość na COVID-19. Podtrzymujemy nasze view: kursy PLY i OPL powinny zachowywać się lepiej niż walory CPS. W sektorze mediowym kluczową negatywną rekomendacją jest WPL, gdzie spodziewamy się istotnego pogorszenia się trendów wynikowych już w 1Q'20. Przejęcie Interii przez CPS powinno schłodzić sentyment do spółki. Mocny bilans oraz pewne opóźnienie we wpływie COVID-19 na wyniki powinny wspierać sentyment do sektora. Naszym top pickiem jest ASE.

Gaming

Kursy akcji spółek z segmentu gier wideo istotnie wzrosły w ostatnich tygodniach. Widzimy ograniczony potencjał do wzrostu spółek takich jak 11B, CDR i TEN.

Przemysł

Spółki przemysłowe mają przed sobą trudną pierwszą połowę roku. Zakładamy, że część z nich już w 1Q'20 zanotuje spadek wyników finansowych. Najbardziej przekonani jesteśmy do producentów żywności (Astarta i Kruszwica), o zdrowym bilansie (Stelmet) i tych z dużym udziałem e-commerce w sprzedaży (TIM). Unikilibyśmy mocno zadłużonych spółek jak Boryszew i Forte. Spółki surowcowe odczuwają spadek popytu, nie pomaga perspektywa spadkowych wyników w 1Q'20.

Handel

Sektor handlowy najmocniej odczuł negatywny wpływ COVID-19. Otwarcie galerii handlowych powinno pomóc w odbudowie sprzedaży. Spółki z sektora powinny odnotować bardzo słabe wyniki za 1H'20. Oczekujemy zwiększonej aktywności promocyjnej w kolejnych tygodniach.

Kluczowe rekomendacje

Pozytywne: ASE, AST, CEZ, CIE, KSW, OPL, PGN, PLY, STL, TIM

Negatywne: DNP, JSW, KGH, LTS, WPL

Indeksy	Kurs bieżący	1M	YTD
WIG	45 024	+8,4%	-22%
ATX	2 145	+9,2%	-33%
BUX	34 577	+7,2%	-25%
PX	863	+11,4%	-22%

Indeksy sektorowe WIG		1M	YTD
WIG20	1 601	+6,4%	-25%
mWIG40	3 234	+13,2%	-17%
sWIG80	11 626	+14,1%	-3%
Banki	3 815	-3,0%	-44%
Budownictwo	2 368	+17,6%	+4%
Chemia	7 694	+29,3%	-8%
Energia	1 326	+5,1%	-32%
Gaming	27 087	+28,6%	+44%
Górnictwo	2 340	+23,7%	-24%
Informatyka	3 076	+15,2%	+9%
Media	4 861	+18,7%	-10%
Nieruchomości	2 079	+13,3%	-15%
Odzież	3 655	+31,8%	-35%
Paliwa	4 706	+0,3%	-27%
Spożywczy	2 855	+7,6%	-9%
Telekomunikacja	810	+8,6%	-7%

Top 5 / Worst 5		1M	YTD
Global Cosmed	3,90	+225,0%	+215%
Rainbow Tours	17,30	+95,3%	-51%
XTB	8,40	+88,2%	+119%
Datawalk	64,80	+85,1%	+18%
CCC	48,60	+68,2%	-56%
Handlowy	37,50	-8,9%	-28%
Bioton	3,80	-13,8%	+0%
Miraculum	1,17	-16,4%	-3%
Millennium	2,66	-17,1%	-55%
PZ Cormay	1,07	-28,9%	+7%

Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
11 bit studios	trzymaj ▶	422,00 PLN ▼
Ailleron	równoważ ▶	-
Asseco BS	równoważ ▶	-
Asseco Poland	trzymaj ▶	63,90 PLN ▲
Asseco SEE	przeważaj ▶	-
Atende	równoważ ▶	-
CD Projekt	trzymaj ▶	342,50 PLN ▲
CEZ	akumuluj ▼	527,86 CZK ▼
Dino	redukuj ▼	151,60 PLN ▼
Eurocash	trzymaj ▶	20,50 PLN ▲
KGHM	sprzedaj ▼	46,83 PLN ▶
LPP	trzymaj ▼	5800 PLN ▶
Netia	akumuluj ▲	4,40 PLN ▼
PKN Orlen	trzymaj ▼	58,61 PLN ▶
PKP Cargo	trzymaj ▶	12,37 PLN ▼
Tauron	zawieszona ▶	-
Ten Square Games	trzymaj ▼	462,00 PLN ▶

Spis treści

1. Rynek akcji	3
2. Sektory	5
3. Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu	9
4. Zaskoczenia na wynikach spółek w poszczególnych kwartałach	10
5. Prognozy i rekomendacje Biura maklerskiego mBanku na tle konsensusu	13
6. Aktualne rekomendacje Biura maklerskiego mBanku	14
7. Statystyki rekomendacji	15
8. Kalendarium wydarzeń	16
9. Makroekonomia	17
10. Finanse	19
10.1. Alior Bank	19
10.2. Handlowy	20
10.3. ING BSK	21
10.4. Millennium	22
10.5. Pekao	23
10.6. PKO BP	24
10.7. Santander Bank Polska	25
10.8. PZU	26
10.9. Skarbiec Holding	27
11. Chemia	28
11.1. Ciech	28
11.2. Grupa Azoty	29
12. Surowce	30
12.1. JSW	30
12.2. KGHM	31
13. Paliwa	32
13.1. Lotos	32
13.2. MOL	33
13.3. PGNiG	34
13.4. PKN Orlen	35
14. Energetyka	36
14.1. CEZ	36
14.2. PGE	37
14.3. Tauron	38
15. Telekomunikacja	39
15.1. Cyfrowy Polsat	39
15.2. Netia	40
15.3. Orange Polska	41
15.4. Play	42
16. Media	43
16.1. Agora	43
16.2. Wirtualna Polska	44
17. IT	45
17.1. Asseco Poland	46
18. Gaming	47
18.1. 11 bit studios	47
18.2. CD Projekt	48
18.3. Ten Square Games	49
19. Przemysł	50
19.1. Cognor	50
19.2. Famur	51
19.3. Grupa Kęty	52
19.4. Kernel	53
19.5. PKP Cargo	54
19.6. Stelmet	55
20. Handel	56
20.1. Dino	56
20.2. Eurocash	57
20.3. Jeronimo Martins	58
20.4. LPP	59
20.5. VRG	60

Rynek akcji

Patrząc na kwietniowe wzrosty głównych światowych indeksów można odnieść wrażenie, że skoro giełda ma się dobrze to w gospodarce też nie jest tak źle. Naszym zdaniem to błędna ocena i w średnim horyzoncie giełda nie może całkowicie ignorować sytuacji gospodarczej – nawet jeśli niskie rentowności obligacji nie są alternatywą dla akcji. Uważamy, że w obecnej sytuacji „gotówka jest królem”, a na zakupy jest zbyt wcześnie. Nasze podejście jest zbieżne ze strategią, jaką 2 maja zaprezentował Warren Buffett na corocznym spotkaniu z akcjonariuszami Berkshire. Fundusz zgromadził na koniec marca rekordowe 137 mld USD w gotówce i ekwiwalencie – obecnie nie widzi okazji inwestycyjnych.

Kiedy przygotowywaliśmy komentarz do raportu kwietniowego, pesymistyczne prognozy wskazywały, że stopa bezrobocia w USA może wzrosnąć na koniec czerwca do 13-15%, a potem amerykańska gospodarka wejdzie w okres bardzo szybkiego wzrostu. Już dziś bezrobocie najprawdopodobniej wynosi ok. 20%, gospodarka nadal jest w fazie pogłębiania spadku, a przy takiej dewastacji na rynku pracy perspektywa na szybkie odreagowanie oddala się. W takim otoczeniu makro S&P500 zaliczył spektakularny wzrost (+32% od dołka z 23 marca), dochodząc do poziomu zaledwie o 13% poniżej historycznych szczytów indeksu z lutego. Nie podzielamy opinii, że bessa już się skończyła.

Rządy europejskie i USA otwierają gospodarki przy wyższej liczbie dziennych zachorowań niż kiedy je wprowadzały, przy jednoczesnym braku wiedzy o tym, jaka część populacji wykształciła przeciwciała. Potwierdza to zmianę paradygmatu z ochrony zdrowia na gospodarkę, co z punktu widzenia rynków finansowych jest pozytywne, ale naszym zdaniem otwiera ogromne ryzyko drugiej fali zachorowań. Największą niewiadomą pozostaje to, jak bardzo zmieniły się przyzwyczajenia konsumentów. Ponadto przed nami okres wzajemnych oskarżeń USA-Chiny o winnego kryzysu i wysnuwania roszczeń, co dodatkowo podwyższa niepewność biznesową i ryzyko inwestycyjne.

Nie widzimy czynników, które miałyby powodować, że polski rynek akcji będzie w stanie oprzeć się globalnym trendom. Uważamy że czeka nas ponowna przecena na GPW.

COVID19 – co dalej?

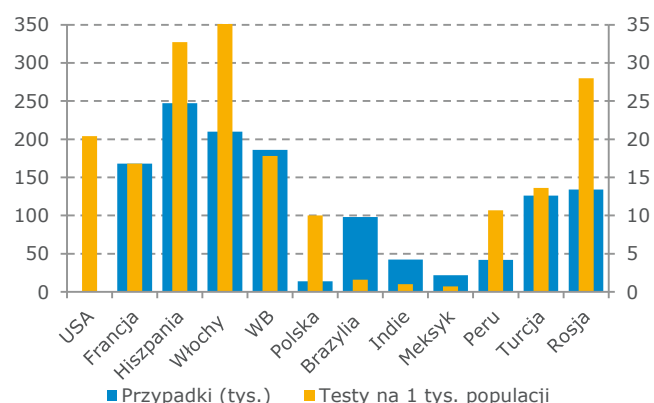
Ze względu na sytuację gospodarczą i społeczną (nasilające się protesty, szczególnie w USA) na rządy wywierana jest coraz większa presja na ograniczanie restrykcji. Warto zwrócić uwagę, że Chiny zdjęły kwarantannę Wuhan po tym, jak przez kilkanaście dni nie raportowano nowych przypadków (dane oficjalne). Kraje europejskie i USA robią to na dużo wcześniejszym etapie, co oczywiście stwarza ryzyko ponownej fali wyższej liczby zakażeń. Warto wspomnieć, że zgodnie z danymi WHO, 4 maja w USA zanotowano rekordową liczbę zgonów w ciągu doby (2,9 tys.). Jednym z pierwszych „dużych” krajów w Europie luzującym restrykcje były Niemcy. Jak podaje Instytut Roberta Kocha (instytut chorób zakaźnych) wskaźnik reprodukcji wirusa (średnio ile osób zaraża osoba zainfekowana, cel: poniżej 1,0) w Niemczech wynosi obecnie 1,0 i wzrósł z 0,7 na początku kwietnia.

Świat zachodni popełnił błąd zbyt późno wprowadzając kwarantannę. Czy teraz znosząc ją szybciej popełni drugi? Z analizy liczby raportowanych przypadków zachorowań wyraźnie widać, że im szybsze wprowadzenie ścisłej kwarantanny tym epidemia wygasa szybciej. Po jednej stronie mamy tu przykład nie tylko Chin, ale i w Europie Austrii czy Czech, a po drugiej Hiszpanię, Francję, Wielką Brytanię i USA. Duże znaczenie ma tu również fakt, że nie wiadzie czemu, w niektórych krajach epidemia osiąga duży zasięg, a w innych jej rozwój jest ograniczony, czego najlepszym przykładem jest Szwecja (pomimo braku kwarantanny). Na tym etapie trudno odpowiedzieć na wcześniej zadane pytanie, bo żaden kraj w którym pandemia osiągnęła relatywnie dużą do populacji skalę nie przeszedł przez to doświadczenie. Naszym zdaniem, bardzo częste powoływanie się tu na przykład Chin jest nieuprawnione.

Argumentem „za” ograniczeniem restrykcji jest dużo większa akceptacja tego rozwiązania ze strony społeczeństwa, które jest już zmęczone kwarantanną, przyzwyczajone do statystyk chorobowych i przede wszystkim coraz bardziej obawia się o miejsca pracy. W tej sytuacji najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest to, że gospodarki będą powoli wznawiały aktywność, a jednocześnie liczba zachorowań i zgonów będzie utrzymywała się na relatywnie wysokim poziomie. Połączenie tych dwóch elementów naszym zdaniem oznacza pozytywny trend poprawy makro m/m, ale w dużo wolniejszym tempie niż zakładano dotychczas. Fakt „życia” z wirusem będzie negatywnie wpływał na zachowania konsumentów. Inną kwestią jest to, że prawdziwe statystyki dotyczące zgonów będą dostępne z dużym opóźnieniem. W jednym z artykułów Financial Times analizując łączną liczbę zgonów w wybranych regionach w ostatnich tygodniach w porównaniu z analogicznym okresem w poprzednich latach, oszacować, że oficjalne statystyki dotyczące COVID19 mogą być zaniżone o 60%.

Kolejnym problemem jest tempo rozprzestrzeniania się wirusa w Ameryce Łacińskiej, w której widać ogromny problem małej liczby przeprowadzanych testów (liczba testów na milion populacji w Brazylii to 1,6 tys., a w Hiszpanii i Włoszech powyżej 30 tys.), a mimo tego szybko rosnącej liczby zachorowań.

Liczba testów na tysiąc populacji (PS) i liczba zainfekowanych w wybranych krajach (LS)



Źródło: Worldometers

Wpływ tej części świata na światową gospodarkę jest niewielki, ale:

- problemy gospodarcze wynikające z pandemii będą negatywnie oddziaływać na postrzeganie EM przez globalny kapitał (w tym waluty, obligacje, ETFy Global EM),
- potencjalne straty posiadaczy aktywów w regionie;

- utrzymanie się ogniska epidemii w tym regionie będzie stanowić ryzyko ponownego przeniesienia go do świata zachodniego, w efekcie czego utrzymane zostaną restrykcje podróżne jeszcze przed długi okres.

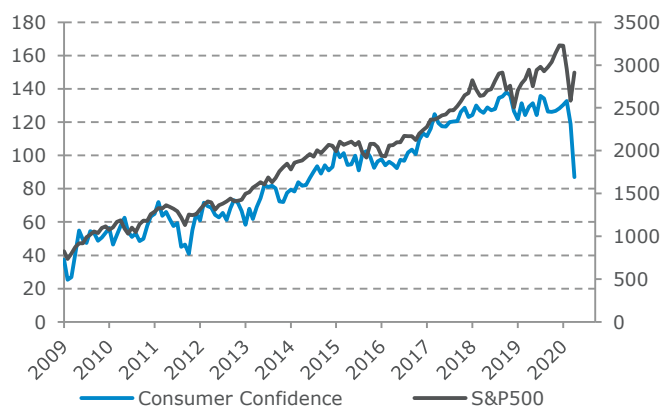
Szkody w gospodarce już się dokonały

Naszemu zdaniem w przeciwieństwie do poprawiających się statystyk dotyczących liczby zachorowań, gospodarka nadal będzie rozczarowywać – przede wszystkim za sprawą fatalnej sytuacji na rynku pracy w USA. W związku z mniej elastycznym rynkiem pracy w Europie statystyki dotyczące zatrudnienia będą pogarszały się z opóźnieniem w stosunku do USA, ale ten efekt nadal przed nami.

Zgodnie z danymi amerykańskiego Departamentu Pracy w ciągu ostatnich 6 tygodni liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych wyniosła 30 mln. Bez pracy pozostawało ok. 20 mln osób (7 mln w 2009 roku), co w kwietniu implikuje stopę bezrobocia na poziomie ok. 20% (24% w Wielkiej Depresji lat '30). Przypominamy, że w kryzysie 2008-09 liczba miejsc pracy obniżyła się o 8,7 mln, a w latach 2009-2020 amerykańska gospodarka wytworzyła 22,4 mln nowe miejsca pracy. Jeszcze miesiąc temu, pesymistyczne oczekiwania globalnych banków inwestycyjnych wskazywały na 13-15% stopę bezrobocia na koniec czerwca...

Konsekwencją sytuacji na rynku pracy – mimo relatywnej siły rynku akcji (historycznie wysoka korelacja) – sentyment konsumentów drastycznie pogorszył się podobnie jak wskaźniki wyprzedzające w usługach i przemyśle. Kwietniowy odczyt Conference Board to 89,9 pkt w stosunku do 118,8 w marcu i 138 w połowie 2018 roku.

Sentyment konsumentów w USA - Conference Board na tle S&P500

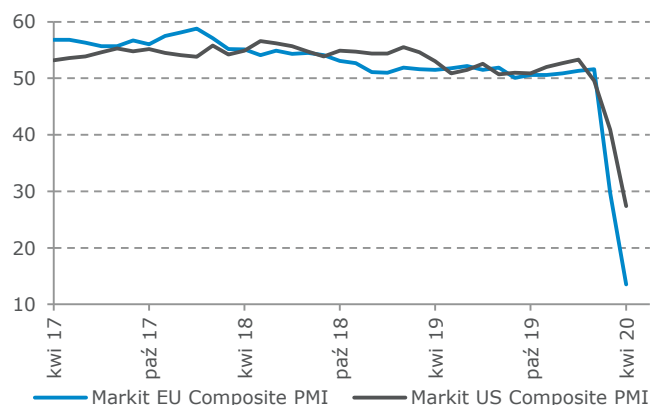


Źródło: Bloomberg

Jedną z konsekwencji wzrostu liczby bezrobotnych jest szybki wzrost osób niespłacających kredytów hipotecznych, co już raportują Fannie Mae i Freddie Mac. W każdym komentarzu makro sprzed 1,5 roku, kiedy amerykański przemysł przechodził kryzys można było przeczytać, że usługi i silny konsument uratują sytuację. Teraz można odnieść wrażenie, że duża część inwestorów ocenia sytuację makro bardziej przez pryzmat zachowania się indeksów giełdowych (S&P500 ma się dobrze, więc w gospodarce nie jest tak źle), a nie realnych danych. Naszym zdaniem przy tak wysokim bezrobociu, zakładając nawet szybkie odbudowywanie się rynku pracy w usługach, powrót do poziomów konsumpcji sprzed kryzysu zajmie długie kwartały.

W polskich realiach, gdzie efekt COVID-19 na rynku pracy jest nieporównywalnie mniejszy, o skali zmiany preferencji konsumentów może świadczyć badanie zlecone przez naszych makroekonomistów. Według niego, 15% pracujących Polaków obawia się utraty zatrudnienia, a 66% ankietowanych ograniczy swoje zakupy. Co zrozumiałe, zmieniają się również preferencje konsumentów, tj. następuje skupienie się na dobrach podstawowych.

PMI Composite w USA i strefie euro



Źródło: Bloomberg

Czynnikiem, który może być odebrany pozytywnie przez rynki jest powrót PMI do ok. 40 pkt już w kolejnym miesiącu. Przykład Chin i konstrukcja samego wskaźnika wskazują, że stopniowe otwieranie gospodarki znajduje odzwierciedlenie w poprawie sentymentu przedsiębiorców (tym bardziej, że punkt odniesienia poprzedniego miesiąca jest rekordowo niski). Nie kwestionujemy tego, czy gospodarka zacznie się odradzać, ale tempo samego procesu – to ono skłania nas do pozostania negatywnym na rynek akcji.

Kto jest winien pandemii, czyli kontynuacja wojny USA-Chiny

Wraz ze stopniowym przywracaniem gospodarek do funkcjonowania będzie narastała międzynarodowa dyskusja o przyczynach choroby, kto jest jej winien i przede wszystkim, kto powinien ponieść jej koszty. Taka dyskusja już przybiera na sile (przykłady oskarżeń Chin przez Australię, UE, USA). Wracając do zapoczątkowanej w *Strategii inwestycyjnej 2020* wątku geopolitycznej rywalizacji USA-Chiny, Prezydent Trump na kanwie COVID-19 ma niepowtarzalną szansę zbudować międzynarodową, antychińską koalicję, która będzie próbowała udowodnić, że wirus pochodzi z chińskiego laboratorium i to Chiny powinny pokryć część kosztów obecnego kryzysu.

Wiceprezydent Mike Pence twierdzi, że USA posiadają mocne dowody, że wirus powstał w Chinach. Formy nacisku na Chiny mogą przybierać różne formy, od pozwów zbiorowych w sądach i instytucjach międzynarodowych do blokowania chińskich firm na lokalnym rynku, szczególnie spółek technologicznych. Chiny zapewne będą adekwatnie odpowiadały na takie restrykcje, a z drugiej strony „nagradzały” sprzymierzeńców dodatkową pomocą finansową i inwestycjami. To proces rozłożony na lata. Jego dodatkowym elementem będzie postępująca realokacja zasobów produkcyjnych z Azji do Europy i USA, co dodatkowo będzie zwiększało napięcie geopolityczne i wprowadzało niepewność dla biznesu.

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

Sektory

Finanse

- Kolejna obniżka stóp procentowych, uruchamianie kolejnych instrumentów w ramach tarczy antykryzysowej oraz rozważania odnośnie kosztów ryzyka nadawały ton w polskim sektorze bankowym w kwietniu. Patrząc na dane NBP z lutego odnośnie kosztów depozytów, uważamy, że część obniżki stóp procentowych, banki będą w stanie odrobić na przestrzeni trzech najbliższych lat. Obecna nadpłynność oraz dodatkowe wstrzyknięcie gotówki do systemu przez różne programy pomocowe będą sprzyjały obniżaniu kosztu depozytów. W V'20 będziemy przyglądać się wynikom banków, szukając wskazówek, jak pierwsze tygodnie pandemii wpłynęły na biznes. Zakładamy jednak, że to wyniki za 2Q i 3Q zdradzą nam więcej na temat wpływu COVID-19 na sektor. Spodziewamy się, że na tle sektora nieźle wypadnie Alior, który pokaże solidną kompozycję wyników. Na przeciwnym biegunie powinien znaleźć się Handlowy, w przypadku którego spodziewamy się gorszego wyniku z działalności skarbowej, niż sądziliśmy jeszcze dwa tygodnie temu. Nie przewidujemy kolejnej obniżki stóp proc., ale zaznaczamy że najbardziej wrażliwe na kolejne cięcia stóp są wyceny Aliora i Millennium. W Polsce naszym top-pickiem pozostaje Pekao, pomimo relatywnej słabości wyników w 1Q'20.
- 1Q'20 będzie trudnym kwartałem we wszystkich analizowanych przez nas bankach. Sezonowo banki w 1Q księgują jednorazową opłatę restrukturyzacyjną (resolution), a dodatkowo w tym kwartale, rezerwy związane z COVID-19. Z naszych prognoz kwartalnych wynika, że sektor stara się także ująć jak najwięcej negatywnych zdarzeń jednorazowych takich jak dodatkowe rezerwy na zwrot prowizji, czy kredyty frankowe, tak aby zminimalizować liczbę ewentualnych zaskoczeń w kolejnych kwartałach. Banki, które już zaraportowały, wstrzymały się od projekcji wyników ze względu na dużą niepewność makroekonomiczną. Wyjątkiem jest Erste Group, który oszacował koszty ryzyka w 2020 roku w przedziale 50-80 bps co jest bardzo dużym zaskoczeniem ponieważ podczas poprzednich kryzysów koszt ryzyka Erste sięgał 170 p.b. Realizacja prognozy Erste znacząco bardziej pozytywny scenariusz niż obecnie wyceniany przez rynek.
- Na poziomie regionalnym sytuacja jest równie dynamiczna, jak w Polsce. Rozmowy nad budżetem solidarnościowym, posiedzenie EBC oraz przyjęcie pakietu bankowego przez Komisję Europejską były głównymi wydarzeniami kwietnia. EBC podczas ostatniej konferencji zapowiedział złagodzenie warunków TLTRO III (EBC będzie pożyczać po stawce -1%), a także wprowadzenie nowych instrumentów takich jak PELTRO (Pandemic Emergency Longer-term Refinancing Operations) mających za zadanie wspomaganie płynności sektora. Finalnie, EBC oczekuje, że PKB strefy Euro skurczy się w przedziale 5%-12%, w zależności od efektywności pakietów pomocowych, co jednak wpisuje się w prognozę IMF -7,5%. Nadzieję dla europejskich banków przyniesie pakiet bankowy przyjęty przez KE, którego implementacja oznaczałaby częściowe udogodnienia dla banków w kontekście współczynników kapitałowych, wdrażania niektórych postanowień Bazylei III, rozpoznawania okrzewanych strat kredytowych, czy wreszcie wydłużenie okresu przejściowego w związku z implementacją IFRS 9 o dwa lata. Uważamy, że na pakiecie najwięcej skorzystają duże europejskie banki, chociaż lokalni kredytodawcy również powinni zyskać na zaproponowanych rozwiązaniach. KE oczekuje, że pakiet zostanie przyjęty przez parlament Europejski w czerwcu.
- **Kluczowe rekomendacje:** Bank Pekao (kupuj), Santander Bank Polska (kupuj), PZU (kupuj)

Chemia

- Polskie spółki chemiczne okazały się w dużej mierze odporne na epidemię COVID-19. W przypadku Ciech bardzo prawdopodobne, że spadki sprzedaży sody do klientów Automotive zostaną zrekompensowane przez producentów szkła opakowaniowego i detergentów. Dodatkowo Spółka może skorzystać na włączeniach produkcji sody w dużych zakładach we Włoszech, Francji i Hiszpanii (najbardziej dotkniętych przez COVID-19). Epidemia natomiast będzie miała ograniczony wpływ na sprzedaż nawozów. Rynek w przypadku Grupy Azoty może zwracać uwagę na informacje o suszy, która ograniczać może potencjał sprzedaży na 2H'20.
- W 1Q'20 polskie spółki chemiczne odczuwały mniejszą konkurencję ze strony dostawców chińskich (z uwagi na ograniczenia w transporcie). W marcu większą z tego tytułu sprzedaż zanotowała Grupa Azoty w segmencie produktów chemicznych.
- Spadające ceny surowców (gaz, węgiel koksowy, certyfikaty CO2) pozytywnie przekładają się na rentowność produkcji Ciech i Grupy Azoty.
- Ciech w obliczu epidemii COVID-19 zdecydował się na większe zabezpieczenie linii kredytowych na 2020 rok oraz możliwe zmniejszenie inwestycji. Grupa Azoty podtrzymuje natomiast ambitne plany inwestycyjne.
- **Kluczowe rekomendacje:** Ciech (kupuj)

Surowce

- Spółki surowcowe w znaczącym stopniu zostały dotknięte przez epidemię COVID-19. Spadek aktywności gospodarczej w USA i Europie zmniejsza zapotrzebowanie na miedź, co od miesiąca widać w rosnących monitorowanych zapasach miedzi. Dodatkowo spowolnienie w Europie odbija się na popyt na chińskie towary, co naszym zdaniem będzie mieć negatywny wpływ na popyt.
- Ryzykiem dla KGHM są spadające ceny ropy naftowej, które już obniżyły koszty produkcji dla kopalni odkrywkowych zlokalizowanych w Ameryce Łacińskiej i Południowej. Naszym zdaniem spadająca cena ropy może obniżyć całą krzywą kosztową miedzi o około 10%. KGHM zużywa ropę jedynie w Sierra Gorda, która odpowiada za 10% wydobycia koncernu, więc spadki cen nie będą dla polskiej spółki odczuwalne.
- Ryzykiem w przypadku KGHM są rosnące w 2020 roku koszty, w tym przede wszystkim płace (około 5% r/r) oraz koszty energii elektrycznej (do 10% r/r). Częściowo te rekompensowane będą przez korzystniejszy kurs USD/PLN, ale ceny metali w całym roku będą niższe.
- KGHM w marcu zanotował słabsze o około 10% r/r wolumeny sprzedaży miedzi. Naszym zdaniem w kolejnych okresach presja na wolumeny będzie narastać. W całym 1Q'20 oczekujemy, że KGHM zanotuje 13% r/r spadek EBITDA i 19% r/r spadek wyniku netto.
- JSW znacząco odczuwa wpływ epidemii COVID-19. Przemysł stalowy znacząco ograniczył aktywność w Europie i USA. Dodatkowo w kwietniu Indie zamknęły praktycznie produkcję w przedsiębiorstwach i hutach. To z kolei przekłada się na spadek zapotrzebowania na węgiel koksujący i spadek cen.
- JSW w 1Q'20 przez pogarszającą się sytuację gospodarczą zmuszona była sprzedawać węgiel z dyskontem do rynkowych średnich. Dodatkowo szybko rosły zapasy (do maksymalnej pojemności składowisk 2,5 mln ton). Naszym zdaniem Grupa w 1Q'20 osiągnie stratę EBITDA na poziomie około 46 mln PLN i stratę netto na poziomie 209 mln PLN. Grupa prawdopodobnie w bardzo szybkim tempie schodziła z gotówki w 1Q'20.

- Światowe spółki górnicze w obliczu epidemii COVID-19 znacząco ograniczają wydatki inwestycyjne.
- **Kluczowe rekomendacje:** JSW (sprzedaj), KGHM (sprzedaj)

Paliwa

- Przez rynek ropy przeszło w ostatnich tygodniach tsunami, ale obecnie sytuacja się już uspokaja. Nie oczekujemy, aby cięcia do jakich zobowiązali się producenci mogły zrównoważyć rynek w okresie lockdown-u, ale w kolejnych miesiącach w miarę powrotu strony popytowej nierównowaga będzie się zmniejszała. Podtrzymujemy nasze założenie średniej ceny Brent na poziomie 30 USD/Bbl w tym roku i wzrostu do 40 USD w roku kolejnym. Podtrzymujemy swój optymizm w przypadku rynku gazu, gdzie normalny sezon grzewczy 2020/21 i redukcja podaży towarzyszącej złożom ropy łupkowej powinny w perspektywie 2 lat przynieść podwojenie cen (jesteśmy trochę poniżej krzywej terminowej z naszym scenariuszem).
- Nasze tezy o strukturalnej korzystnej zmianie dla sektora downstream (niższe koszty zużyć własnych, marża na CCGT, spread nafta/etan, cracki na produktach ciężkich, rentowność produkcji nawozów, inercja w dostosowaniu cen produktów, spadek kapitału obrotowego, wyższy dyferencjał Ural/Brent) pozostają w mocy, jednakże w krótkim terminie zalecamy ostrożność, szczególnie po ostatnich mocnych wzrostach. Spodziewamy się, że szok popytowy przeniesie się teraz z surowca na produkty, co już znajduje odzwierciedlenie w skokowym wzroście zapasów. W efekcie marże rafineryjne i petrochemiczne znajdą się pod dużą presją, a dodatkowo wyniki 2Q obciążone będą spadkiem wolumenów. Zwracamy też uwagę na okresowe mocne zawężenie dyskonta na ropie Ural po znacznym obniżeniu eksportu przez Rosję. Będzie to spora zmiana po oczekiwanych bardzo mocnych rezultatach 1Q.
- Biorąc powyższe pod uwagę, zamykamy naszą pozytywną rekomendację dla Orlenu i pozostajemy sceptyczni na spółki z większą ekspozycją na segment wydobywczy (LTS, MOL). Najciekawszą pozycją w regionie jest naszym zdaniem PGNiG, gdzie obok wspomnianego scenariusza odbicia cen gazu, wsparciem powinny być oczekiwane bardzo mocne wyniki segmentu obrotu po zaaplikowaniu nowej formuły cenowej w kontrakcie jamalskim.
- **Kluczowe rekomendacje:** Lotos (redukuj), PGNiG (kupuj)

Energetyka

- Presja na cenach surowców przeniosła się na rynek energii i roczny kontrakt na EEX spadł poniżej 40 EUR/MWh. Notowania uprawnień do emisji po początkowym tąpnięciu wróciły już powyżej 20 EUR/t, co wydaje się dość dziwne biorąc pod uwagę postępującą konwersję wytwarzania węgla/gazu oraz obserwowany spadek popytu w okresie lockdown'u. Utrzymujemy nasz scenariusz bazowy cofnięcia certyfikatów do 18 EUR/t i cen energii poniżej 35 EUR/MWh.
- Indeksy utilities w USA i w Europie odrobiły znaczną część kryzysowych spadków (choć w Europie wygląda to nieco słabiej), co biorąc pod uwagę ich profil biznesowy i mocne odbicie całego rynku raczej trudno uznać za kontrowersyjne. Przy naszym strategicznym sceptycznym podejściu do rynku akcji, szukalibyśmy defensywnych ekspozycji na spółkach regulowanych z Europy Północnej (EON, National Grid).
- W Polsce ceny energii odzwierciedliły spadek kosztów uprawnień i oscylują obecnie na poziomie 220 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 w stosunku do dotychczasowych założeń (-20 PLN/MWh r/r), 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 dotkliwie dla ENG i TPE. Bardziej długoterminową konsekwencją dla segmentu będzie dalsza kompresja rentowności obligacji, które stanowią podstawę dla regulacyjnego kosztu kapitału.
- Spadki popytu na energię w okresie zamknięcia gospodarki w Polsce nie przekraczają póki co 10% i wszystko wskazuje na to, że nasze obawy o problem z potencjalnymi stratami na zakupionych, a nie odebranych przez klientów wolumenach energii zostaną rozwiązane, szczególnie że rząd zapowiedział dalsze kroki odmrażania działalności gospodarczej. Jeśli chodzi o utracone wolumeny produkcji to w większości przypadków (poza elektrowniami na węgiel brunatny) na poziomie EBITDA powinny być zneutralizowane przez mechanizmy bilansujące dla redukcji wymuszonej lub odkup energii po niskich cenach spotowych.
- Nadal oczywiście kluczowe katalizatory dla sektora pozostają w rękach polityków, a wszystko wskazuje że część niewiadomych zostanie odkryta w najbliższych tygodniach/miesiącach. Nadal czekamy na finalną wersję polityki PEP40 (atom, Złoczew) i oficjalne pomysły restrukturyzacji PGG. Ciekawe rewolucyjne spojrzenie zaprezentował ostatnio Prezes PGE (separacja aktywów węglowych do osobnej spółki kontrolowanej przez Skarb Państwa, zobowiązanie dekarbonizacji do 2040).
- W niniejszym raporcie miesięcznym nie prezentujemy prognoz dla Enei i Energi, gdyż zaktualizujemy je dopiero po publikacji raportów rocznych przez te spółki (przesunęły publikację tych wyników odpowiednio na 14-go i 28-go maja).
- **Kluczowe rekomendacje:** CEZ (akumuluj)

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.
- Pandemia COVID-19 wywołała spadek popytu na roaming międzynarodowy. Szacujemy, że zyski czerpane z roamingu międzynarodowego wynoszą ok. 100 mln PLN rocznie w przypadku każdego z MNO.
- Kadencja Prezesa Urzędu Komunikacji Elektronicznej przypadająca na lata 2016-2021 ulega skróceniu i kończy się po upływie 14 dni od wejścia w życie kolejnej ustawy mitygującej skutki epidemii COVID-19.
- W nowej ustawie pojawiły się zmiany prawa telekomunikacyjnego. Rząd wprowadził szereg poprawek prokonsumenckich, w tym: (1) umożliwienie abonentom rozwiązania umowy o świadczenie usług telekomunikacji elektronicznie, (2) obowiązek informowania abonentów o automatycznym przedłużeniu umowy na czas nieokreślony, (3) obowiązek dostarczenia przez operatora przynajmniej raz w roku informacji o najkorzystniejszych oferowanych pakietach taryfowych. Rząd postanowił

wprowadzić przepisy umożliwiające anulowanie obecnej procedury aukcyjnej dla częstotliwości przeznaczonych dla technologii 5G. Odwołanie aukcji 5G jest naszym zdaniem negatywne dla telekomunikacji. Głównymi argumentami przemawiającymi za odwołaniem aukcji są wątpliwości prawne i chęć uregulowania kwestii związanych z cyberbezpieczeństwem. Niemniej jednak nie możemy wykluczyć, że przy organizacji drugiej aukcji zmienią się znane nam warunki z pierwszej aukcji (zwłaszcza limit dla jednego nabywcy na maksymalnie jeden blok i cena początkowa ustalona na 450 mln PLN). Obecnie zakładamy, że ostateczne ceny dla pasma 3,4-3,8 GHz na aukcji nie będą znacznie wyższe od cen minimalnych (nasza prognoza to teraz 550 mln PLN). Prawdopodobieństwo takiego zakończenia aukcji spadło.

- 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.
- Pandemia COVID-19 wpływa na rynek reklamowy. Obecnie obserwujemy masowe przesuwanie kampanii reklamowych na moment po opanowaniu epidemii. 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 obciążone 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. Sądymy, że sytuacja w 2020 r. będzie gorsza ze względu na (1) problemy firm z produkcją, (2) ograniczenie wychodzenia z domu, (3) problemy z kampaniami wizerunkowymi – część firm zamierza przeznaczyć większe środki na walkę z pandemią.
- Wyznaczyliśmy w scenariuszu bazowym prognozę spadku rynku reklamy na -19,1%. Na obniżenie prognoz wpływ ma także przesunięcie EURO'20 oraz Igrzysk Olimpijskich w Tokio na 2021 r. Jednocześnie zakładamy że medium które najlepiej poradzi sobie w 2020 r. to Internet (-8,2%). Natomiast zarówno reklama w radiu, jak i outdoor powinny zanotować spadki rzędu >35% w całym roku. Najgorzej wypadnie naszym zdaniem 2Q'20, gdzie założyliśmy spadek o ok. 70% w radiu, prasie i w outdoorze. Wyraźnej poprawy spodziewamy się w 4Q'20. Przyjmujemy wzrost rynku reklamy o >11% w 2021 r.
- Zakup Interii przez Cyfrowy Polsat może wywołać walkę o prym wśród portali horyzontalnych w Polsce. Uważamy, że wysoka marża na biznesie reklamowym generowana przez mediową część Wirtualnej Polski jest zagrożona.
- W branży IT efekt pandemii przyjdzie z pewnym opóźnieniem. Spółki obecnie sygnalizują, że spowolnienie nastąpi. 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.
- Comarch opublikował raport bieżący na temat negatywnych efektów pandemii COVID-19. Spółka ma dobrą sytuację kredytową i wysoką część przychodów w modelu powtarzalnym. Niemniej jednak sądymy, że COVID-19 będzie mieć pewne wpływ na wyniki spółki. Zaktualizujemy naszą szacunki w najszybszym możliwym terminie, w bieżącym raporcie nie prezentujemy prognoz

dla tej spółki.

- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Play (kupuj), Orange Polska (kupuj), Wirtualna Polska (redukuj), Asseco SEE (przeważaj)

Gaming

- COVID-19 nie ma negatywnego wpływu na działalność operacyjną spółek z sektora gier wideo. Zgodnie z danymi przedstawionymi przez Superdata, sprzedaż gier wideo w marcu była rekordowa, co częściowo wynikało z zalecenia pozostania w domach w związku z pandemią COVID-19.
- Kurs CD Projekt wybił się na nowe szczyty, co wynikało z bardzo dobrej sprzedaży Wiedźmina 3 oraz oczekiwań dotyczących wyników sprzedażowych Cyberpunk 2077. Podwyższyliśmy nasze prognozy dla spółki oraz cenę docelową pozostawiając rekomendację trzymaj.
- 11 bit studios częściowo rozczarował wynikami za 2019 rok, a kurs spółki zachowywał się gorzej od kursów innych spółek z sektora. Spółka opublikowała założenia programu motywacyjnego na lata 2020-23/24, które są poniżej naszych oczekiwań. Nieznacznie skorygowaliśmy nasze prognozy oraz pozostawiliśmy rekomendację trzymaj dla spółki.
- Ten Square Games zaraportowało bardzo dobre wyniki za 2019 rok oraz opublikowało, że tempo wzrostu sprzedaży r/r przyspieszyło w 1Q'20. Biorąc pod uwagę bardzo dobre założenia dotyczące sprzedaży oraz spowolnienie dynamiki marketingu r/r, oczekujemy wzrostu wyniku EBITDA spółki o 204% r/r w 1Q'20. Uważamy, że TEN jest odpowiednio przygotowane do utrzymania wysokiej dynamiki sprzedaży Fishing Clash r/r w kolejnych miesiącach (potwierdzeniem są szacunki Sensor Tower dotyczące sprzedaży Fishing Clash w kwietniu).

Przemysł

- W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, 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 naruszają 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.
- Część z firm już w 1Q'20 odczuje spadki sprzedaży. Ta już w marcu znalazła się pod presją w Amica, Alumetal, czy Forte. W 1Q'20 z dobrej pogody, która pomagała branży budowlanej, skorzystały Cognor, czy Grupa Kęty. Obie Spółki odczuły spadek konkurencji ze strony dotkniętych przez COVID-19 producentów z Włoch. Perspektywy na 2Q'20 są na razie jednak ostrożne.
- Zarządy Spółek narzekają na skomplikowane procedury przedstawianej przez Rząd tarczy ochronnej. Podobne rozwiązania w innych krajach są ich zdaniem dużo prostsze do zastosowania. Pomoc dla dużych przedsiębiorstw znacząco niższa niż w przypadku małych.
- Spółki nie decydują się jeszcze na znaczące redukcję zatrudnienia, bojąc się, że nie dostaną wówczas pomocy

od Państwa. Duże redukcje jak na razie zapowiedziało BRW, Kross, Open Finance, czy Famur. Jak na razie redukcje dotyczą głównie umów na czas określony i pracowników z agencji pracy (przykład Alumetal, Grupa Kęty). Przedsiębiorstwa zwracają uwagę na spadek presji płacowej pracowników.

- Eksporterzy narzekają na obniżenie limitów przez ubezpieczycieli. Duże grupy chcąc skorzystać z sytuacji zwracają się do dostawców o wydłużenie terminów płatności. Zarządy zapowiadają, że należności będą bardzo skrupulatnie analizowane (przykłady Amica, Forte, Grupa Kęty).
- Niektóre spółki zdecydowały się na ponowne włączenie produkcji w drugiej połowie kwietnia i na początku maja (Amica, VW Poznań, Bosch w Łodzi, Stelmet). Część zakładów działa jednak na niskim obłożeniu. Część przedsiębiorców zdecydowała się na ograniczenie czasu pracy o 20% (np. Amica, czy Stalprodukt).
- Spółki w marcu i kwietniu rewidowały plany dywidendowe. O przełożeniu decyzji o wypłacie dywidendy na drugie półrocze zdecydował Alumetal. Famur z kolei zdecydował się zatrzymać cały zeszłoroczny zysk, mimo wcześniejszych chęci wypłaty 0,40 PLN dywidendy na akcję. Podobnie zadecydował Zarząd Cognor. Naszym zdaniem rewizję w dół prognozy może zapowiedzieć jeszcze Grupa Kęty, Amica i Mangata.
- Epidemia COVID-19 znacząco uderzyła w polskie górnictwo, które przy wysokich zapasach i spadku popytu na węgiel będzie musiało znacząco ograniczyć inwestycje. To przekładać się będzie na mniejszą sprzedaż i wyniki Grupy Famur.
- Spółki analizują programy inwestycyjne. Zapowiedź ograniczenia wcześniejszych budżetów zapowiedziała Grupa Kęty, Apator czy Amica.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Astarta (przeważaj), Boryszew (niedoważaj), Forte (niedoważaj), Kruszwica (przeważaj), Stelmet (kupuj), TIM (przeważaj)

Handel

- Działalność spółek z sektora handlowego została istotnie zaburzona przez restrykcje związane z COVID-19. 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. Zapowiedziane otwarcie galerii handlowych od 4 maja 2020 powinno pozwolić na stopniową odbudowę sprzedaży w sieci stacjonarnej oraz zwiększenie wpływów gotówkowych. Potencjalnym ryzykiem byłby wzrost liczby zachorowań i wycofanie się z uchylecia restrykcji.
- Otwarcie sklepów od początku maja powinno pozwolić na stopniową odbudowę sprzedaży. W podanych szacunkach VRG, CCC, LPP oczekujemy spadku sprzedaży w pierwszym miesiącu po otwarciu sklepów o odpowiednio 50%/70%/50-70% vs. założenia budżetowe. Zgodnie z

komentarzem zarządu CCC, spadek sprzedaży porównywalnej wyniósł 20-25% w sklepach otwartych w kwietniu (około 10% sieci spółki). Naszym zdaniem istotnym czynnikiem dla przyszłego zachowania się kursów spółek handlowych będą informacje o tempie odbudowy sprzedaży w sieci stacjonarnej.

- Popyt w kanale online rósł w tempie trzykrotnym zgodnie z komentarzami zarządów CCC i LPP. Oczekujemy utrzymania się wysokiego tempa poprawy sprzedaży w kanale internetowym w kolejnych miesiącach wynikającym z utrzymującej się ostrożności klientów związanej z COVID-19 i awersją do odwiedzania sklepów stacjonarnych.
- 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 wysoką niepewność dotyczącą przyszłych rezultatów, wynikającą z potencjalnego tempa odbudowy sprzedaży w sieci stacjonarnej oraz zwiększonej aktywności promocyjnej podmiotów w segmencie. Naszym zdaniem obecne wyceny spółek dyskontują optymistyczne scenariusze przedstawione przez nas dla LPP i VRG w osobnych raportach analitycznych.
- Spółki handlu spożywczego: kursy spółek z sektora zachowywały się znacznie lepiej niż cały rynek. Zwiększony popyt konsumpcyjny w marcu powinien sprzyjać poprawie lfl. Jednocześnie zwracamy uwagę na rosnącą bazę kosztową. W 2Q'20 oczekujemy, że negatywnie na dynamikę sprzedaży porównywalnej będą wpływały: niższa sprzedaż r/r w okresie Świąt Wielkanocnych oraz efekt wysokiej bazy. Jednocześnie oczekujemy wzrostu kosztów operacyjnych związanych z dostosowaniem się do wymogów wprowadzonych w związku z COVID-19 oraz z wydłużeniem godzin pracy sklepów. Zalecamy realizację zysku na Dino.
- AmRest odwołał guidance na 2020 rok oraz ocenił, że pandemia COVID-19 będzie miała istotny wpływ na wyniki spółki w 2020 roku. Spółka poinformowała również o podjętych działaniach mających na celu oszczędności po stronie kosztów wynagrodzeń. 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). Biorąc pod uwagę wysoką niepewność związaną z terminem otwarcia restauracji na poszczególnych rynkach, skalą spadku przychodów r/r oraz skalą oszczędności kosztowych zdecydowaliśmy się nie prezentować prognoz dla spółki. Zaktualizujemy naszą szacunki w najszybszym możliwym terminie.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** DNP (redukuj)

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

vs. konsensus	2017	2018	2019	+/=	vs. r/r	2017	2018	2019	'20	+/=
	1Q	2Q	3Q	4Q		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q
in minus	11	9	17	15	169	24	23	20	25	275
brak zaskoczeń	25	25	28	22	297	4	8	12	2	98
in plus	19	23	14	23	279	37	35	35	40	431
suma	55	57	59	60	745	65	66	67	67	804
in minus	20%	16%	29%	25%	23%	37%	35%	30%	37%	34%
in plus	35%	40%	24%	38%	37%	57%	53%	52%	60%	54%

** [+/=] – suma liczby kwartałów w ostatnich 3 latach, w których spółki zaraportowały wyniki zgodne lub powyżej oczekiwań rynkowych oraz w porównaniu r/r
 Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank; 1Q'20 r/r – prognoza mBanku

Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu

Sektor		Rynek polski	Rynek amerykański	Rynek europejski
Finanse	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	PEO, PZU	VOYA US	ALV GY, EBS AV, TLX GY, UBSG SW
	Spółki na minus	ING		
	Kluczowe katalizatory:	Komentarze zarządu podczas konferencji wynikowych 1Q	Po słabych wynikach 1Q'20	Działania na rzecz złagodzenia skutków COVID-19 oraz poprawy sytuacji w sektorze
Chemia	SENTYMENT	POZYTYWNY	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	CIE		BAS GY, EVK GY, LXS GY
	Spółki na minus	ATT		COVID DY
	Kluczowe katalizatory:	Polski sektor chemiczny bardziej odporny na COVID-19	Jasny punkt w globalnym przemyśle; dobre wyniki 1Q'20	
Surowce	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEGATYWNY	NEGATYWNY
	Spółki na plus	STP		
	Spółki na minus	JSW, KGH		
	Kluczowe katalizatory:	Słabe wyniki 1Q'20, spadek cen metali	Nadmierny globalny optymizm vs popyt z Chin utrzymujący zapasy w ryzach	
Paliwa	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	PGN	EQT US, COG US, FANG US	BP LN
	Spółki na minus	LTS, MOL		
	Kluczowe katalizatory:	Szok popytowy na produktach, tymczasowa presja na marże w downstream	Odbicie największych producentów, długoterminowych beneficjentów spadku cen; presja na downstream	
Energetyka	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	CEZ, ENA, PGE		EON BB
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:	Dobre wyniki za 1Q, mocny outlook na 2021 i rewolucyjne pomysły na separację węgla	Relatywnie defensywny sektor, ale po dużych wzrostach z przełomu 19/20	
Telekomy	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	PLY, OPL	CHTR US	DTE GY, TC1 GY
	Spółki na minus			O2D GY
	Kluczowe katalizatory:	Defensywny charakter sektora, dobre momentum na wynikach 1Q'20	Ekspozycja na media cięża na wynikach	Wsparcie niskich rentowności
Media	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus		DISCA US	
	Spółki na minus	WPL		SAX GY
	Kluczowe katalizatory:	Wysokie spadki wyników w 2020, duża niepewność w otoczeniu rynkowym	Tradycyjne media pod presją cięć budżetów reklamowych	
IT	SENTYMENT	POZYTYWNY	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	ASE	MSFT US, FIS US, MA US, CRM US	
	Spółki na minus		FB US	
	Kluczowe katalizatory:	W długim terminie sektor powinien zyskiwać na COVID-19, niskie zalewarowanie	Nadal "outperformer", "cash yield" > yield; dobór spółek istotny	
Gaming	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	TEN		
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:	Pozostanie w domach w związku z COVID-19 sprzyja sprzedaży gier	Dobre wyniki 1H vs wysokie oczekiwania; odmrażanie pogorszy sentyment	
Przemysł	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEGATYWNY	NEGATYWNY
	Spółki na plus	AST, KSW, STL, TIM	URI US	KGX GY
	Spółki na minus	FTE		VOE AV, KONE AV, VAR1 GY
	Kluczowe katalizatory:	Spadek wyników w 1H'20	Powrót produkcji bardziej bolesny niż zakłada rynek	
Automotive	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	AML	GM US	VOW3 GY
	Spółki na minus	BRS	TESLA US	
	Kluczowe katalizatory:	Słabe wyniki 1H'20, spadek wolumenów	Słaby konsument vs poprawa nastrojów przy wznowieniu produkcji, odłożony popyt	
Handel	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEGATYWNY	NEGATYWNY
	Spółki na plus		HD US, LEVI US	
	Spółki na minus	DNP		
	Kluczowe katalizatory:	Słaby efekt Świąt Wielkanocnych w 2Q'20, pogorszenie popytu konsumenckiego	Niedoszacowana słabość popytu konsumenckiego	

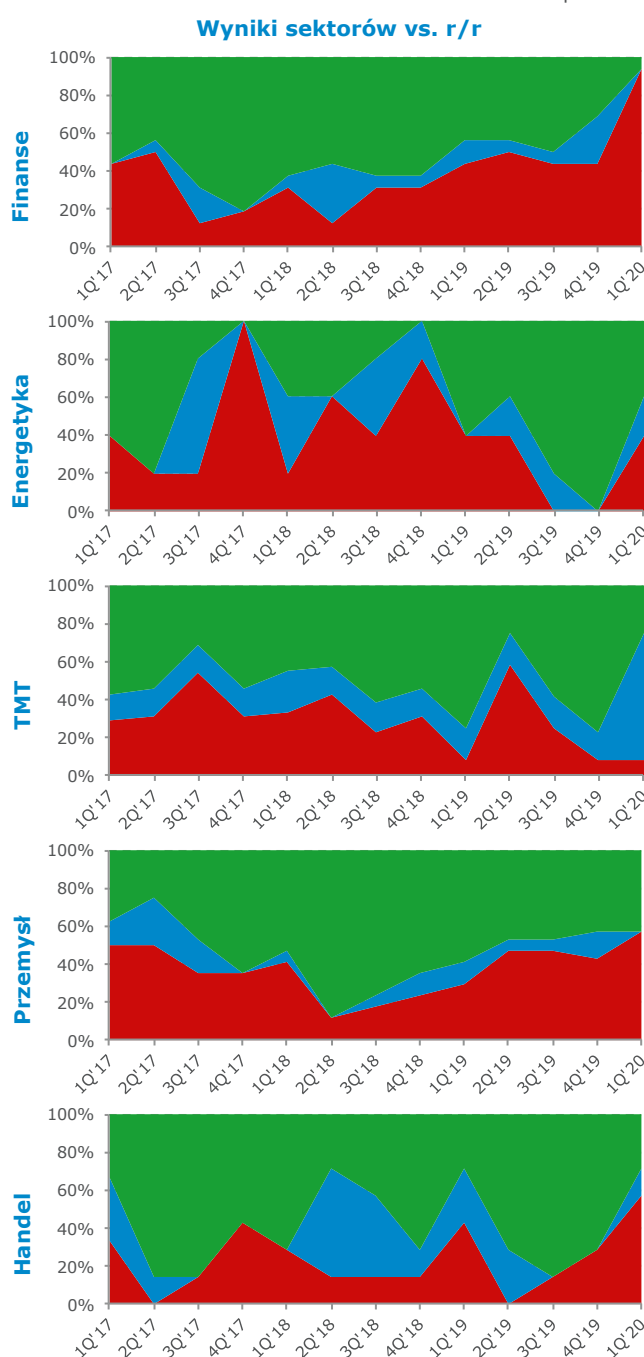
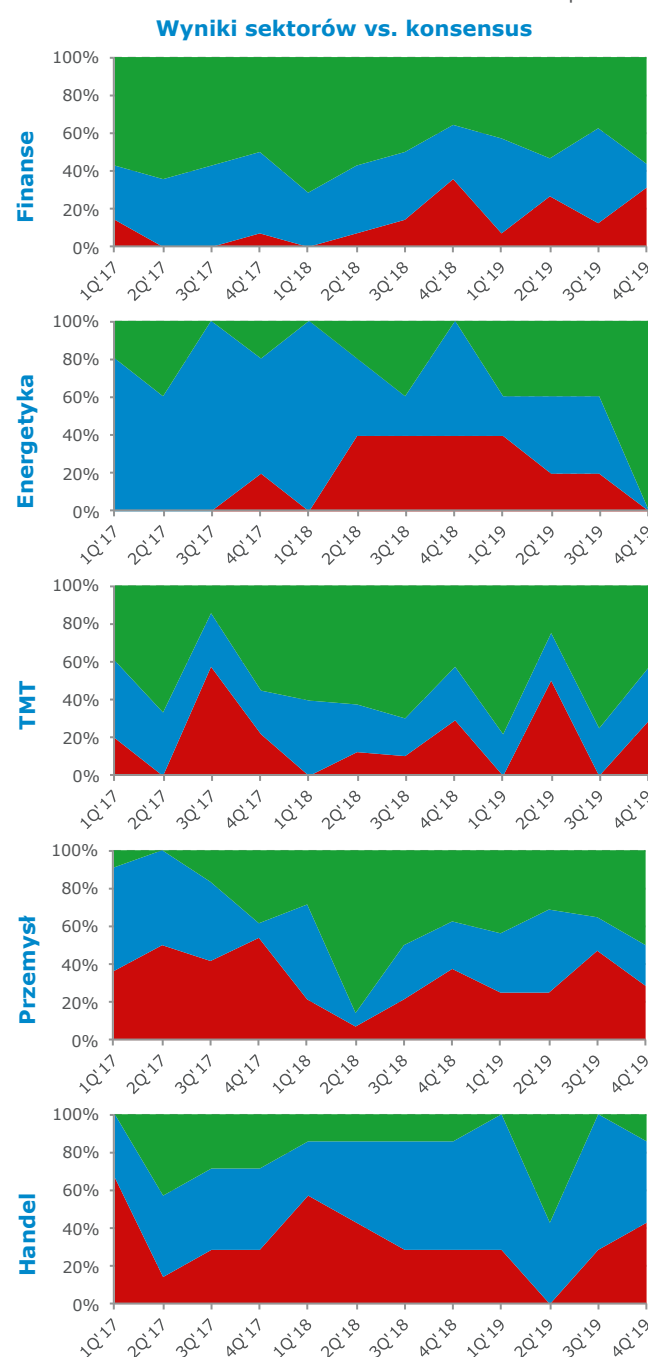
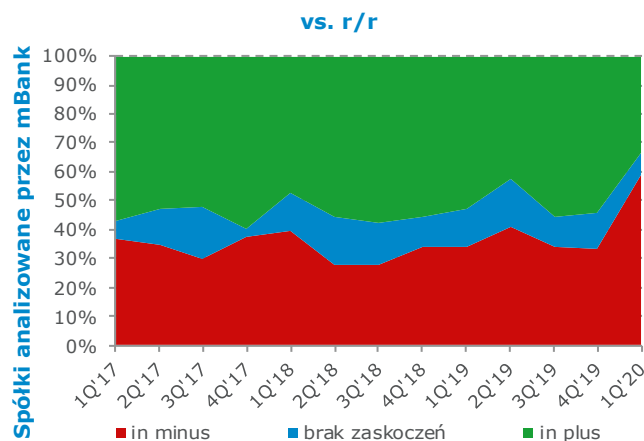
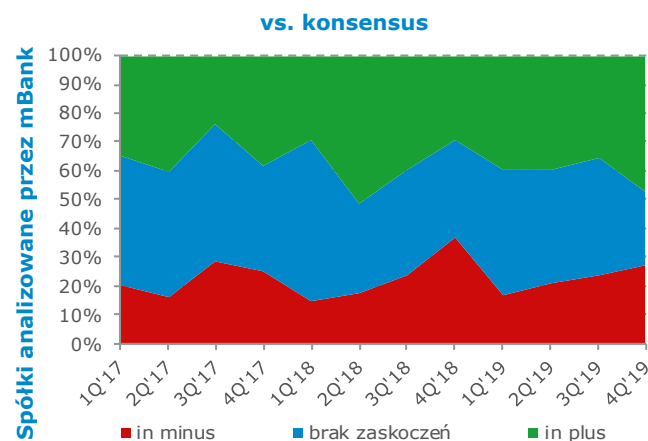
Zaskoczenia na wynikach spółek w poszczególnych kwartałach (vs. konsensus oraz vs. r/r)

vs.	2017	2018	2019	+/=	vs.	2017	2018	2019	'20	+/=
konsensus	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q		r/r	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q	
Finanse										
Alior Bank	- + + +	= + =	= - + -	75%	Alior Bank	- + + -	+ + - +	- - - -	-	38%
Handlowy	- + + +	+ + =	- - - +	50%	Handlowy	- - + +	+ + = -	- - - +	-	38%
ING BSK	+ = = =	= - = +	+ + - -	75%	ING BSK	+ - + +	+ = = -	= + + =	-	85%
Millennium	+ = + =	+ + = +	+ + + -	92%	Millennium	+ - + +	+ + + +	= - = -	-	69%
Pekao	+ = = +	= + + +	= = = +	100%	Pekao	- - = +	+ = + -	- + + =	-	62%
PKO BP	+ + + +	= = = =	= + = +	100%	PKO BP	- = + +	+ + + +	+ + + -	-	77%
Santander BP	= + + =	= + = -	= - = +	83%	Santander BP	- - + +	= = - +	- - + -	-	46%
Komercni	+ + + +	+ + + +	= = = =	100%	Komercni	+ - - +	- + + +	+ + - -	-	54%
Moneta	bd bd bd bd	bd bd bd bd	bd bd + =	100%	Moneta	- - = -	+ - + +	- + + =	-	54%
Erste Group	= + = +	+ + + +	+ + = +	100%	Erste Group	- - + +	+ + + +	+ - + =	-	69%
RBI	bd bd bd bd	bd bd bd bd	bd + = +	100%	RBI	+ + + +	+ = + -	= - = +	-	69%
OTP Bank	+ + + +	+ + + =	= + + +	100%	OTP Bank	+ + + +	+ + + +	+ + + +	-	92%
PZU	+ = = +	+ = + =	+ = = +	100%	PZU	+ + + +	- + + =	+ - - +	-	69%
Kruk	+ + + -	+ + + -	+ - + -	67%	Kruk	+ + = -	- = + +	+ - - -	-	54%
Skarbiec	= + + +	+ + + -	= + + +	92%	Skarbiec	+ + + +	- - - -	+ + + -	-	46%
GPW	= = + =	+ = - -	= = + =	75%	GPW	+ + + +	- + - -	- - + -	+	54%
Chemia										
Ciech	= = = +	= + = -	= = = +	92%	Ciech	+ - - +	- = - -	- = + +		50%
Grupa Azoty	+ - = -	= - - +	+ = + =	67%	Grupa Azoty	- + + +	- - - -	+ + + =	-	54%
Surowce										
JSW	+ + - -	= + = -	+ + + +	75%	JSW	+ + + +	- = = -	- = - -		54%
KGHM	+ = = +	= + - -	+ = + -	75%	KGHM	+ + + -	- + - =	+ - + -	-	54%
Paliwa										
Lotos	+ + + =	- + = -	= = - -	67%	Lotos	+ + + -	- + = +	+ = = -	+	77%
MOL	+ + - =	= = + +	= + = +	92%	MOL	+ + - +	- - + +	- = = -	+	62%
PGNiG	+ - - =	- + - -	= + - +	50%	PGNiG	+ = = =	- + + -	- - - +	-	54%
PKN Orlen	= = - -	= - = +	= + = -	75%	PKN Orlen	+ + + -	- - - +	= + + -	+	62%
Energetyka										
CEZ	= = = +	= - + =	= + - +	83%	CEZ	- - - -	- - + =	+ + = +	+	54%
Enea	= + = =	= - = -	+ + + =	91%	Enea	+ + = -	= - = -	+ + + =	+	75%
Energia	= = = -	= = - -	- - = -	55%	Energia	- + + =	+ + - -	- = + +		50%
PGE	= = = =	= = - -	- = = +	75%	PGE	+ + = -	+ + = -	- - + +	=	69%
Tauron	+ + = =	= + + =	+ = + +	100%	Tauron	+ + = -	- - - -	+ - + +	-	54%
Telekomunikacja										
Cyfrowy	+ = = =	+ = = =	= = = =	100%	Cyfrowy	+ + - -	= - = =	= = = =		75%
Netia	= = + +	= = = =	= + = =	100%	Netia	- - - -	= - - -	- - - +	=	23%
Orange PL	= + = +	= + + +	= = + +	100%	Orange PL	- = - +	= - + +	= = + +	+	77%
Play	bd bd	= = = =	+ + + =	100%	Play	+ + + =	- - - -	+ + = +	+	69%
Media										
Agora	= + = +	= + + +	+ - + =	92%	Agora	+ + = +	- - + +	+ - + +		75%
Wirtualna	+ = = =	= = = =	= = = =	100%	Wirtualna	+ + + +	+ + + +	+ + + +	-	92%
IT										
Aiellon	bd bd	- + = =	+ - = -	50%	Aiellon	+ + - +	= + - -	+ - - +		58%
Asseco BS	= = = +	= = + +	= = + +	100%	Asseco BS	+ + + +	+ + + +	+ - + +	=	92%
Asseco PL	= = - -	+ + + =	+ = + =	83%	Asseco PL	- - - -	+ + + +	+ - + -		50%
Asseco SEE	= + - =	= = + +	+ = + +	92%	Asseco SEE	+ + + +	+ + + +	+ + + +	+	100%
Atende	bd bd bd	= - + -	+ - = +	67%	Atende	+ - - +	- + + -	+ - - +		42%
Comarch	- + - -	+ + + +	+ - + -	58%	Comarch	- - - -	= + + +	+ - + +		58%
Gaming										
11 bit studios	= + - -	bd = - = +	- - - +	55%	11 bit studios	+ - = +	+ - + +	+ - - +	+	69%
CD Projekt	+ + - +	= = - -	+ + + +	75%	CD Projekt	+ + - -	- - - -	- + - +	+	38%
Ten Square G		- - - -	- - = +	50%	Ten Square G		+ + + +	+ + + +	+	100%
Przemysł										
AC	bd bd bd bd	bd bd bd =	= - + +	80%	AC	- + - -	+ + + +	+ - + -		58%
Alumetal	- = + =	= + = -	- = = =	75%	Alumetal	- - - +	+ + + -	- - - =	-	38%
Amica	= = - +	- + + +	= = + =	83%	Amica	- = - -	- + + +	= + + +	-	62%
Apator	= - = -	= + + =	= = + =	75%	Apator	+ - + +	- + + +	+ - - -		50%
Astarta	bd bd bd bd	bd bd bd bd	bd bd - +	50%	Astarta	+ + - -	- - - -	- + - +		40%
Boryszew	+ - + +	- = - -	= - = -	36%	Boryszew	+ + + +	- - - -	- - + +		45%
Cognor	bd bd bd bd	+ + = -	- + - -	50%	Cognor	+ + + +	+ + + -	- - - -	-	54%
Famur	bd - = +	+ + + +	+ + + -	73%	Famur	+ + + +	+ + + +	+ + - -		83%
Forte	= = - -	= + - -	+ = + +	58%	Forte	- - - -	- + - +	+ - + +	+	46%
Grupa Kęty	= = = -	= = = =	= = + +	92%	Grupa Kęty	+ + + +	+ + + +	= + + +	+	100%
Kernel	- - - +	= - + +	- = + +	58%	Kernel	- - - -	- + + +	- + = -	+	46%
Kruszwica	- - = -	+ + + +	+ + = -	64%	Kruszwica	= = = +	+ + + +	+ + - -		91%
Mangata	= - - -	+ + + -	+ = = +	67%	Mangata	= - = +	+ + + +	+ = = -		83%
PKP Cargo	= = = -	= + + -	= - - -	58%	PKP Cargo	+ + + -	+ + + +	+ - - -	-	62%
Pozbud	bd bd bd	+ + = -	= + + =	63%	Pozbud	- - = +	+ + + +	+ + + +		73%
Stelmet	- = - +	= + + +	+ + + +	75%	Stelmet	- - + +	= + + +	+ - + +		75%
TIM	bd bd bd bd	bd bd bd +	+ + + -	80%	TIM	- - - +	+ + + +	+ + + +		75%
Handel										
AmRest	- + + +	- - = +	- + = -	58%	AmRest	= + + -	+ = + +	+ + + -	-	77%
CCC	- + - -	- - - -	- + - -	17%	CCC	+ + + -	- - - -	- + - -	-	31%
Dino	bd + = +	+ = = =	= + = =	100%	Dino	bd + + +	+ + + +	+ + + +	+	100%
Eurocash	- = - -	= = - -	= = = +	58%	Eurocash	- = - -	+ = + +	- = + +	+	69%
Jeronimo	= = = =	= = = =	= = = =	100%	Jeronimo	= + + +	+ = = =	= + + +	+	100%
LPP	= = + =	- + + =	= + - -	75%	LPP	+ + + +	- + + +	= = + +	-	85%
VRG	- - = =	- = = =	= = = +	67%	VRG	- + + +	+ = = +	- + + +	-	77%

* [+/=] – udział kwartałów w ostatnich 3 latach, w których spółka zaraportowała wyniki zgodnie lub powyżej oczekiwań rynkowych oraz w porównaniu r/r

Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank; 1Q'20 r/r – prognoza mBanku

Zaskoczenia na wynikach wszystkich spółek analizowanych przez mBank oraz wybranych sektorów



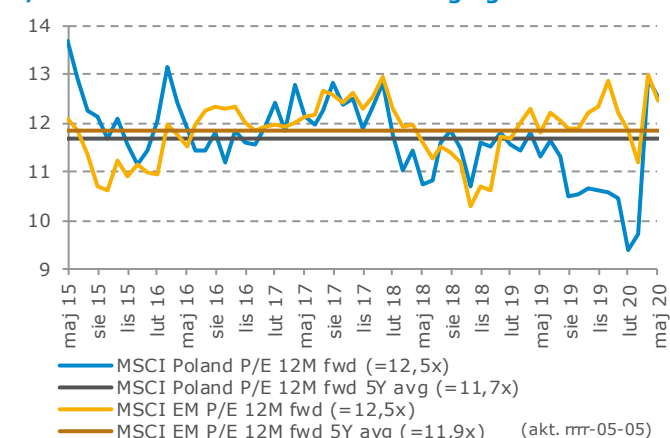
Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank

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

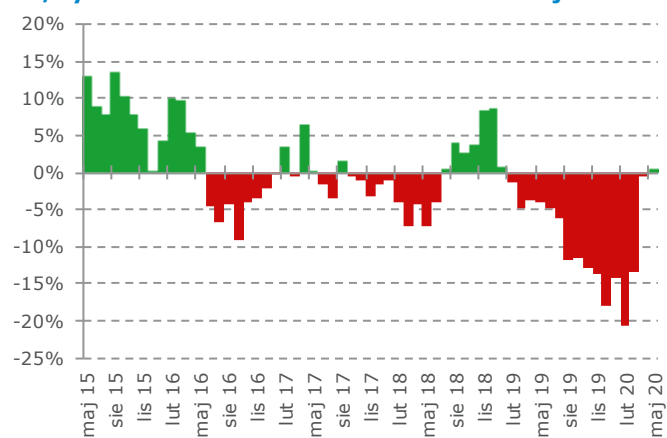
kwi 19=0	WIG30		Finanse		Paliwa		Energetyka		Handel		TMT		Chemia		Surowce	
	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank
maj 19	+0%	-4%	-1%	-2%	+1%	-2%	+2%	-11%	-4%	-4%	+1%	+3%	+44%	-4%	-2%	-14%
cze 19	+0%	-5%	-1%	-1%	+2%	-2%	+1%	-16%	-9%	-17%	+1%	+4%	+42%	-17%	-3%	-20%
lip 19	-1%	-5%	-3%	-3%	+1%	+3%	-1%	-16%	-9%	-17%	+7%	+6%	+51%	-17%	-6%	-20%
sie 19	-2%	-6%	-3%	-3%	+1%	+3%	+1%	-16%	-12%	-15%	+7%	+16%	+37%	-39%	-16%	-47%
wrz 19	-3%	-8%	-3%	-6%	+3%	+3%	-8%	-16%	-12%	-15%	+7%	+15%	+31%	-64%	-17%	-47%
paź 19	-4%	-12%	-5%	-9%	+6%	-3%	-10%	-29%	-15%	-17%	+3%	+15%	+5%	-56%	-26%	-35%
lis 19	-7%	-14%	-5%	-13%	-1%	+1%	-14%	-30%	-17%	-17%	+3%	+11%	-19%	-54%	-28%	-44%
gru 19	-9%	-14%	-4%	-13%	-3%	+1%	-24%	-30%	-22%	-17%	+1%	+11%	-47%	-54%	-32%	-44%
sty 20	-12%	-19%	-4%	-14%	-17%	-30%	-22%	-30%	-26%	-19%	+5%	+11%	-92%	-17%	-33%	-37%
lut 20	-14%	-20%	-7%	-14%	-15%	-30%	-28%	-30%	-27%	-21%	+3%	+11%	-81%	+2%	-37%	-50%
mar 20	-21%	-46%	-15%	-42%	-26%	-74%	-28%	-30%	-42%	-63%	+2%	+2%	-71%	+2%	-49%	-95%
kwi 20	-33%	-56%	-37%	-54%	-27%	-86%	-32%	-47%	-67%	-72%	-0%	-1%	-27%	-20%	-63%	-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 – rekomendacje wraz z datami aktualizacji ich oraz prognoz znajdują się w tabeli „Aktualne rekomendacje mBanku”; zmiana między miesiącami dotyczy okresu pomiędzy kolejnymi publikacjami niniejszego dokumentu wraz z danymi opublikowanymi w bieżącym wydaniu

P/E 12M fwd dla MSCI Polska i Emerging Markets oraz premia/dyskonto wskaźnika dla Polski wobec krajów EM

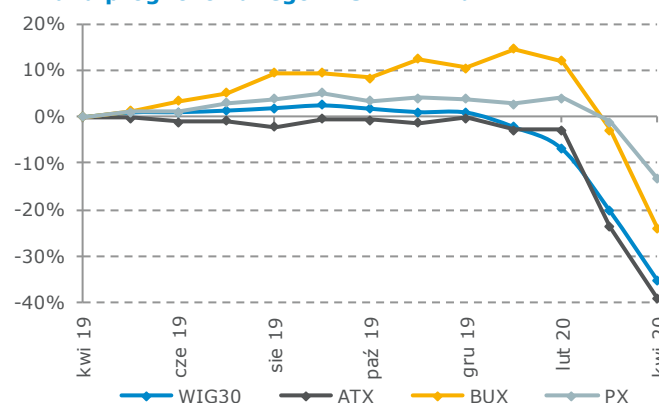


Źródło: Bloomberg, mBank



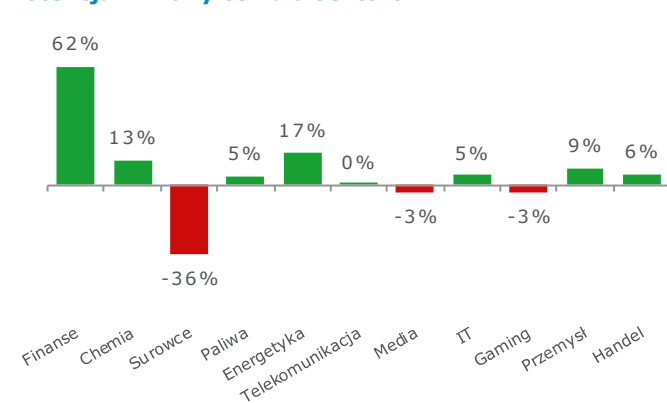
Źródło: Bloomberg, mBank

Zmiana prognozowanego EPS 12M fwd



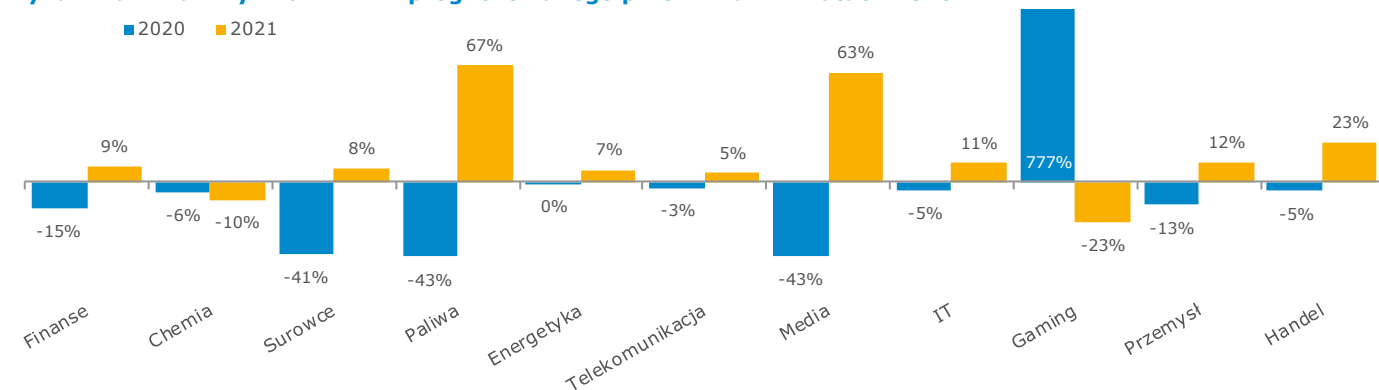
Źródło: Bloomberg, mBank

Potencjał zmiany cen dla sektorów



Źródło: mBank; na podstawie cen docelowych według mDM

Dynamika zmian wyniku EBITDA prognozowanego przez mBank w latach 2020-21



Źródło: mBank; dla sektora „finanse” dynamika zmian prognozowanego zysku netto, dla pozostałych sektorów – wyniku EBITDA

Odchylenie prognoz mBanku od konsensusu

Spółka	Rekomendacja mBank	TP mBank ¹	Rekomendacje ²			TP kons. ³	mBank/ kons. TP	ZN mBank/ kons.		EBITDA mBank/ kons.		Liczba prognoz ⁴
			▲	►	▼			2020	2021	2020	2021	
Finanse												
Alior Bank	kupuj	21,00	8	4	3	27,63	-24,0%	-	-10%			8
Handlowy	trzymaj	39,86	6	4	1	46,23	-13,8%	-12%	-2%			3
ING BSK	sprzedaj	114,14	3	3	6	150,65	-24,2%	+3%	-5%			4
Millennium	trzymaj	3,38	5	3	5	4,40	-23,2%	-91%	-58%			5
Pekao	kupuj	77,70	15	4	0	89,81	-13,5%	+7%	-10%			11
PKO BP	akumuluj	24,85	9	9	1	31,28	-20,5%	-35%	-23%			10
Santander Bank Polska	kupuj	194,52	7	8	2	210,31	-7,5%	-23%	-10%			10
Komercni Banka	kupuj	928,20	9	5	2	719,29	+29,0%	+36%	+29%			11
Moneta Money Bank	kupuj	94,33	11	1	0	83,39	+13,1%	+53%	+43%			5
Erste Group	kupuj	36,61	19	4	0	28,55	+28,2%	+73%	+58%			15
RBI	akumuluj	23,05	11	8	2	20,65	+11,6%	+72%	+42%			11
OTP Bank	trzymaj	14 681	11	4	1	12 983	+13,1%	+53%	-			8
PZU	kupuj	35,93	8	3	0	44,88	-19,9%	-15%	-9%			5
Kruk	kupuj	210,31	4	1	1	169,00	+24,4%	-	+77%			1
Skarbiec Holding	kupuj	21,20	2	0	0	21,20	+0,0%	+36%	-7%			1
GPW	kupuj	47,82	2	3	1	43,77	+9,3%	-8%	-10%	+8%	-4%	3/2
Chemia												
Ciech	kupuj	45,14	11	1	0	50,74	-11,0%	-16%	-6%	-3%	+7%	3/3
Grupa Azoty	trzymaj	28,42	4	5	1	34,23	-17,0%	+1%	-	+1%	-23%	2/4
Surowce												
JSW	sprzedaj	9,78	0	4	5	13,11	-25,4%	-	-	+12%	-10%	4/4
KGHM	sprzedaj	46,83	1	7	8	65,22	-28,2%	-40%	-64%	-16%	-31%	10/10
Paliwa												
Lotos	redukuje	59,22	8	4	2	72,68	-18,5%	-	-13%	-73%	-20%	7/7
MOL	trzymaj	1 927,0	5	8	0	2 525,6	-23,7%	-	-43%	-34%	-15%	7/8
PGNiG	kupuj	4,44	7	2	1	4,11	+8,2%	-1%	+27%	+0%	+10%	6/4
PKN Orlen	trzymaj	58,61	3	11	2	67,12	-12,7%	-	-18%	-38%	-13%	11/10
Energetyka												
CEZ	akumuluj	527,86	8	7	1	543,08	-2,8%	-3%	-28%	-0%	-5%	6/5
Enea	zawieszona	-	5	3	0	9,52	-	+12%	+25%	+9%	+12%	6/5
Energa	zawieszona	-	1	3	1	9,74	-	-2%	-5%	+7%	+1%	5/4
PGE	zawieszona	-	3	3	5	7,41	-	+14%	+18%	+6%	+6%	7/6
Tauron	zawieszona	-	2	6	3	1,69	-	-20%	+10%	+3%	-2%	6/5
Telekomunikacja												
Cyfrowy Polsat	trzymaj	24,10	3	9	2	28,55	-15,6%	-7%	+3%	-5%	-3%	8/9
Netia	akumuluj	4,40	5	2	0	4,20	+4,8%	+4%	+2%	+6%	-5%	2/3
Orange Polska	kupuj	6,90	4	10	1	6,85	+0,7%	-59%	+20%	+2%	+8%	8/6
Play	kupuj	33,50	10	4	1	36,39	-7,9%	-14%	-12%	-7%	-6%	11/10
Media												
Agora	akumuluj	8,60	3	0	0	8,60	+0,0%	-	-	-71%	-14%	1/1
Wirtualna Polska	redukuje	63,10	5	1	2	73,51	-14,2%	-29%	-1%	-14%	-2%	5/4
IT												
Asseco BS	równoważ	-	0	3	0	31,50	-	-5%	-1%	-3%	+1%	2/2
Asseco Poland	trzymaj	63,90	3	5	0	60,80	+5,1%	-20%	-12%	-11%	-4%	4/4
Asseco SEE	przeważaj	-	2	2	0	27,70	-	+3%	+10%	+5%	+13%	2/2
Gaming												
11 bit studios	trzymaj	422,00	7	4	0	450,05	-6,2%	-40%	+28%	-28%	+17%	4/3
CD Projekt	trzymaj	342,50	7	11	3	304,95	+12,3%	+28%	+33%	+12%	+14%	12/11
Ten Square Games	trzymaj	462,00	10	0	1	405,06	+14,1%	-7%	+5%	-7%	+4%	8/7
Przemysł												
AC	równoważ	-	2	1	0	40,80	-	-5%	-14%	-4%	-9%	3/3
Alumetal	równoważ	-	4	2	0	-	-	-35%	-16%	-22%	-10%	3/3
Apator	równoważ	-	1	3	0	19,50	-	-10%	-2%	-2%	+2%	2/2
Astarta	przeważaj	-	2	2	0	16,77	-	-	+3%	+17%	+3%	2/2
Boryszew	niedoważaj	-	0	0	1	-	-	-48%	+0%	-4%	+0%	2/2
Famur	trzymaj	2,20	4	2	0	4,19	-47,4%	-34%	-35%	-25%	-23%	4/4
Forte	niedoważaj	-	2	3	1	14,00	-	+48%	-20%	+6%	-8%	4/4
Grupa Kęty	trzymaj	335,96	5	5	0	413,41	-18,7%	-11%	-10%	-10%	-10%	10/10
Kemel	trzymaj	47,25	5	1	0	55,31	-14,6%	+4%	+13%	-9%	-5%	5/5
PKP Cargo	trzymaj	12,37	3	4	1	16,95	-27,0%	-	-	-30%	-28%	5/5
Handel												
Dino	redukuje	151,60	8	7	3	162,83	-6,9%	+3%	+8%	+1%	+1%	8/7

Źródło: Bloomberg, mBank; ¹cena docelowa Biura maklerskiego mBanku; ²rekomendacje w konsensusie (pozytywne, neutralne, negatywne); ³średnia cena docelowa konsensusu; ⁴liczba prognoz składających się na konsensus 2020 r. (zysk netto/EBITDA)

Aktualne rekomendacje mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Potencjał zmiany	P/E 2019	P/E 2020	EV/EBITDA 2019	EV/EBITDA 2020
Finanse						+55,1%	6,8	7,5		
Alior Bank	kupuj	2020-04-16	16,45	21,00	14,50	+44,8%	7,4	-		
Handlowy	trzymaj	2020-04-16	39,50	39,86	37,50	+6,3%	10,1	15,6		
ING BSK	sprzedaj	2020-04-16	141,00	114,14	129,60	-11,9%	10,2	18,7		
Millennium	trzymaj	2020-04-16	3,28	3,38	2,66	+27,1%	5,8	-		
Pekao	kupuj	2020-04-16	54,30	77,70	49,95	+55,6%	6,1	7,9		
PKO BP	akumuluj	2020-04-16	22,14	24,85	21,58	+15,2%	6,7	13,7		
Santander Bank Polska	kupuj	2020-04-16	160,70	194,52	151,30	+28,6%	7,2	15,5		
Komercni Banka	kupuj	2019-12-05	792,00	928,20 CZK	529,00	+75,5%	6,6	7,0		
Moneta Money Bank	kupuj	2019-08-28	75,95	94,33 CZK	51,00	+85,0%	6,8	6,4		
Erste Group	kupuj	2020-03-04	29,44	36,61 EUR	18,83	+94,5%	5,2	5,0		
RBI	akumuluj	2019-12-05	21,24	23,05 EUR	14,95	+54,2%	4,2	4,0		
OTP Bank	trzymaj	2019-12-05	14 870	14 681 HUF	9 285	+58,1%	6,4	5,8		
PZU	kupuj	2020-04-28	29,92	35,93	29,38	+22,3%	7,7	9,9		
Kruk	kupuj	2019-12-05	150,90	210,31	77,75	+170,5%	4,4	4,4		
Skarbiec Holding	kupuj	2020-03-04	18,80	21,20	18,05	+17,5%	9,5	6,9		
GPW	kupuj	2020-01-16	40,85	47,82	39,55	+20,9%	13,0	14,9		
Chemia						+13,4%	12,0	10,6	5,1	5,5
Ciech	kupuj	2020-04-14	31,80	45,14	37,80	+19,4%	16,9	8,8	6,0	5,3
Grupa Azoty	trzymaj	2020-04-17	28,00	28,42	26,25	+8,3%	7,0	12,3	4,3	5,7
Surowce						-35,6%	6,5	24,7	2,6	5,3
JSW	sprzedaj	2020-03-27	12,85	9,78	13,31	-26,5%	2,5	-	0,4	3,9
KGHM	sprzedaj	2020-05-05	74,00	46,83	74,00	-36,7%	10,4	24,7	4,8	6,8
Paliwa						+5,1%	8,2	11,8	4,1	8,2
Lotos	redukuj	2020-04-07	65,10	59,22	59,96	-1,2%	9,6	-	4,9	26,3
MOL	trzymaj	2020-03-31	1 849	1 927 HUF	2 032	-5,2%	6,9	-	3,5	8,6
PGNiG	kupuj	2020-04-07	3,48	4,44	3,65	+21,7%	15,4	11,8	4,5	4,3
PKN Orlen	trzymaj	2020-05-05	59,52	58,61	59,52	-1,5%	5,9	-	3,6	7,9
Energetyka						+17,0%	6,0	5,4	3,8	4,3
CEZ	akumuluj	2020-05-05	451,00	527,86 CZK	451,00	+17,0%	16,9	11,1	6,8	6,4
Enea	zawieszona	2020-02-27	6,00	-	5,52	-	2,3	2,3	2,8	2,8
Energia	zawieszona	2020-02-27	7,36	-	7,75	-	6,0	5,8	3,8	4,3
PGE	zawieszona	2020-04-27	4,05	-	3,99	-	-	5,4	2,7	3,1
Tauron	zawieszona	2020-05-05	1,14	-	1,14	-	-	3,0	4,4	4,8
Telekomunikacja						+0,5%	21,0	13,0	5,8	6,0
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2020-04-01	23,82	24,10	24,80	-2,8%	14,4	13,0	6,8	7,1
Netia	akumuluj	2020-05-05	3,91	4,40	3,91	+12,5%	27,7	25,2	4,0	4,2
Orange Polska	kupuj	2020-03-27	5,88	6,90	6,96	-0,8%	99,9	-	5,5	5,6
Play	kupuj	2020-03-25	29,04	33,50	31,70	+5,7%	9,3	10,1	6,1	6,4
Media						-3,3%	64,3	34,5	8,5	17,0
Agora	akumuluj	2020-04-15	7,74	8,60	7,56	+13,8%	99,5	-	5,7	20,3
Wirtualna Polska	redukuj	2020-04-20	67,80	63,10	67,80	-6,9%	29,1	34,5	11,3	13,8
IT						+5,2%	16,3	16,7	6,4	6,6
Ailleron	równoważ	2020-05-05	6,26	-	6,26	-	-	12,4	6,0	3,8
Asseco BS	równoważ	2020-05-05	35,80	-	35,80	-	16,3	17,8	11,0	11,4
Asseco Poland	trzymaj	2020-05-05	64,70	63,90	64,70	-1,2%	16,7	18,3	5,4	5,8
Asseco SEE	przeważaj	2020-05-05	31,40	-	31,40	-	17,9	17,1	9,1	8,0
Atende	równoważ	2020-05-05	2,94	-	2,94	-	8,8	16,2	4,5	7,0
Comarch	kupuj	2019-11-25	189,50	250,00	205,00	+22,0%	14,5	14,2	6,8	6,3
Gaming						-3,5%	45,3	25,5	34,8	21,5
11 bit studios	trzymaj	2020-05-05	408,50	422,00	408,50	+3,3%	47,8	67,5	32,4	37,2
CD Projekt	trzymaj	2020-05-05	357,90	342,50	357,90	-4,3%	-	15,7	-	13,5
Ten Square Games	trzymaj	2020-05-05	450,00	462,00	450,00	+2,7%	42,9	25,5	37,3	21,5
Przemysł						+9,0%	11,0	12,6	6,0	6,6
AC	równoważ	2020-04-01	39,00	-	37,90	-	9,8	12,9	6,8	8,2
Alumetal	równoważ	2020-04-01	34,60	-	38,10	-	11,5	19,0	6,5	9,1
Amica	równoważ	2020-04-01	84,30	-	95,80	-	6,8	11,8	4,3	6,6
Apator	równoważ	2020-04-01	16,20	-	18,95	-	12,3	12,6	6,4	6,9
Astarta	przeważaj	2020-04-01	11,50	-	12,35	-	-	4,1	6,7	2,7
Boryszew	niedoważaj	2020-04-01	3,74	-	3,55	-	11,7	42,1	6,4	8,4
Cognor	trzymaj	2020-04-22	0,95	0,94	0,91	+3,3%	8,3	75,9	4,0	6,1
Famur	trzymaj	2020-04-30	2,08	2,20	2,07	+6,5%	4,8	8,7	3,0	3,9
Forte	niedoważaj	2020-04-01	11,20	-	18,02	-	11,0	13,2	6,9	7,7
Grupa Kęty	trzymaj	2020-04-07	339,00	335,96	361,00	-6,9%	11,7	13,3	7,9	8,8
Kemel	trzymaj	2020-02-05	47,20	47,25	39,00	+21,2%	4,1	6,0	4,2	5,8
Kruszwica	przeważaj	2020-01-30	52,20	-	56,20	-	12,4	11,7	6,5	6,3
Mangata	równoważ	2020-04-01	50,00	-	52,00	-	7,0	13,6	5,2	7,1
PKP Cargo	trzymaj	2020-05-05	11,46	12,37	11,46	+7,9%	14,3	-	3,0	5,2
Pozbud	równoważ	2020-04-01	0,81	-	0,85	-	2,0	3,4	3,4	4,3
Stelmet	kupuj	2020-04-01	6,75	9,04	6,60	+37,0%	-	-	4,6	6,8
TIM	przeważaj	2020-04-01	9,20	-	9,96	-	11,0	11,5	6,0	6,0
Handel						+5,9%	19,7	27,8	8,6	9,3
AmRest	trzymaj	2020-03-04	39,55	40,00	26,40	+51,5%	19,6	23,7	9,0	7,9
CCC	zawieszona	2020-03-19	24,98	-	48,60	-	-	-	-	-
Dino	redukuj	2020-05-05	173,70	151,60	173,70	-12,7%	42,2	31,9	24,3	18,9
Eurocash	trzymaj	2020-05-05	21,10	20,50	21,10	-2,8%	40,7	41,7	7,3	7,2
Jeronimo Martins	trzymaj	2020-02-05	15,78	16,30 EUR	15,30	+6,6%	18,0	17,8	9,5	8,4
LPP	trzymaj	2020-05-05	6 075,00	5 800,00	6 075,00	-4,5%	19,8	-	8,2	39,4
VRG	trzymaj	2020-04-06	1,94	2,00	2,68	-25,4%	9,8	-	3,5	10,3

Zmiany rekomendacji w przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
11 bit studios	trzymaj	trzymaj	422,00 PLN	2020-05-05
Ailleron	równoważ	równoważ	- -	2020-05-05
Asseco BS	równoważ	równoważ	- -	2020-05-05
Asseco Poland	trzymaj	trzymaj	63,90 PLN	2020-05-05
Asseco SEE	przeważaj	przeważaj	- -	2020-05-05
Atende	równoważ	równoważ	- -	2020-05-05
CD Projekt	trzymaj	trzymaj	342,50 PLN	2020-05-05
CEZ	akumuluj	kupuj	527,86 CZK	2020-05-05
Dino	redukuj	trzymaj	151,60 PLN	2020-05-05
Eurocash	trzymaj	trzymaj	20,50 PLN	2020-05-05
KGHM	sprzedaj	redukuj	46,83 PLN	2020-05-05
LPP	trzymaj	kupuj	5800,00 PLN	2020-05-05
Netia	akumuluj	trzymaj	4,40 PLN	2020-05-05
PKN Orlen	trzymaj	akumuluj	58,61 PLN	2020-05-05
PKP Cargo	trzymaj	trzymaj	12,37 PLN	2020-05-05
Tauron	zawieszona	zawieszona	- -	2020-05-05
Ten Square Games	trzymaj	kupuj	462,00 PLN	2020-05-05

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Agora	akumuluj	kupuj	8,60 PLN	2020-04-15
Alior Bank	kupuj	kupuj	21,00 PLN	2020-04-16
Asseco BS	równoważ	przeważaj	- -	2020-04-23
Atal	zawieszona	akumuluj	- -	2020-04-02
Ciech	kupuj	kupuj	45,14 PLN	2020-04-14
Cognor	trzymaj	trzymaj	0,94 PLN	2020-04-22
Dom Development	zawieszona	trzymaj	- -	2020-04-02
Famur	trzymaj	kupuj	2,20 PLN	2020-04-30
Grupa Azoty	trzymaj	kupuj	28,42 PLN	2020-04-17
Grupa Kęty	trzymaj	trzymaj	335,96 PLN	2020-04-07
Handlowy	trzymaj	trzymaj	39,86 PLN	2020-04-16
ING BSK	sprzedaj	sprzedaj	114,14 PLN	2020-04-16
Lotos	redukuj	trzymaj	59,22 PLN	2020-04-07
Millennium	trzymaj	kupuj	3,38 PLN	2020-04-16
Pekao	kupuj	kupuj	77,70 PLN	2020-04-16
PGE	zawieszona	zawieszona	- -	2020-04-27
PGNiG	kupuj	trzymaj	4,44 PLN	2020-04-07
PKO BP	akumuluj	kupuj	24,85 PLN	2020-04-16
PZU	kupuj	kupuj	35,93 PLN	2020-04-28
Santander Bank Polska	kupuj	kupuj	194,52 PLN	2020-04-16
Ten Square Games	kupuj		462,00 PLN	2020-04-23
VRG	trzymaj	kupuj	2,00 PLN	2020-04-06
Wirtualna Polska	redukuj	trzymaj	63,10 PLN	2020-04-20

Statystyki rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Biurem maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	3	4,8%	1	4,5%
redukuj	3	4,8%	0	0,0%
niedoważaj	2	3,2%	1	4,5%
trzymaj	21	33,3%	6	27,3%
równoważ	9	14,3%	1	4,5%
akumuluj	5	7,9%	3	13,6%
kupuj	16	25,4%	9	40,9%
przeważaj	4	6,3%	1	4,5%

Kalendarium wydarzeń

Data	Spółka	Wydarzenie
5 maj	AC	Publikacja wyników za 1Q'20
5 maj	Moneta Money	Publikacja wyników za 1Q'20
6 maj	10:00 PKN Orlen	Publikacja wyników za 1Q'20 i telekonferencja (+48 22 583 90 21; ID: 26932685#)
6 maj	Alior Bank	Publikacja wyników za 1Q'20
6 maj	Komercni Banka	Publikacja wyników za 1Q'20
6 maj	PKO BP	Publikacja wyników za 1Q'20
7 maj	10:00 MOL	Publikacja wyników za 1Q'20 i telekonferencja (+44 20 3321 5202 ; ID:195 669 000#)
7 maj	Citi Handlowy	Publikacja wyników za 1Q'20
7 maj	Kruk	Publikacja wyników za 1Q'20
7 maj	Mangata	Publikacja wyników za 1Q'20
8 maj	Dino	Publikacja wyników za 1Q'20
8 maj	ING BSK	Publikacja wyników za 1Q'20
8 maj	OTP Bank	Publikacja wyników za 1Q'20
11 maj	Millennium	Publikacja wyników za 1Q'20
12 maj	CEZ	Publikacja wyników za 1Q'20
12 maj	Pekao	Publikacja wyników za 1Q'20
13 maj	BNP Paribas	Publikacja wyników za 1Q'20
13 maj	BOŚ	Publikacja wyników za 1Q'20
13 maj	Eurocash	Publikacja wyników za 1Q'20
13 maj	Jeronimo Martins	Publikacja wyników za 1Q'20 (po sesji)
13 maj	KGHM	Publikacja wyników za 1Q'20
13 maj	Lokum	Publikacja wyników za 1Q'20
13 maj	Tauron	Publikacja wyników za 1Q'20
14 maj	11 bit studios	Publikacja wyników za 1Q'20
14 maj	Cyfrowy Polsat	Publikacja wyników za 1Q'20
14 maj	Develia	Publikacja wyników za 1Q'20
14 maj	Enea	Publikacja wyników za 4Q'19
14 maj	Erbud	Publikacja wyników za 1Q'20
14 maj	GPW	Publikacja wyników za 1Q'20
14 maj	GTC	Publikacja wyników za 1Q'20
14 maj	Lotos	Publikacja wyników za 1Q'20
14 maj	PGNiG	Publikacja wyników za 1Q'20
14 maj	PZU	Publikacja wyników za 1Q'20
14 maj	RBI	Publikacja wyników za 1Q'20
15 maj	Apator	Publikacja wyników za 1Q'20
15 maj	Kruszwica	Publikacja wyników za 1Q'20
15 maj	Monnari	Publikacja wyników za 4Q'19
15 maj	Skarbiec	Publikacja wyników za 1Q'20
15 maj	Unibep	Publikacja wyników za 1Q'20
20 maj	TIM	Publikacja wyników za 1Q'20
21 maj	Astarta	Publikacja wyników za 1Q'20
21 maj	Atal	Publikacja wyników za 1Q'20
21 maj	Forte	Publikacja wyników za 1Q'20
21 maj	Grupa Azoty	Publikacja wyników za 1Q'20
21 maj	JSW	Publikacja wyników za 1Q'20
21 maj	LPP	Publikacja wyników za 2019/20
21 maj	PKP Cargo	Publikacja wyników za 1Q'20
22 maj	Enea	Publikacja wyników za 1Q'20
22 maj	Torpol	Publikacja wyników za 1Q'20
25 maj	Ten Square Games	Publikacja wyników za 1Q'20
26 maj	Archicom	Publikacja wyników za 1Q'20
26 maj	PGE	Publikacja wyników za 1Q'20
26 maj	Trakcja PRKiI	Publikacja wyników za 1Q'20
27 maj	Ciech	Publikacja wyników za 1Q'20
27 maj	Famur	Publikacja wyników za 1Q'20
28 maj	Boryszew	Publikacja wyników za 2019 rok
28 maj	Echo Investment	Publikacja wyników za 1Q'20
28 maj	Energa	Publikacja wyników za 4Q'19
29 maj	Amica	Publikacja wyników za 1Q'20
29 maj	Elektrobudowa	Publikacja wyników za 1Q'20
29 maj	Kernel	Publikacja wyników za 3Q'20
29 maj	PZU	Publikacja wyników za 1Q'20

Makroekonomia

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna w cenach stałych spadła o 9% w ujęciu rocznym w marcu. Prognozowaliśmy -10%. Wynik nominalny był nieco lepszy (-7,1%). Sprzedaż w marcu odzwierciedla zakupy na zapas (żywność i sklepy niewyspecjalizowane) oraz fizyczne (kwarantanna i kolejne wyłączenia działalności) i psychiczne ograniczenia (strach przed wirusem, ograniczenie aktywności, koncentracja na sprzedaży online), z którymi spotkali się w marcu konsumenci. Tapnięcie widać wszędzie. Wyłączając paliwa (nawiasem mówiąc wciąż notujące niezły wynik – to pewnie pochodną dokonywanych zapasów) i żywność sprzedaż plasuje się na solidnych minusach. Zakupy Wielkanocne zostały prawdopodobnie przesunięte na kwiecień, mimo że wzorzec sezonowy sugeruje realizację przynajmniej części z nich w marcu. Późna ubiegłoroczna Wielkanoc tworzy jednak mimo wszystko potężny efekt bazowy. Rynkowe badania konsumentów sugerują ograniczenie wartości „koszyka wielkanocnego” o około 10%. Nakładając na to zakotwiczenie się niskich poziomów sprzedaży w sekcjach spożywczych „covidowego” (wszystko poza żywnością i farmaceutykami) dochodzimy do wniosku, że sprzedaż realna w kwietniu może się obniżyć o 20% lub więcej. Tym samym nasze założenia dotyczące prawie 20% tapnięcia konsumpcji w II kwartale pozostają w mocy, zwłaszcza że wycofywanie się z ograniczeń podyktowanych narodową kwarantanną następuje powoli, a głównym przegranym wyłączeń są usługi, nieobecne w agregacie sprzedaży detalicznej.

Produkcja przemysłowa

Produkcja sprzedana przemysłu spadła w marcu o 2,3% r/r. Skala marcowych spadków była mniejsza niż nasze prognozy (-5,8% r/r) ale bliska rynkowemu konsensusowi (2,1%). Warto jednak dodać, że konsensus był wyjątkowo rozchwilany (minimum -16,3%, max +4,9%). Powody spadków są powszechnie znane: ograniczenia w liczbie pracowników (część przebywa na świadczeniach opiekuńczych), wyłączenia części zakładów, czy spadające w obliczu recesji zamówienia. Struktura odczytu jest mocno intuicyjna: największe spadki zanotowano w produkcji pojazdów samochodowych (-28,6% r/r – to kategoria silnie powiązana globalnymi łańcuchami dostaw) i w produkcji odzieży (-27,3% r/r – to jedna z branż, która jako pierwsza odczuła skutki ograniczeń w działalności m.in. galerii handlowych). Istotne spadki odnotowano też w produkcji skór i wyrobów skórzanych, mebli, czy górnictwie. Łącznie odnotowano ujemne wartości w kategoriach odpowiadających za prawie 40% wartości produkcji sprzedanej. Mocniej niż zakładaliśmy rosła natomiast produkcja artykułów spożywczych (+7,1% r/r), ale prawdziwą gwiazdą odczytu jest jednak, co oczywiste, produkcja wyrobów farmaceutycznych (+39,7% r/r). Ta ostatnia mogła solo dodać około 0,5pp. do odczytu. Kwiecień powinien przynieść większą skalę spadków. Po pierwsze, okres restrykcji i wyłączeń obejmie cały miesiąc (pierwsze znaczące ograniczenia pojawiły się w Polsce 11 marca wraz z wyłączeniem szkół). Po drugie coraz mocniej odczuwalne będą spadki nowych zamówień.

Ceny producentów już nie sprawiły takiej niespodzianki. Spadki cen w tej kategorii utrzymały się na poziomie sprzed miesiąca: -0,5%. Było to wypadkową przyspieszenia cen bazowych w przetwórstwie przemysłowym (tu modele pomyliły się wyjątkowo mało, bo tylko o 0,1pp), zgodnie z kierunkiem nadanym przez kurs, oraz potężnych spadków w sekcji związanej z produkcją koksu i rafinacji ropy naftowej: -16,3% m/m. Wypadkowa tych dwóch sił oczywiście spowodowała spadki cen producentów w ujęciu rocznym, choć nieco niższe od naszych założeń. Kolejny miesiąc przyniesie solidne spadki cen producentów, na co złożą się wolniejsze już przyrosty cen bazowych oraz potężne tapnięcie w sekcjach związanych z przetwórstwem ropy.

Rynek pracy

Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w marcu o 0,3% r/r – poniżej zarówno naszej prognozy (1% r/r) jak i rynkowego konsensusu (0,8%). Zatrudnienie między marcem a lutym spadło o 34 tys. etatów, co jest rekordowym odczytem dla tego miesiąca. Można domniemywać, że największe spadki zanotowano w kategoriach zakwaterowanie i gastronomia oraz handel i naprawa pojazdów. Procesy dostosowywania zatrudnienia, w obliczu kryzysu związanego z koronawirusem rozpoczęły się. Nie warto jednak wpadać w alarmistyczny ton, gdyż nie cały spadek zatrudnienia można przypisać tylko i wyłącznie zwolnieniom. Nieco więcej światła na przyczyny spadków rzuca komentarz GUS do odczytu. Wskazuje on, że spadki zatrudnienia były wynikiem odejść pracowników na emeryturę, zakończenia umów terminowych, urlopów bezpłatnych i w końcu rozwiązywania umów o pracę. Dodatkowo, spadek zatrudnienia wynika z raportowania zasiłków opiekuńczych. Zgodnie z objaśnieniami do formularza badania przedsiębiorstw, w liczbie zatrudnionych nie należy ujmować osób, które przebywały na urlopach bezpłatnych, wychowawczych, otrzymywały zasiłki chorobowe, macierzyńskie, rodzicielskie i opiekuńcze. Przy stabilnej sytuacji kadrowej odlicza się tych, którzy przebywali na zwolnieniu 14 dni, przy dużej płynności kadr bierze się pod uwagę średnią ze stanów dziennych, a więc wymóg 14-dniowy nawet nie jest wiążący.

To całkowicie wyjaśnia zagadkę skali spadku zatrudnienia w marcu. Kolejne miesiące przyniosą jednak kolejne spadki. W kwietniu osoby na zasiłku opiekuńczym wciąż nie będą wliczać się do zatrudnienia, a do tego dojdą wypowiedziane z końcem marca umowy o pracę. Spodziewamy się, że spadki zatrudnienia zatrzymają się na przełomie lipca i sierpnia – ze względu na formę umowy o pracę (różne okresy wypowiedzenia), redukcja zatrudnienia będzie rozciągana w czasie. Oczekujemy jednak, że formy wsparcia dla przedsiębiorstw (tarcza antykryzysowa i w szczególności tarcza finansowa PFR), pozwolą częściowo zatrzymać falę zwolnień, co pisaliśmy już przy okazji analizy wpływu tarczy PFR na stopę bezrobocia.

Przeciętne wynagrodzenie wzrosło w marcu o 6,3% r/r, czyli blisko naszej prognozy jak i rynkowych szacunków (po 6,4% r/r). Tu wpływ obecnych zawirowań gospodarczych jest na razie niewielki. Podwyżki najprawdopodobniej negocjowane były z końcem lutego – przed pierwszymi zachorowaniami w Polsce. Wzrost płac przypisać można prognozowanym wzrostom w przetwórstwie przemysłowym, budownictwie, handlu i transporcie. Obniżone mogły jednak zostać ruchome wskaźniki wynagrodzeń i ich części zależne od czasu pracy. Niejako przeciwwagą dla tych składników mogły być dodatkowe premie wypłacone pracownikom firm będących na froncie kontaktu z klientami i obsługujących zwiększoną falę zakupów (handel podstawowymi artykułami, firmy kurierskie). Najbliższe miesiące spowodują jednak istotne spowolnienie przeciętnego wynagrodzenia. W obliczu redukcji etatów, podwyżki płac nie wydarzą się. Można oczekiwać więc ze dynamika płac obniży się w okolice zera.

Inflacja

Odczyt flash inflacji uplasował się dokładnie w konsensusie rynkowym (3,4%) i sporo powyżej naszych oczekiwań (3,1%). Sprawa nie jest ostatecznie rozstrzygnięta, bo szacunek może się jeszcze zmienić w połowie miesiąca (wyjątkowo historia może tu nie być dobrym prognostykiem skali rewizji). Tym niemniej widać dokładnie, że GUS do tej pory poszedł wyraźnie drogą wyznaczoną przez choćby urzędy niemieckie i przypisał brakującym danym dynamiki miesięczne z kwietnia ubiegłego roku. Szacujemy, że inflacja

bazowa mogła utrzymać się na poziomie 3,6%. W maju zbliżyliśmy się bardziej do normalnych szacunków cen, dokonywanych bardziej standardowymi metodami.

Dług publiczny

Łącznie z wcześniej uchwalonym pakietem, koszty rządowej tarczy antykryzysowej dla sektora finansów publicznych wyniosą 86 mld PLN. Podkreślamy słowo „rządowej”, bo obok niej istnieje też tarcza finansowa PFR o wartości 100 mld PLN, jednak zadłużenie PFR nie wliczy się do długu publicznego, który jest tutaj w centrum uwagi. Kwotę wpływu tarczy antykryzysowej na saldo SFP podajemy za ocenami skutków regulacji (OSR) do uchwalonych ustaw. Ujęto w nich m.in. koszty zwolnienia części przedsiębiorców ze składek na ubezpieczenia społeczne, wypłaty tzw. postojowego, wypłaty świadczenia opiekuńczego, czy mikropożyczki dla przedsiębiorców. Do rachunku utraconych przychodów należy jeszcze dodać brak wpłaty do budżetu w kwocie 9,7 mld PLN z tytułu opłaty przekształceniowej OFE na IKE (choć formalnie nie zdecydowano się jeszcze na rezygnację z tego programu, to coraz częściej pojawiają się głosy, że zostanie on odroczony w czasie).

Rachunki te nie uwzględniają jednak spadku wpływów podatkowo-składowych wynikających z pogorszenia wzrostu gospodarczego, a to one będą miały największy udział w ujemnym saldzie SFP w tym roku. Budżet przygotowywany był przy założeniu 3,7% wzrostu PKB w 2020 roku. Nasz obecny szacunek to -4,2% r/r. Prognozowana przez nas ścieżka PKB implikuje spadek wpływów podatkowo-składowych o 131 mld PLN w całym sektorze finansów publicznych (uwzględnione są tu więc również samorządy lokalne czy FUS). Jest to kwota wynikająca tylko z założenia niższej ścieżki PKB. Należy więc do niej doliczyć utracone dochody i wydatki związane z tarczą antykryzysową (86mld PLN). Łączny rachunek to 227 mld PLN.

Z czego wynika tak duże tąpnięcie przychodów podatkowych? Ich dynamika zależy nieliniowo od dynamiki PKB (duże znaczenie ma tu luka popytowa). Każdy kolejny utracony punkt procentowy wzrostu PKB kosztuje finanse publiczne bardziej. Spada konsumpcja prywatna, która stanowi najbardziej stabilną część bazy podatkowej. Dodatkowo zmienia się też jej struktura (np. ostatnie tygodnie to relatywnie wyższa konsumpcja dóbr o niższej stawce VAT). Do tego nie zrealizuje się część zakładanych uszczelnień podatkowych, a część z dotychczasowo wprowadzonych restrykcji może się rozluźnić.

Przy uwzględnieniu wspomnianych 227 mld PLN dodatkowego długu, dług publiczny przebiłby ustawowy limit 55% i wyniósłby 55,6% PKB. Jest to jednak zbyt restrykcyjne założenie – nie uwzględnia bowiem niższych wydatków SFP. Te zazwyczaj są o ok. 2% niższe wobec planów budżetowych (to składałoby się na dług w wysokości 54,9% PKB). Zakładamy jednak, że skala redukcji wydatków będzie większa, zarówno ze strony budżetu centralnego jak i jednostek samorządowych. Ciecica w administracji publicznej zapowiadał już rzecznik rządu, również samorządy zapowiadają znaczące ograniczenia wydatków. Do tego należy dodać jeszcze zysk NBP, który trafi do budżetu państwa (7,4 mld PLN). W efekcie szacujemy, że dług publiczny wzrośnie do 53,5% PKB, a potrzeby pożyczkowe netto całego sektora finansów publicznych zwiększą się o 180 mld PLN. Dokładając do tego dodatkowe 100 mld z tarczy PFR otrzymujemy 280 mld PLN emisji, które będą musiały zostać zaabsorbowane przez rynek. Kwota wydaje się potężna w odniesieniu do potrzeb pożyczkowych z ostatnich lat. Strukturalne operacje otwartego rynku zapowiedziane przez NBP nie mają jednak limitu kwotowego.

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

Finanse

Alior Bank

kupuj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Nasze prognozy dla Alior Banku zawierają już obniżkę stóp procentowych o 100 p.b., niższe koszty BFG, wzrost kosztu ryzyka do 300 p.b. w 2020 roku oraz spadek wolumenu kredytów o blisko 6% w 2020 roku. Nie oczekujemy kolejnych obniżek ze względu na pogarszającą się sytuację SKOKów oraz Banków Spółdzielczych oraz ze względu na cofnięcie się stopy depozytowej NBP do negatywnych wartości, a przez to kontr produktywny efekt do stimulusa fiskalnego. Obniżka stopy bazowej spowodowała, że obecnie oczekujemy straty netto w 2020 roku na poziomie 42 mln PLN wobec 22 mln PLN zysku netto z poprzedniej prognozy. Uważamy, że Alior Bank, jak i sektor ogółem, będzie w stanie zniwelować część ubytku marży odsetkowej na przestrzeni kolejnych trzech lat ze względu na wyższe od średniej koszty finansowania w banku oraz ze względu na wysoką bazę depozytową sektora, która powinna dalej rosnąć dzięki stimulusowi fiskalnemu. Historycznie, po ostatnim cięciu stóp procentowych na poziomie 100 p.b. Alior Bank „odpracował” około 35% ubytku marży w przeciągu kolejnych 3 lat. Nasza cena docelowa na poziomie 21,00 PLN na akcję wskazuje na potencjał wzrostu. Niemniej jednak podkreślamy, że w czarnym scenariuszu, który zakłada dalszą obniżkę stóp procentowych do 0 oraz wzrost kosztu ryzyka o kolejne 50 p.b. w 2020 i 2021 roku cena docelowa Alior Banku spada do 8,07 PLN na akcję implikując rekomendację sprzedaj. Uważamy, że istotna dla materializacji czarnego scenariusza będzie przeciągająca się kwarantanna, której obecnie koniec szacujemy na maj/czerwiec.

Cena bieżąca

14,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

21,00 PLN

+44,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	21,00 PLN	2020-04-16

Podstawowe dane			ALR PW	vs. WIG
Ticker	ALR PW	Zmiana 1M	+23,4%	+15,0%
ISIN	PLALIOR00045	Zmiana YTD	-49,4%	-27,3%
Liczba akcji (mln)	129,3	Średni obrót 1M	21,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 874,2	Średni obrót 6M	17,0 mln PLN	
		P/E 12M fwd	14,7	+25,0%
Free float	74,8%	P/E 5Y avg	11,8	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	3 601	3 085	3 181	2 779	2 755
WNDB	3 797	4 124	4 140	3 623	3 607
Koszty	-1 930	-1 847	-1 976	-1 631	-1 635
Saldo rezerw	-930	-1 080	-1 443	-1 774	-1 328
Zysk netto	515	713	253	-42	295
P/E	3,6	2,6	7,4	-	6,4
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
ROE	8,0%	10,8%	3,8%	-	4,3%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	3 085	3 181	2 779	2 755	2 914
Wynik prowizyjny	436	667	611	610	642
Wynik handlowy	476	149	104	106	108
Pozostałe przychody netto	127	143	129	136	142
Wynik pozaodsetkowy	1 039	959	844	852	892
WNDB	4 124	4 140	3 623	3 607	3 807
Koszty operacyjne	1 847	1 705	1 631	1 635	1 642
Zysk operacyjny	2 277	2 164	1 992	1 972	2 165
Saldo rezerw	1 080	1 443	1 774	1 328	1 298
Udział w jednostkach zał	0	0	0	1	2
Wynik brutto	1 196	721	218	644	867
Podatek	275	242	46	135	182
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	208	226	215	214	224
Zysk netto	713	253	-42	295	460

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Kredyty netto	54 246	55 871	52 818	54 230	57 505
Pozostałe aktywa	19 174	20 865	20 982	21 180	21 477
Aktywa razem	73 420	76 736	73 799	75 410	78 983
Depozyty	62 436	64 999	62 007	62 436	65 124
Pozostałe zobowiązania	4 498	4 978	5 076	5 963	6 256
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	0
Kapitały własne	6 486	6 759	6 717	7 011	7 603

Wskaźniki

(%)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
NIM	4,5%	4,5%	3,9%	3,9%	4,0%
C/I	44,8%	47,7%	45,0%	45,3%	43,1%
CoR	1,9%	2,4%	3,0%	2,3%	2,2%
NPL Ratio	10,6%	10,3%	9,9%	9,8%	9,8%
Tier 1	12,8%	14,0%	14,6%	13,7%	13,6%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2020-22)	0	0%
Korekta o PV	324	6%
Etap II (2023-37)	3 340	64%
Etap III (2038-57)	865	17%
Wartość rezydualna	654	13%
Wartość godziwa	5 184	100%
Liczba akcji (mln)	129	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	40,11	
Cena docelowa za 9M (PLN)	42,66	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	7 419	149%
Etap I (2020-22)	-541	-11%
Korekta o PV	115	2%
Etap II (2023-37)	-1 381	-28%
Etap III (2038-57)	-636	-13%
Wartość godziwa	4 976	100%
Liczba akcji (mln)	129	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	38,50	
Cena docelowa za 9M (PLN)	40,95	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	5 184
Zyski ekonomiczne	50%	4 976
Średnia wartość godziwa		5 080
na akcję (PLN)		39,30
Podatek bankowy		-19,56
Wartość godziwa na akcję		19,74
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		21,00

Handlowy trzymaj (bez zmian)

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

Nasze estymacje biorą pod uwagę oba ostatnie cięcia stóp procentowych, wzrost kosztów ryzyka o 202 p.b w 2020 roku oraz wzrost wolumenów kredytowych o 1,2%. W efekcie nasza prognoza zysku netto na 2020 rok wynosi 314 mln PLN. Podobnie jak w przypadku innych banków uważamy, że Handlowy będzie wstanie częściowo odrobić spadek marży odsetkowej wywołany cięciem stóp poprzez dostosowanie po stronie struktury depozytów oraz ich oprocentowania. W przypadku poprzedniego cięcia stóp o 100 p.b. Handlowy odrobił około 80% ubytku na marży w przeciągu 3 lat. Nie wierzymy, że w obecnych warunkach Handlowy z równą łatwością odrobi wyrwę w marży, dlatego szacowane przez nas odbicie zakłada 30% do końca 2022 roku. Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację trzymaj. W przypadku negatywnego scenariusza, który zakłada cięcie stóp o dodatkowe 50 p.b. w 2021 roku oraz CoR wyższy o 50 p.b. w 2021 i 2021 roku cena docelowa spada do 31,40 PLN co implikuje negatywną rekomendację.

Cena bieżąca	37,50 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	39,86 PLN	+6,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	39,86 PLN	2020-04-16

Podstawowe dane		BHW PW	vs. WIG
Ticker	BHW PW	Zmiana 1M	-8,9%
ISIN	PLBH00000012	Zmiana YTD	-27,6%
Liczba akcji (mln)	130,7	Średni obrót 1M	2,3 mln PLN
MC (mln PLN)	4 899,7	Średni obrót 6M	2,4 mln PLN
		P/E 12M fwd	13,7
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	12,4
			premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	1 082	1 108	1 154	953	905
WNDB	2 079	2 159	2 256	2 196	2 027
Koszty	-1 192	-1 180	-1 254	-1 225	-1 233
Saldo rezerw	-103	-64	-238	-432	-201
Zysk netto	536	639	487	314	350
P/E	9,1	7,7	10,1	15,6	14,0
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
ROE	7,8%	9,1%	6,9%	4,3%	4,8%
DPS	4,60	4,10	3,74	0,00	3,05
DYield	12,3%	10,9%	10,0%	0,0%	8,1%
Zmiana prognoz		2020P	2021P	2022P	
Wynik odsetkowy		0,0%	0,0%	0,0%	
Wynik prowizyjny		0,0%	0,0%	0,0%	
Koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%	
Saldo rezerw		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

RZiS

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	1 108	1 154	953	905	975
Wynik prowizyjny	550	565	539	554	570
Wynik handlowy	487	491	657	520	538
Pozostałe przychody netto	15	46	46	48	50
Wynik pozaodsetkowy	1 052	1 102	1 243	1 122	1 158
WNDB	2 159	2 256	2 196	2 027	2 133
Koszty operacyjne	1 180	1 254	1 225	1 233	1 265
Zysk operacyjny	980	1 002	971	793	868
Saldo rezerw	64	238	432	201	124
Udział w jednostkach zał	0	0	0	0	0
Wynik brutto	916	764	539	593	743
Podatek	190	180	121	133	167
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	87	98	104	109	112
Zysk netto	639	487	314	350	464

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2020-22)	544	8%
Korekta o PV	355	6%
Etap II (2023-37)	4 730	74%
Etap III (2038-57)	481	8%
Wartość rezydualna	296	5%
Wartość godziwa	6 407	100%
Liczba akcji (mln)	131	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	49,04	
Cena docelowa za 9M (PLN)	52,16	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	8 659	141%
Etap I (2020-22)	-716	-12%
Korekta o PV	74	1%
Etap II (2023-37)	-1 543	-25%
Etap III (2038-57)	-342	-6%
Wartość godziwa	6 131	100%
Liczba akcji (mln)	131	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	46,93	
Cena docelowa za 9M (PLN)	49,92	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	6 407
Zyski ekonomiczne	50%	6 131
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		47,98
Podatek bankowy		-10,51
Wartość godziwa na akcję		37,47
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		39,86

ING BSK sprzedaj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Zgodnie z przedstawionym guidance Zarządu, wrażliwość ING BSK na cięcie stóp procentowych jest obecnie wyższa niż w przeszłości. Według raportu bieżącego, efekt cięć przełoży się na niższy wynik odsetkowy o 170-220 mln PLN w 2020 roku, czyli prawie dwukrotnie więcej niż pierwotnie zakładaliśmy. Obecnie nasze estymacje uwzględniają oba dotychczasowe cięcia stóp procentowych oraz zakładają koszty ryzyka w 2020 roku na poziomie 123 p.b. oraz spadek wolumenów kredytowych o 0,8%. Zakładamy, że ING częściowo odrobi marżę biorąc pod uwagę nadpłynność na rynku depozytów, która dodatkowo wsparta przez rządowy stymulus będzie wspierała ewentualne zmiany w pricingu oraz strukturze depozytów. Zwracamy jednak uwagę, że w 2019 roku ING miał koszty finansowania niższe od rynkowej średniej, co oznacza, że przestrzeń do cięć będzie ograniczona, a skala zmiany oprocentowania depozytów powinna być mniejsza niż średnia rynkowa. Ostatecznie nasza cena docelowa, uwzględniająca skorygowane prognozy, wynosi 114,14 PLN, co nadal przekłada się na rekomendację sprzedaj. Tak samo jak w innych bankach, przedstawiamy również scenariusz negatywny, zakładający dodatkowe cięcie stóp procentowych o 50 p.b. oraz koszty ryzyka wyższe o 50 p.b. w 2020 i 2021 roku. Realizacja takiego scenariusza oznaczałaby cenę docelową na poziomie 92,87 PLN.

Cena bieżąca

129,60 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

114,14 PLN

-11,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	sprzedaj	114,14 PLN	2020-04-16

Podstawowe dane			ING PW	vs. WIG
Ticker	ING PW	Zmiana 1M	-0,5%	-8,9%
ISIN	PLBSK0000017	Zmiana YTD	-34,8%	-12,6%
Liczba akcji (mln)	130,1	Średni obrót 1M		3,2 mln PLN
MC (mln PLN)	16 861,0	Średni obrót 6M		2,2 mln PLN
		P/E 12M fwd	17,8	+19,6%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	14,8	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	3 453	3 760	4 294	4 295	4 318
WNDB	4 756	5 233	5 790	5 798	5 797
Koszty	-2 123	-2 327	-2 497	-2 566	-2 663
Saldo rezerw	-421	-501	-606	-1 480	-1 174
Zysk netto	1 403	1 526	1 659	903	1 057
P/E	12,0	11,1	10,2	18,7	16,0
P/BV	1,4	1,3	1,1	1,1	1,0
ROE	12,6%	12,1%	11,6%	5,8%	6,6%
DPS	0,00	3,20	3,50	0,00	3,47
DYield	0,0%	2,5%	2,7%	0,0%	2,7%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	3 760	4 294	4 295	4 318	4 475
Wynik prowizyjny	1 305	1 372	1 312	1 333	1 388
Wynik handlowy	154	130	176	132	139
Pozostałe przychody netto	14	-6	14	14	15
Wynik pozaodsetkowy	1 473	1 496	1 502	1 479	1 542
WNDB	5 233	5 790	5 798	5 797	6 017
Koszty operacyjne	2 327	2 497	2 566	2 663	2 741
Zysk operacyjny	2 906	3 292	3 232	3 134	3 276
Saldo rezerw	501	606	1 480	1 174	859
Udział w jednostkach zał	0	7	7	7	6
Wynik brutto	2 405	2 694	1 759	1 966	2 423
Podatek	507	599	394	440	543
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	372	436	462	469	487
Zysk netto	1 526	1 659	903	1 057	1 393

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Kredyty netto	103 126	118 288	117 303	117 851	127 039
Pozostałe aktywa	38 477	40 323	43 245	45 172	46 144
Aktywa razem	141 603	158 611	160 548	163 022	173 183
Depozyty	117 683	130 474	135 965	137 077	144 643
Pozostałe zobowiązania	10 584	12 914	8 820	9 674	11 236
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	0
Kapitały własne	13 336	15 223	15 763	16 271	17 304

Wskaźniki

(%)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
NIM	2,9%	2,9%	2,7%	2,7%	2,7%
C/I	44,5%	43,1%	44,3%	45,9%	45,6%
CoR	0,5%	0,5%	1,2%	1,0%	0,7%
NPL Ratio	2,8%	3,0%	3,2%	3,6%	3,6%
Tier 1	14,8%	14,5%	17,9%	18,4%	18,1%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2020-2022)	797	4%
Korekta o PV	1 348	7%
Etap II (2023-37)	12 273	62%
Etap III (2038-57)	3 470	17%
Wartość rezydualna	2 058	10%
Wartość godziwa	19 946	100%
Liczba akcji (mln)	130	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	153,31	
Cena docelowa za 9M (PLN)	163,09	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	16 306	86%
Etap I (2020-22)	4	0%
Korekta o PV	344	2%
Etap II (2023-37)	1 822	10%
Etap III (2038-57)	454	2%
Wartość godziwa	18 930	100%
Liczba akcji (mln)	130	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	145,50	
Cena docelowa za 9M (PLN)	154,78	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	19 946
Zyski ekonomiczne	50%	18 930
Średnia wartość godziwa		19 438
na akcję (PLN)		149,41
Podatek bankowy		-42,10
Wartość godziwa na akcję		107,30
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		114,14

Millennium trzymaj (bez zmian)

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

Nasze najnowsze estymacje zawierają oba tegoroczne cięcia stóp procentowych (100 p.b.), wzrost kosztu ryzyka do 144 p.b. w 2020 roku oraz wolumeny kredytowe na poziomie +0,8% R/R. Ostatnia obniżka stopy bazowej o kolejne 50 p.b. spowodowała spadek naszej prognozy zysku netto o 85% w 2020 roku oraz o odpowiednio 41% i 31% na lata 2021 i 2022. Tak duża wrażliwość banku spowodowana jest niską bazą, która z kolei związana jest z wysoką prognozą salda rezerw w 2020 i 2021 roku, dodatkowo podbitą rezerwami na kredyty frankowe w 2021 i 2022 roku. Uważamy, że Millennium częściowo zniweluje wpływ obniżki stóp na marżę odsetkową poprzez odpowiednią politykę w zakresie prcingu depozytów. W 2020 rok Millennium wchodził z jednym z najwyższych kosztów finansowania w sektorze, dlatego uważamy, że w środowisku nadpłynności, które będzie dodatkowo wsparte rządowym stymulusem, bank będzie w stanie zredukować oprocentowanie oraz poprawić strukturę depozytów na korzyść depozytów bieżących. W przypadku ostatniego cięcia stóp o 100 p.b. Millennium odrobił około 80% ubytku na marży w przeciągu 3 lat. W naszej prognozie bierzemy pod uwagę ogłoszoną rezerwę na ryzyka frankowe w wysokości 55 mln PLN. Obecna cena docelowa Millennium to 3,38 PLN na akcję. W negatywnym scenariuszu uwzględniamy dodatkowe cięcie stóp procentowych o 50 p.b. i wzrost kosztów ryzyka w 2020 i 2021 roku. Wycena w tym przypadku spada do 1,99 PLN.

Cena bieżąca	2,66 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	3,38 PLN	+27,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	3,38 PLN	2020-04-16

Podstawowe dane			MIL PW	vs. WIG
Ticker	MIL PW	Zmiana 1M	-17,1%	-25,5%
ISIN	PLBIG0000016	Zmiana YTD	-54,5%	-32,4%
Liczba akcji (mln)	1 213,1	Średni obrót 1M		9,2 mln PLN
MC (mln PLN)	3 226,9	Średni obrót 6M		5,1 mln PLN
		P/E 12M fwd	45,2	+263,9%
Free float	50,0%	P/E 5Y avg	12,4	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	1 696	1 817	2 437	2 581	2 559
WNDB	2 650	2 778	3 552	3 709	3 663
Koszty	-1 156	1 332	-1 842	-2 166	-2 014
Saldo rezerw	-255	-222	-627	-1 153	-1 002
Zysk netto	681	761	561	30	227
P/E	4,7	4,2	5,8	107,6	14,2
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
ROE	9,3%	9,4%	6,5%	0,3%	2,7%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	1 817	2 437	2 581	2 559	2 737
Wynik prowizyjny	661	699	700	723	750
Wynik handlowy	248	318	328	279	287
Pozostałe przychody netto	51	98	100	103	107
Wynik pozaodsetkowy	960	1 115	1 128	1 104	1 144
WNDB	2 778	3 552	3 709	3 663	3 881
Koszty operacyjne	1 332	1 842	2 166	2 014	2 011
Zysk operacyjny	1 445	1 710	1 543	1 649	1 871
Saldo rezerw	222	627	1 153	1 002	1 164
Udział w jednostkach zał	0	0	0	0	0
Wynik brutto	1 223	1 083	390	648	707
Podatek	264	275	84	140	152
Zyski mniejszościowych	959	0	0	0	0
Podatek bankowy	198	248	276	281	285
Zysk netto	761	561	30	227	270

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2020-22)	0	0%
Korekta o PV	387	7%
Etap II (2023-37)	3 533	60%
Etap III (2038-57)	1 128	19%
Wartość rezydualna	870	15%
Wartość godziwa	5 918	100%
Liczba akcji (mln)	1 213	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	4,88	
Cena docelowa za 9M (PLN)	5,19	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	9 657	115%
Etap I (2020-22)	-1 032	-12%
Korekta o PV	147	2%
Etap II (2023-37)	207	2%
Etap III (2038-57)	-583	-7%
Wartość godziwa	8 395	100%
Liczba akcji (mln)	1 213	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	6,92	
Cena docelowa za 9M (PLN)	7,36	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	5 918
Zyski ekonomiczne	50%	8 395
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		7 157
Podatek bankowy		-2,72
Wartość godziwa na akcję		3,18
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		3,38

Pekao kupuj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Nasze prognozy dla Banku Pekao zawierają już łącznie 100 p.b. obniżki stopy bazowej, wzrost kosztu ryzyka do 96 p.b. w 2020 roku (bez zmian) oraz płaski wolumen kredytów w 2020 roku (bez zmian). Nie oczekujemy kolejnych obniżek ze względu na pogarszającą się sytuację SKOKów oraz Banków Spółdzielczych oraz ze względu na cofnięcie się stopy depozytowej NBP do negatywnych wartości, a przez to kontrproduktywny efekt do stimulusa fiskalnego. Ostatnia obniżka stopy bazowej spowodowała obniżenie naszej prognozy zysku netto dla Pekao o 7% na 2020 rok oraz o 10%-7% na lata 2021/22. Uważamy, że wrażliwość Banku na ruchy stóp wzrosła od ostatniego cyklu i według Zarządu wynosi obecnie 200-250 mln PLN rocznie, na cięcie stopy bazowej o 50 p.b. Historycznie, po ostatnim cięciu stóp procentowych na poziomie 100 p.b. Bank Pekao „odpracował” około 67% ubytku marży w przeciagu kolejnych 3 lat, ale tak jak w przypadku innych banków uważamy, że tak dobry wynik będzie trudny do powtórzenia. Po raz kolejny również podkreślamy, że Bank Pekao pozostaje nadal dobrym wyborem przy implikacji czarnego scenariusza, który zakłada dalszą obniżkę stóp procentowych do 0 oraz wzrost kosztu ryzyka o kolejne 50 p.b. w 2020 i 2021 roku. Przy wprowadzeniu bardziej konserwatywnych założeń cena docelowa Banku Pekao spada do 71,88 PLN na akcję, co nadal przekłada się na znaczący potencjał wzrostu. Uważamy, że istotna dla materializacji czarnego scenariusza będzie przeciągająca się kwarantanna, której obecnie koniec szacujemy na maj/czerwiec.

Cena bieżąca

49,95 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

77,70 PLN

+55,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	77,70 PLN	2020-04-16

Podstawowe dane			PEO PW	vs. WIG
Ticker	PEO PW	Zmiana 1M	-6,5%	-14,9%
ISIN	PLPEKAO000016	Zmiana YTD	-50,3%	-28,1%
Liczba akcji (mln)	262,5	Średni obrót 1M	122,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	13 110,4	Średni obrót 6M	73,0 mln PLN	
		P/E 12M fwd	8,7	-26,8%
Free float	67,2%	P/E 5Y avg	11,9	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	4 593	4 994	5 468	5 240	5 254
WNDB	7 278	7 830	8 282	8 203	8 072
Koszty	-3 535	-3 710	-3 992	-3 853	-3 879
Saldo rezerw	-521	-511	-696	-1 423	-1 160
Zysk netto	2 475	2 287	2 165	1 653	1 723
P/E	5,3	5,7	6,1	7,9	7,6
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
ROE	10,7%	9,9%	9,4%	6,8%	6,8%
DPS	8,68	7,90	6,60	0,00	4,72
DYield	17,4%	15,8%	13,2%	0,0%	9,5%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	4 994	5 468	5 240	5 254	5 724
Wynik prowizyjny	2 463	2 534	2 408	2 458	2 527
Wynik handlowy	237	237	484	293	276
Pozostałe przychody netto	137	44	71	67	77
Wynik pozaodsetkowy	2 836	2 814	2 963	2 818	2 877
WNDB	7 830	8 282	8 203	8 072	8 601
Koszty operacyjne	3 710	3 992	3 853	3 879	4 001
Zysk operacyjny	4 120	4 290	4 350	4 193	4 600
Saldo rezerw	511	696	1 423	1 160	836
Udział w jednostkach zał	0	0	0	0	0
Wynik brutto	3 609	3 594	2 927	3 033	3 764
Podatek	760	836	673	698	866
Zyski mniejszościowych	-1	-2	-2	-2	-2
Podatek bankowy	562	591	600	610	650
Zysk netto	2 287	2 165	1 653	1 723	2 247

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2020-22)	2 065	8%
Korekta o PV	1 648	6%
Etap II (2023-37)	18 114	66%
Etap III (2038-57)	3 792	14%
Wartość rezydualna	1 635	6%
Wartość godziwa	27 253	100%
Liczba akcji (mln)	262	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	103,89	
Cena docelowa za 9M (PLN)	110,51	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	26 264	100%
Etap I (2020-22)	503	2%
Korekta o PV	608	2%
Etap II (2023-37)	-541	-2%
Etap III (2038-57)	-620	-2%
Wartość godziwa	26 213	100%
Liczba akcji (mln)	262	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	99,87	
Cena docelowa za 9M (PLN)	106,24	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	27 253
Zyski ekonomiczne	50%	26 213
Średnia wartość godziwa		26 733
na akcję (PLN)		101,88
Podatek bankowy		-28,83
Wartość godziwa na akcję		73,05
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		77,70

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.

PKO BP akumuluj (bez zmian)

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

Nasze prognozy dla PKO BP zawierają już 100 p.b. obniżki stopy bazowej, wzrost kosztu ryzyka do 161 p.b. w 2020 roku oraz wzrost wolumenu kredytów o 1% w 2020 roku. Nie oczekujemy kolejnych obniżek ze względu na pogarszającą się sytuację SKOKów oraz Banków Spółdzielczych oraz ze względu na cofnięcie się stopy depozytowej NBP do negatywnych wartości, a przez to kontr produktywny efekt do stimulusa fiskalnego. Obniżka stopy bazowej spowodowała obniżenie naszej prognozy zysku netto o 17% na 2020 rok oraz o 11%-5% na lata 2021/22. Chociaż wrażliwość marży odsetkowej PKO jest jedną z najwyższych na rynku to już sam efekt na zysk netto jest znacznie mniej zauważalny dzięki silnym przychodom pozaodsetkowym. Uważamy, że PKO BP, jak i sektor ogółem, będzie w stanie zniwelować część ubytku marży odsetkowej na przestrzeni kolejnych trzech lat ze względu na zdewersyfikowaną bazę depozytową, stymulus fiskalny, który będzie dalej wzmacniał płynność banku oraz relatywnie wyższy koszt finansowania wobec szerokiego rynku. Historycznie, po ostatnim cięciu stóp procentowych na poziomie 100 p.b. PKO BP „odpracował” około 73% ubytku marży w przeciągu kolejnych 3 lat, niemniej jednak uważamy, że tak dobry wynik będzie trudny do powtórzenia. W czarnym scenariuszu, który zakłada dalszą obniżkę stóp procentowych do 0 oraz wzrost kosztu ryzyka o kolejne 50 p.b. w 2020 i 2021 r. cena docelowa PKO BP spada do 18,46 PLN, co zmienia zalecenie inwestycyjne do sprzedaj. Uważamy, że istotna dla materializacji czarnego scenariusza będzie przeciągająca się kwarantanna, której koniec szacujemy na maj/czerwiec.

RZiS

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	9 353	10 279	9 611	9 701	10 509
Wynik prowizyjny	3 013	3 047	2 903	2 979	3 173
Wynik handlowy	664	807	849	830	803
Pozostałe przychody netto	630	905	950	998	1 058
Wynik pozaodsetkowy	4 307	4 759	4 702	4 807	5 034
WNDB	13 660	15 038	14 313	14 507	15 543
Koszty operacyjne	6 218	6 967	6 557	6 725	7 025
Zysk operacyjny	7 442	8 071	7 755	7 782	8 518
Saldo rezerw	1 451	1 261	3 915	2 958	2 785
Udział w jedn. zal.	37	31	33	34	36
Wynik brutto	6 028	6 841	3 873	4 859	5 770
Podatek	-1 336	-1 787	-852	-1 069	-1 212
Zyski mniejszościowych	-1	-1	-1	-1	-1
Podatek bankowy	950	1 022	1 052	1 075	1 133
Zysk netto	3 741	4 031	1 969	2 714	3 424

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2020-22)	4 655	11%
Korekta o PV	1 893	4%
Etap II (2023-37)	30 079	70%
Etap III (2038-57)	4 588	11%
Wartość rezydualna	1 677	4%
Wartość godziwa	42 892	100%
Liczba akcji (mln)	1 250	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	34,31	
Cena docelowa za 9M (PLN)	36,50	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	45 902	110%
Etap I (2020-22)	-833	-2%
Korekta o PV	908	2%
Etap II (2023-37)	-2 350	-6%
Etap III (2038-57)	-1 720	-4%
Wartość godziwa	41 907	100%
Liczba akcji (mln)	1 250	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	33,53	
Cena docelowa za 9M (PLN)	35,66	

Cena bieżąca	21,58 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	24,85 PLN	+15,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	24,85 PLN	2020-04-16

Podstawowe dane			PKO PW	vs. WIG
Ticker	PKO PW	Zmiana 1M	-1,2%	-9,6%
ISIN	PLPKO0000016	Zmiana YTD	-37,4%	-15,2%
Liczba akcji (mln)	1 250,0	Średni obrót 1M	106,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	26 975,0	Średni obrót 6M	92,3 mln PLN	
		P/E 12M fwd	9,0	-26,0%
Free float	70,6%	P/E 5Y avg	12,1	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	8 606	9 353	10 279	9 611	9 701
WNDB	12 803	13 660	15 038	14 313	14 507
Koszty	-6 050	-6 218	-6 967	-6 557	-6 725
Saldo rezerw	-1 617	-1 451	-1 261	-3 915	-2 958
Zysk netto	3 104	3 741	4 031	1 969	2 714
P/E	8,7	7,2	6,7	13,7	9,9
P/BV	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
ROE	9,0%	9,9%	10,0%	4,6%	6,2%
DPS	0,00	0,55	1,33	0,00	2,12
DYield	0,0%	2,5%	6,2%	0,0%	9,8%
Zmiana prognoz		2020P	2021P	2022P	
Wynik odsetkowy		0,0%	0,0%	0,0%	
Wynik prowizyjny		0,0%	0,0%	0,0%	
Koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%	
Saldo rezerw		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Kredyty netto	214 912	231 434	234 787	241 648	258 154
Pozostałe aktywa	109 343	116 610	116 515	121 149	123 806
Aktywa razem	324 255	348 044	351 302	362 798	381 961
Depozyty	242 816	258 199	264 211	270 718	284 128
Pozostałe zobowiązania	42 338	48 267	43 545	48 471	53 040
Udziały mniejszościowe	-10	-9	-9	-10	-10
Kapitały własne	39 111	41 587	43 556	43 618	44 802

Wskaźniki

(%)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
NIM	3,2%	3,2%	2,9%	2,9%	3,0%
C/I	45,5%	46,3%	45,8%	46,4%	45,2%
CoR	0,6%	0,5%	1,6%	1,2%	1,1%
NPL Ratio	4,9%	4,1%	7,0%	7,0%	6,5%
Tier 1	17,5%	17,2%	18,0%	17,4%	16,9%

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	42 892
Zyski ekonomiczne	50%	41 907
Średnia wartość godziwa		42 400
na akcję (PLN)		33,92
Podatek bankowy		-10,56
Wartość godziwa na akcję		23,36
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		24,85

Santander Bank Polska kupuj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Nasze prognozy dla Santander Bank Polska zostały nie tylko ostatnio skorygowane o kolejne cięcie stóp procentowych, ale także o BFG i rozpoznanie zwrotu prowizji z nadpłaconych kredytów z metody efektywnej stopy na metodę liniową. Wyniki za 1Q'20, które były zgodne z naszymi oczekiwaniami, nie wymagają od nas korekty prognoz. Dodatkowo Zarząd wstrzymał się od prognozy salda rezerw na 2020 r., co jest zgodne z trendem globalnym w tym roku. Uważamy, że pomimo konsolidacji Santander Consumer Banku, koszty ryzyka będzie można trzymać pod kontrolą dzięki zalecanemu przez KNF elastycznemu podejściu do rezerw oraz iniekcji w przedsiębiorstwa 100 mld PLN częściowo bezzwrotnej pomocy od Rządu i NBP. Jednocześnie oczekujemy, że Santander zdoła znacząco obniżyć wskaźnik C/I do 44,2% dzięki finalizacji fuzji z Deutsche Bank Polska oraz odrobi część cięcia stóp procentowych dzięki obniżeniu kosztu finansowania. Historycznie, po ostatnim cięciu stóp procentowych na poziomie 100 p.b. Santander Bank Polska „odpracował” około 40% ubytku marży w przeciągu kolejnych 3 lat i uważamy, że taki wynik może być znowu powtórzony obecnie. Nasze prognozy zawierają także wysoką dywidendę w 2021 roku (16,25 PLN na akcję), ponieważ oczekujemy wypłaty całości niepodzielonego zysku netto z lat ubiegłych (łącznie 1,7 mld PLN). W czarnym scenariuszu, który zakłada dalszą obniżkę stóp procentowych do 0 oraz wzrost kosztu ryzyka o kolejne 50 p.b. w 2020 i 2021 roku cena docelowa dla Santanderu spada do 169,73 PLN na akcję, implikując rekomendację trzymaj.

Cena bieżąca

151,30 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

194,52 PLN

+28,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	194,52 PLN	2020-04-16

Podstawowe dane			SPL PW	vs. WIG
Ticker	SPL PW	Zmiana 1M	-0,8%	-9,2%
ISIN	PLBZ000000044	Zmiana YTD	-50,8%	-28,6%
Liczba akcji (mln)	102,1	Średni obrót 1M	23,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	15 446,0	Średni obrót 6M	19,8 mln PLN	
		P/E 12M fwd	11,1	-14,1%
Free float	31,7%	P/E 5Y avg	12,9	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	5 277	5 742	6 580	6 136	6 341
WNDB	7 764	8 296	9 485	9 005	9 212
Koszty	-3 372	-3 769	-4 489	-4 190	-4 068
Saldo rezerw	-690	-1 085	-1 219	-2 487	-2 179
Zysk netto	2 213	2 363	2 138	995	1 497
P/E	6,8	6,4	7,2	15,5	10,3
P/BV	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
ROE	10,6%	10,1%	8,5%	3,8%	5,6%
DPS	5,40	3,10	19,72	0,00	16,25
DYield	3,6%	2,0%	13,0%	0,0%	10,7%
Zmiana prognoz		2020P	2021P	2022P	
Wynik odsetkowy		0,0%	0,0%	0,0%	
Wynik prowizyjny		0,0%	0,0%	0,0%	
Koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%	
Saldo rezerw		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

RZiS

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	5 742	6 580	6 136	6 341	6 713
Wynik prowizyjny	2 058	2 128	1 992	2 103	2 247
Wynik handlowy	282	500	600	480	485
Pozostałe przychody netto	214	276	276	287	298
Wynik pozaodsetkowy	2 554	2 904	2 869	2 870	3 030
WNDB	8 296	9 485	9 005	9 212	9 743
Koszty operacyjne	3 769	4 489	4 190	4 068	4 111
Zysk operacyjny	4 527	4 996	4 815	5 143	5 633
Saldo rezerw	1 085	1 219	2 487	2 179	2 119
Udział w jednostkach zał	63	67	67	67	67
Wynik brutto	3 924	3 844	2 395	3 031	3 581
Podatek	727	800	503	637	752
Zyski mniejszościowych	-334	-306	-305	-305	-304
Podatek bankowy	-500	-599	-591	-593	-612
Zysk netto	2 363	2 138	995	1 497	1 913

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Kredyty netto	137 460	143 403	143 660	145 563	154 124
Pozostałe aktywa	69 196	66 074	65 828	70 183	72 078
Aktywa razem	206 656	209 476	209 488	215 746	226 202
Depozyty	149 617	156 480	158 834	164 035	170 243
Pozostałe zobowiązania	30 445	26 016	22 691	22 126	24 424
Udziały mniejszościowe	1 564	1 548	1 535	1 522	1 510
Kapitały własne	25 031	25 432	26 427	28 062	30 025

Wskaźniki

(%)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
NIM	3,3%	3,3%	3,0%	3,1%	3,1%
C/I	45,4%	47,3%	46,5%	44,2%	42,2%
CoR	0,9%	0,8%	1,7%	1,5%	1,4%
NPL Ratio	4,5%	5,2%	4,4%	4,6%	4,6%
Tier 1	14,1%	14,9%	17,0%	17,2%	17,3%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2020-22)	504	2%
Korekta o PV	1 569	6%
Etap II (2023-37)	18 079	70%
Etap III (2038-57)	4 226	16%
Wartość rezydualna	1 305	5%
Wartość godziwa	25 683	100%
Liczba akcji (mln)	99	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	258,81	
Cena docelowa za 9M (PLN)	275,31	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	25 791	105%
Etap I (2020-22)	-539	-2%
Korekta o PV	446	2%
Etap II (2023-37)	-452	-2%
Etap III (2038-57)	-686	-3%
Wartość godziwa	24 560	100%
Liczba akcji (mln)	99	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	247,50	
Cena docelowa za 9M (PLN)	263,27	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	25 683
Zyski ekonomiczne	50%	24 560
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		25 121
Podatek bankowy		-70,29
Wartość godziwa na akcję		182,86
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		194,52

PZU kupuj (bez zmian)

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

Uważamy, że sektor ubezpieczeń w Polsce powinien obecny kryzys przejść znacznie lepiej niż sektor bankowy, choć turbulencji nie da się uniknąć. Oczekujemy, że przyrost składki przypisanej brutto w segmencie majątkowym znacząco wyhamuje, chociażby ze względu na znacznie niższą sprzedaż samochodów czy bardziej oszczędne podejście gospodarstw domowych do wydatków zmiennych. Uważamy, że spowolnienie w segmencie majątku i tak było oczekiwane ze względu na dość wysoką penetrację produktu. Z drugiej strony przychylamy się do opinii ekspertów Sigma o renesansie segmentu życiowego, który dodatkowo zostanie wsparty przez obecną pandemię. Według ostatnich badań, wyższa śmiertelność spowodowana wirusem COVID-19 zwiększyła zainteresowanie klientów produktami ochronnymi nawet w najmłodszych grupach klientów, którzy historycznie byli najmniej spenetrowanym segmentem rynku. Oprócz wyżej wymienionych czynników, PZU będzie się również musiało zmierzyć ze swoim segmentem bankowości, który nie tylko o 38% mniej doda do wyniku netto, ale również zmusi PZU do odpisania goodwillu. Finalnie oczekujemy także spadku wyniku inwestycyjnego w 2020 roku ze względu na niższą kontrybucję części akcyjnej, ale i z nieruchomości, która notowała rekordy w 2019 roku. Dodatkowo biorąc pod uwagę obecne rentowności obligacji, solidny wynik inwestycyjny będzie wyzwaniem w kolejnych latach na co remedium można szukać w kolejnych akwizycjach. Zaznaczamy, że spisanie goodwillu nie ma znaczącego wpływu na wycenę PZU. Pomimo presji na wyniki PZU utrzyma wysokie ROE na poziomie 15% oraz wskaźnik dywidendy na poziomie 8%-9%. Uważamy PZU za jedną z najbezpieczniejszych alternatyw w sektorze finansowym na czasy pandemii.

RZiS

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Składka przypisana brutto	23 470	24 191	24 145	24 643	25 309
Składka zarobiona netto	22 350	23 090	23 529	23 464	24 004
Odszkodowania i świadcze	-14 563	-15 695	-15 391	-15 808	-16 225
Wynik inwestycyjny	892	2 210	1 611	1 671	1 826
Koszty akwizycji	-3 130	-3 363	-3 440	-3 568	-3 650
Koszty administracyjne	-1 620	-1 756	-1 694	-1 729	-1 768
Pozostałe przychody/koszt	-878	-900	-1 806	-945	-958
Wynik na działalności bank	4 036	3 498	2 331	2 853	3 757
Wynik operacyjny	7 087	7 084	5 141	5 939	6 984
Koszty finansowe	0	0	0	0	0
Jednostki zależne	-1	-4	-4	-4	-4
Zysk brutto	7 086	7 080	5 137	5 935	6 980
Podatek dochodowy	-1 718	-1 895	-1 303	-1 510	-1 788
Zysk mniejszości	2 155	1 890	1 279	1 571	2 102
Zysk netto	3 213	3 295	2 555	2 853	3 090

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2020-22)	3 523	14%
Korekta o PV	1 223	5%
Etap II (2023-37)	15 650	63%
Etap III (2038-57)	3 734	15%
Wartość rezydualna	904	4%
Wartość godziwa	25 035	100%
Liczba akcji (mln)	864	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	28,99	
Cena docelowa za 9M (PLN)	30,84	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	12 116	54%
Etap I (2020-22)	3 036	13%
Korekta o PV	569	3%
Etap II (2023-37)	5 576	25%
Etap III (2038-57)	1 310	6%
Wartość godziwa	22 607	100%
Liczba akcji (mln)	864	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	26,18	
Cena docelowa za 9M (PLN)	27,85	

Cena bieżąca 29,38 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 35,93 PLN **+22,3%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	35,93 PLN	2020-04-28

Podstawowe dane	PZU PW	vs. WIG
Ticker	PZU PW	Zmiana 1M -0,3% -8,7%
ISIN	PLPZU0000011	Zmiana YTD -26,6% -4,5%
Liczba akcji (mln)	863,5	Średni obrót 1M 89,6 mln PLN
MC (mln PLN)	25 370,3	Średni obrót 6M 75,4 mln PLN
		P/E 12M fwd 8,1 -18,3%
Free float	64,8%	P/E 5Y avg 9,9 dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Skł. przyp. brutto	22 847	23 470	24 191	24 145	24 643
Odszkodowania	-14 942	-14 563	-15 695	-15 391	-15 808
Wynik inw.	1 895	892	2 210	1 611	1 671
Koszty razem	-4 511	-4 750	-5 119	-5 133	-5 296
Zysk netto	2 910	3 213	3 295	2 555	2 853
P/E	8,7	7,9	7,7	9,9	8,9
P/BV	1,7	1,7	1,6	1,4	1,3
ROE	21,1%	21,7%	21,2%	14,6%	14,9%
DPS	1,40	2,70	2,80	0,00	2,37
DYield	4,8%	9,2%	9,5%	0,0%	8,1%
Zmiana prognoz		2019	2020P	2021P	
Składka przypisana brutto		0,0%	0,0%	0,0%	
Odszkodowania		0,0%	0,0%	0,0%	
Wynik inwestycyjny		0,0%	0,0%	0,0%	
Koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa finansowe	286 206	286 206	306 433	298 789	308 582
Pozostałe aktywa	42 348	42 348	36 907	35 139	35 573
Aktywa razem	328 554	328 554	343 340	333 928	344 155
Rezerwy techniczne	45 839	45 839	47 329	51 325	52 366
Pozostałe zobowiązania	245 308	245 308	256 723	240 086	247 788
Udziały mniejszościowe	22 482	22 482	23 119	23 756	24 393
Kapitały własne	14 925	14 925	16 169	18 761	19 607

Wskaźniki

(%)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Odszkodowań	65,2	65,2	68,0	65,4	67,4
Kosztów ogółem	21,3	21,3	22,2	21,8	22,6
Zwrot na portfelu	-12,3	-12,3	-9,8	3,5	3,8
COR majątku	87,8	87,8	89,2	85,6	89,8
Marża op w Życiu	24,1	24,1	16,4	16,6	15,8

Wycena PZU (bez banków)

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	25 035
Zyski ekonomiczne	50%	22 607
Średnia wartość godziwa		23 821

Wycena sumą części (SOTP)

(mln PLN)	łącznie	na akcję
PZU (bez banków)	23 821	27,59
Bank Pekao	4 601	5,33
Alior Bank	746	0,86
Suma części	29 167	33,78
Cena docelowa za 9M (PLN)		35,93

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.

Skarbiec Holding kupuj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Nasze prognozy zostały już wcześniej znacząco obniżone ze względu na wysokie prawdopodobieństwo odpływów z wysokomarżowych funduszy inwestycyjnych spowodowanych ostatnimi wydarzeniami na giełdach w efekcie pandemii COVID-19. Uważamy, że nawet przejściowe odpływy, które mogą mieć miejsce w obecnym, jak i przyszłym kwartale, w połączeniu z coraz niższą opłatą za zarządzanie spowodują spadek opłaty stałej aż o 21%, wobec naszych pierwotnych oczekiwań. Jednocześnie uważamy, że Zarząd w odpowiedzi na spadek aktywów pod zarządzaniem, może w bieżącym roku obrotowym zrezygnować z wysokiej opłaty zmiennej, która w naszych prognozach spadła o blisko połowę. Oznacza to, że prognozowany DY przy obecnej wycenie rynkowej wynosi około 9%-10% za wyjątkiem roku obecnego, w którym DY nadal prognozujemy na 20%. Tak wysoka dywidenda w roku obecnym jest efektem wyśmienitego poprzedniego roku. Niemniej jednak zaznaczamy, że DPS może ulec obniżce w przypadku akwizycji, np. dystrybutora, który byłby naturalnym dopełnieniem biznesowym spółki. Uważamy, że cieniem na spółce kładzie się nadal niejasna sytuacja odnośnie akcjonariatu, co może pośrednio przekładać się na stosunki z dystrybutorami. W porównaniu ze spółkami porównawczymi, Skarbiec notowany jest z dyskontem, chociaż z drugiej strony musi mierzyć się z trudnym otoczeniem regulacyjnym.

Cena bieżąca

18,05 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

21,20 PLN

+17,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	21,20 PLN	2020-03-04

Podstawowe dane			SKH PW	vs. WIG
Ticker	SKH PW	Zmiana 1M	+24,5%	+16,1%
ISIN	PLSKRBH00014	Zmiana YTD	-5,0%	+17,1%
Liczba akcji (mln)	6,8	Średni obrót 1M		0,1 mln PLN
MC (mln PLN)	123,1	Średni obrót 6M		0,1 mln PLN
		P/E 12M fwd	7,2	+22,2%
Free float	25,4%	P/E 5Y avg	5,9	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody ogółem	101,5	112,9	76,3	83,6	84,2
opłata stała	80,9	78,3	65,4	60,0	58,4
opłata zmienna	15,2	33,2	9,6	22,4	24,5
Koszty razem	-78,1	-75,0	-61,3	-62,7	-65,0
Zysk netto	19,6	31,2	13,0	17,7	16,4
P/E	6,3	4,0	9,5	6,9	7,5
P/BV	1,2	1,2	1,1	1,2	1,1
ROE	19,3%	30,3%	12,0%	16,3%	15,3%
DPS	2,62	4,45	0,50	3,69	1,80
DYield	14,5%	24,6%	2,8%	20,5%	10,0%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Wynagrodzenie stałe			0,0%	0,0%	0,0%
Wynagrodzenie zmienne			0,0%	0,0%	0,0%
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Bilans

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

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie wyceny

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

Wycena na akcję

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

Chemia Ciech kupuj (bez zmian)

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

Epidemia COVID-19 i oczekiwane w jej następstwie schłodzenie koniunktury będzie miało naszym zdaniem ograniczony wpływ na sprzedaż sody. Według naszych szacunków spadek sprzedaży do klientów Automotive (około 10% sprzedaży sody przez Ciech) z dużym prawdopodobieństwem zrekompensowany będzie przez rosnący popyt klientów wywarzających szkło opakowaniowe i detergenty (prawie 40% zużycia sody w Europie). W efekcie oczekujemy zbliżonej r/r sprzedaży sody w Polsce i Niemczech. Grupa w segmencie sody w 2020 roku skorzysta z wyższych wynegocjowanych cen sprzedaży sody (zakładamy +4% r/r; +59 mln PLN), niższych cen gazu ziemnego (-39% r/r; +46 mln PLN), niższych cen węgla kokсового (-9% r/r; 35 mln PLN oszczędności) oraz niższych cen certyfikatów CO2 (-7% r/r; 6 mln PLN oszczędności). Z drugiej strony oczekujemy, że epidemia COVID-19 przełoży się na spadek sprzedaży żywic, pianek PUR i krzemianów sodu (15-30% spadku r/r w zależności od segmentu). W efekcie oczekujemy, że EBITDA segmentu organicznego i krzemianowego spadnie o odpowiednio 38 r/r i 36% r/r. Podtrzymujemy, że Grupa zanotuje poprawę wyniku EBITDA w 2020 roku o 17% (do 678 mln PLN), a w 2021 roku o kolejne 9% r/r (do 740 mln PLN). Zakładamy, że mimo ujemnego przepływu gotówki (FCF), dług netto w relacji do EBITDA na koniec 2020 roku spadnie do 2,4x (2,6x na koniec 2019 r.). Nie zmieniamy naszej ceny docelowej (45,14 PLN/akcja) oraz rekomendacji kupuj.

Cena bieżąca	37,80 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	45,14 PLN	+19,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	45,14 PLN	2020-04-14

Podstawowe dane			CIE PW	vs. WIG
Ticker	CIE PW	Zmiana 1M	+37,5%	+29,0%
ISIN	PLCIECH000018	Zmiana YTD	-4,8%	+17,4%
Liczba akcji (mln)	52,7	Średni obrót 1M	3,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 992,1	Średni obrót 6M	2,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 480,8	EV/EBITDA 12M fwd	5,0	-13,4%
Free float	33,0%	EV/EBITDA 5Y avg	5,8	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przychody	3 579	3 673	3 549	3 233	3 556
EBITDA skor.	808	633	663	678	740
marża EBITDA	22,6%	17,2%	18,7%	21,0%	20,8%
EBIT skor.	564	358	353	353	364
Zysk netto skor.	373	166	187	226	236
P/E skor.	5,3	12,0	10,7	8,8	8,4
P/BV	0,9	1,0	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA skor.	3,5	5,5	5,2	5,3	4,8
DPS	0,00	7,50	0,00	0,00	2,14
DYield	0,0%	19,8%	0,0%	0,0%	5,7%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA adj.			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto adj.			0,0%	0,0%	0,0%
Soda (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Soda Ciech (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Soda vol (tys. ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel do celów energetycznych (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel kokсовy (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Gaz ziemny (PLN/m3)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2021P
EBITDA soda	540	488	632	646	648
EBITDA organika	76	72	45	79	83
EBITDA krzemiany	34	40	26	41	40
EBITDA pozostałe	5	-34	-25	-25	-25
EBITDA norm.	633	663	678	740	745
Przepływy oper.	454	532	621	669	675
Amortyzacja	275	310	325	376	368
Kapitał obrotowy	-97	56	6	-6	-1
Przepływy inv.	-627	-407	-699	-383	-323
CAPEX	595	385	699	383	323
Przepływy fin.	-125	-17	-66	-277	-326
Dywidenda/buyback	-395	0	0	-113	-165
FCF	-170	174	-78	286	353
FCF/EBITDA	-26%	30%	-12%	39%	47%
CFO/EBITDA	69%	92%	92%	90%	91%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Soda (EUR/t)	258	258	258	258	258	258	258	258	258	258	258
Soda Ciech (PLN/t)	896,0	894,2	897,3	897,3	897,3	897,3	897,3	897,3	897,3	897,3	897,3
Soda vol (tys. ton)	1 700	1 800	1 800	1 800	1 800	1 800	1 800	1 800	1 800	1 800	1 800
Przychody	3 233	3 556	3 633	3 664	3 687	3 701	3 716	3 731	3 747	3 763	3 783
EBITDA	678	740	745	736	724	711	700	688	676	663	652
marża EBITDA	21,0%	20,8%	20,5%	20,1%	19,6%	19,2%	18,8%	18,4%	18,0%	17,6%	17,2%
EBIT	353	364	377	369	363	358	336	318	300	284	270
Podatek	63	65	68	68	67	67	62	59	55	52	50
CAPEX	-699	-383	-323	-334	-351	-364	-356	-367	-373	-379	-382
Kapitał obrotowy	6	-6	-1	-1	0	0	0	0	0	0	0
FCF	-78	286	353	334	305	280	281	262	247	232	221
PV FCF	-75	257	296	262	224	192	179	156	137	120	
WACC	6,6%	6,7%	6,8%	6,8%	6,9%	6,9%	7,0%	7,0%	7,0%	7,1%	7,1%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa	4 831	5 046	5 189	5 297	5 302
Aktywa trwałe	3 559	3 734	4 109	4 118	4 074
Kapitał własny	1 970	1 978	2 204	2 327	2 411
Udział mniejszości	0	-1	-1	-1	-1
Dług netto	1 464	1 490	1 633	1 525	1 398
Dług netto/EBITDA (x)	2,2	2,6	2,4	2,1	1,9
Dług netto/kap. wł. (x)	0,7	0,8	0,7	0,7	0,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	3,2	2,6	2,4	4,6	5,3	4,2
Maksimum	40,0	43,9	15,8	10,3	11,2	9,5
Mediana	11,9	11,9	10,3	5,4	6,5	5,4
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana wartość FCF	1 748
Dług netto	1 490
Inne korekty	-202
Wycena DCF na akcję (PLN)	43,68

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	20%	37,60
DCF	80%	43,68
Cena wynikowa		42,46
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		45,14

Grupa Azoty trzymaj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Epidemia COVID-19 i oczekiwane w jej następstwie schłodzenie koniunktury będzie miało naszym zdaniem ograniczony wpływ na segment nawozów, zaś uderzy w sprzedaż i rentowność segmentów tworzyw sztucznych i produktów chemicznych. Z uwagi na oczekiwane niższe o 40% r/r ceny gazu i rekompensatę 70-80 mln PLN dla producentów energochłonnych za 2019 rok zakładamy, że segment nawozowy w 2020 roku poprawi r/r EBITDA o 2% r/r do 988 mln PLN. Wyniki na nawozach naszym zdaniem mogłyby być jeszcze lepsze gdyby nie oczekiwane niższe wolumeny sprzedaży nawozów saletranych (o 4% r/r) oraz wieloskładnikowych (-5% r/r), ze względu na słabszą sprzedaż na początku 2020 roku. Zakładamy jednocześnie, że spowolnienie koniunktury w 2020 roku przełoży się na 25% r/r spadek sprzedaży poliamidu, 15% r/r melaminy oraz 30% r/r alkoholi OXO i plastifikatorów. W efekcie zakładamy, że EBITDA segmentu tworzyw skurczy się w 2020 roku do -65 mln PLN, a produktów chemicznych do +98 mln PLN. W średnim terminie negatywnie na sentyment do Grupy Azoty mogą wpływać zapowiedzi suszy, która mogłaby negatywnie wpłynąć na wolumeny sprzedaży w 2H'20. Nie zmieniamy naszej ceny docelowej (28,42 PLN/akcja) oraz rekomendacji trzymaj.

Cena bieżąca

26,25 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

28,42 PLN

+8,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	28,42 PLN	2020-04-17

Podstawowe dane			ATT PW	vs. WIG
Ticker	ATT PW	Zmiana 1M	+28,0%	+19,6%
ISIN	PLZATRM00012	Zmiana YTD	-10,3%	+11,8%
Liczba akcji (mln)	99,2	Średni obrót 1M		4,9 mln PLN
MC (mln PLN)	2 603,9	Średni obrót 6M		2,8 mln PLN
EV (mln PLN)	6 068,2	EV/EBITDA 12M fwd	5,5	-11,3%
Free float	29,0%	EV/EBITDA 5Y avg	6,2	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przychody	9 617	9 999	11 308	9 614	10 239
EBITDA skor.	1 262	805	1 496	1 211	960
marża EBITDA	13,1%	8,1%	13,2%	12,6%	9,4%
EBIT skor.	672	122	685	407	120
Zysk netto skor.	550	43	431	211	-4
P/E skor.	4,7	61,1	6,0	12,3	-
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA skor.	2,8	6,8	4,1	5,7	8,5
DPS	0,79	1,20	0,00	0,00	0,00
DYield	3,0%	4,6%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Mocznik (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Saletra (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Gaz ziemny (PLN/m3)			0,0%	0,0%	0,0%
Melamina (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Poliamid 6 (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Propylen (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
EBITDA nawozy	82	965	988	585	615
EBITDA tworzywa	192	66	-65	-11	38
EBITDA chemia	282	208	98	119	132
EBITDA energetyka	94	102	106	169	187
EBITDA pozostałe	114	83	84	98	112
Przepływy oper.	1 043	2 033	1 246	945	1 070
Amortyzacja	683	811	805	840	877
Kapitał obrotowy	155	636	72	-26	-17
Przepływy inw.	-1 761	-1 186	-1 945	-2 071	-1 863
CAPEX	2 042	1 044	1 945	2 071	2 037
Przepływy fin.	440	-923	71	1 015	835
Dywidenda/buyback	-119	0	0	0	0
FCF	-1 158	883	-714	-1 128	-968
FCF/EBITDA	-151%	62%	-59%	-117%	-89%
CFO/EBITDA	136%	143%	103%	98%	99%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Mocznik (PLN/t)	1 600	1 522	1 535	1 539	1 546	1 553	1 553	1 553	1 553	1 561	1 569
Saletra (PLN/t)	1 320	1 263	1 276	1 280	1 287	1 294	1 294	1 294	1 294	1 300	1 307
Gaz ziem. (PLN/m3)	560	696	830	830	830	830	830	830	830	830	830
Przychody	9 614	10 239	10 629	11 979	12 214	12 414	12 536	12 660	12 749	12 875	13 002
EBITDA	1 211	960	1 084	1 498	1 530	1 551	1 535	1 529	1 514	1 520	1 537
marża EBITDA	12,6%	9,4%	10,2%	12,5%	12,5%	12,5%	12,2%	12,1%	11,9%	11,8%	11,8%
EBIT	407	120	207	322	382	473	502	510	482	483	499
Podatek	51	-9	-1	5	6	26	34	38	34	35	39
CAPEX	-1 945	-2 071	-2 037	-526	-765	-804	-862	-878	-917	-981	-1 038
Kapitał obrotowy	72	-26	-17	-57	-10	-8	-5	-5	-4	-5	-5
FCF	-714	-1 128	-968	909	749	713	633	608	559	500	
PV FCF	-685	-1 024	-834	725	558	502	418	376	323	271	232
WACC	6,3%	6,0%	5,8%	6,4%	6,5%	6,4%	6,4%	6,5%	6,5%	6,6%	6,6%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa	14 160	15 479	15 497	16 805	17 954
Aktywa trwałe	9 886	10 705	11 849	13 084	14 252
Kapitał własny	6 703	7 036	7 256	7 252	7 293
Udział mniejszości	625	658	881	887	897
Dług netto	2 226	2 807	3 435	4 696	5 829
Dług netto/EBITDA (x)	2,9	2,0	2,8	4,9	5,4
Dług netto/kap. wł. (x)	0,3	0,4	0,5	0,6	0,8

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	7,7	9,0	6,4	5,3	5,0	5,3
Maksimum	29,3	36,5	14,5	9,6	9,2	8,2
Mediana	10,8	13,6	10,2	6,2	7,0	6,1
waga	0%	50%	0%	0%	25%	25%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	6 055
Dług netto	2 596
Inne korekty	-658
Wycena DCF na akcję (PLN)	28,23

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	20%	20,71
DCF	80%	28,23
Cena wynikowa		26,73
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		28,42

Surowce

JSW

sprzedaj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

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 budowlanych 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). W efekcie oczekujemy, że trudna sytuacja na europejskim rynku stali utrzyma się co najmniej do końca 1H'20, a pod presją znajdą się zarówno ceny koksu, jak 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 kokсового 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 (w efekcie COVID-19 zużycie energii w Polsce spadło o około 10%) będzie naszym zdaniem powodować, że zapasy węgla na koniec roku w Grupie wzrosną do 2,5 mln ton (praktycznie cała pojemność składowisk). W rezultacie oczekujemy, że przy wyniku EBITDA 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 zakończy rok 2020 z zadłużeniem netto na poziomie 390 mln PLN. W terminie negatywnie na sentyment wpłynąć będą słabe wyniki 1Q'20 oraz spadające ceny węgla kokсового. Nie zmieniamy naszej rekomendacji (sprzedaj, 9,78 PLN).

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Prod. węgla (tys. t)	15 019	14 762	14 200	14 859	14 986
Prod. w. koks. (tys. t)	10 351	10 208	10 104	10 647	10 888
Udział węgla koks. (%)	69%	69%	71%	72%	73%
Prod. w. ener. (tys. t)	4 668	4 554	4 096	4 212	4 098
Prod. koksu (tys. t)	3 559	3 170	2 500	3 200	3 400
Przepływy oper.	2 856	1 538	96	1 616	1 203
Amortyzacja	766	1 034	1 095	1 135	1 194
Kapitał obrotowy	338	-162	-585	700	245
Przepływy inv.	-1 582	-2 261	-1 700	-1 420	-1 400
CAPEX	1 248	2 181	1 700	1 420	1 400
Przepływy fin.	-755	-180	-38	-43	-45
Dywidenda/buyback	0	-201	0	0	0
FCF	1 754	-691	-1 583	234	-145
FCF/EBITDA skor.	57%	-38%	-264%	26%	-15%
CFO/EBITDA skor.	92%	84%	16%	179%	126%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
W. kokсовy (USD/t)	143	155	155	155	155	155	155	155	155	155	155
W. energet. (PLN/t)	263	250	247	247	247	247	247	247	247	247	247
Koks (USD/t)	930	884	884	884	884	884	884	884	884	884	884
Przychody	7 504	8 469	8 419	8 838	8 949	9 084	9 229	9 374	9 545	9 558	9 560
EBITDA	600	901	957	1 417	1 495	1 511	1 532	1 551	1 625	1 631	1 550
marża EBITDA	8,0%	10,6%	11,4%	16,0%	16,7%	16,6%	16,6%	16,5%	17,0%	17,1%	16,2%
EBIT	-495	-234	-237	185	54	58	117	198	280	260	150
Podatek	-101	-53	-54	27	2	3	14	29	44	40	17
CAPEX	-1 700	-1 420	-1 400	-1 400	-1 400	-1 400	-1 400	-1 400	-1 400	-1 400	-1 400
Kapitał obrotowy	-585	700	245	129	14	22	28	30	34	2	-7
FCF	-1 583	234	-145	119	108	131	146	152	215	194	127
PV FCF	-1 499	204	-119	90	76	85	89	86	114	97	
WACC	7,6%	7,9%	7,4%	7,9%	7,7%	7,7%	7,7%	7,6%	7,5%	7,3%	7,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Cena bieżąca

13,31 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

9,78 PLN

-26,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	sprzedaj	9,78 PLN	2020-03-27

Podstawowe dane			JSW PW	vs. WIG
Ticker	JSW PW	Zmiana 1M	+11,2%	+2,8%
ISIN	PLJSW0000015	Zmiana YTD	-37,7%	-15,6%
Liczba akcji (mln)	117,4	Średni obrót 1M	14,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 562,7	Średni obrót 6M	21,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	698,9	EV/EBITDA 12M fwd	3,2	+10,8%
Free float	44,8%	EV/EBITDA 5Y avg	2,9	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przychody	8 877	9 810	8 672	7 504	8 469
EBITDA skor.	3 509	3 101	1 839	600	901
marża EBITDA	39,5%	31,6%	21,2%	8,0%	10,6%
EBIT skor.	2 684	2 335	806	-495	-234
Zysk netto skor.	2 189	1 802	548	-452	-245
P/E skor.	0,7	0,9	2,9	-	-
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA skor.	0,0	-	0,4	3,9	2,4
DPS	0,00	0,00	1,71	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	12,8%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz		2020P	2021P	2022P	
EBITDA (skor.)		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto (skor.)		0,0%	0,0%	0,0%	
Węgiel kokсовy (PLN/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Węgiel do celów energetycznych (PLN/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Koks (PLN/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Prod. węgla (tys. t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Prod. w. koks. (tys. t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Prod. koksu (tys. t)		0,0%	0,0%	0,0%	

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa	13 763	14 926	14 072	14 159	13 893
Aktywa trwałe	8 475	10 391	10 996	11 298	11 534
Kapitał własny	8 081	8 463	8 011	7 766	7 517
Udział mniejszości	364	388	388	388	388
Dług netto	-3 286	-1 252	390	236	478
Dług netto/EBITDA skor.	-1,1	-0,7	0,6	0,3	0,5
Dług netto/kap. wł. (x)	-0,4	-0,1	0,0	0,0	0,1

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	-777
Dług netto	-1 252
Inne korekty	388
Wycena DCF na akcję (PLN)	8,44

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	20%	12,20
DCF	80%	8,44
Cena wynikowa		9,20
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		9,78

KGHM sprzedaj (obniżona)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Dynamicznie rosnące monitorowane zapasy (praktycznie 2x wyższe niż w połowie stycznia), przy wygaszaniu aktywności gospodarczej w Europie i USA (oba regiony odpowiadają za około 20% światowej konsumpcji), będą naszym zdaniem prowadzić do utrzymania niskich cen miedzi przynajmniej do końca 2Q'20. Aktualnie, gotówkowy koszt produkcji miedzi dla mediany wydobycia na 2020 rok wynosi około 3860 USD/t, ale z uwagi na spadające ceny ropy naftowej dominująca na świecie odkrywkowa produkcja miedzi odnotuje naszym zdaniem nawet około 10% spadek kosztów wydobycia (do około 3500 USD/t). Grupa KGHM, gdzie koszt produkcji zależy w zdecydowanym stopniu od cen energii elektrycznej, jest relatywnie drogim producentem (trzeci kwartył). Ryzykiem dla wyników jest również możliwa dalsza korekta cen srebra – warto zwrócić uwagę, że za 40% zużycia metalu jest odpowiedzialna spowalniająca branża przemysłowa. W obliczu niższych cen surowców naszym zdaniem KGHM zanotuje nawet 40% r/r spadek wyniku EBITDA. Zakładamy, że Grupa zanotuje już spadek wyników finansowych w 1Q'20. Nie zmieniamy naszej ceny docelowej (46,83 PLN/akcja) oraz obniżamy rekomendację do sprzedaj.

Cena bieżąca

74,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

46,83 PLN

-36,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	sprzedaj	46,83 PLN	2020-05-05	
poprzednia	redukuj	46,83 PLN	2020-03-24	
Podstawowe dane			KGH PW	vs. WIG
Ticker	KGH PW	Zmiana 1M	+24,9%	+16,5%
ISIN	PLKGHM000017	Zmiana YTD	-22,6%	-0,4%
Liczba akcji (mln)	200,0	Średni obrót 1M	58,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	14 800,0	Średni obrót 6M	57,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	21 749,0	EV/EBITDA 12M fwd	5,2	+10,5%
Free float	63,2%	EV/EBITDA 5Y avg	4,7	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przychody	20 275	20 526	22 723	20 242	20 558
EBITDA skor.	5 753	4 972	5 229	3 227	3 235
marża EBITDA	28,4%	24,2%	23,0%	15,9%	15,7%
EBIT skor.	4 144	3 176	3 309	1 196	1 057
Zysk netto skor.	1 792	1 888	2 230	600	485
P/E skor.	8,3	7,8	6,6	24,7	30,5
P/BV	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA skor.	3,7	4,4	4,2	6,8	6,8
DPS	1,00	0,00	0,00	1,00	0,75
DYield	1,4%	0,0%	0,0%	1,4%	1,0%
Zmiana prognoz			2019	2020P	2021P
EBITDA (skor.)			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto (skor.)			0,0%	0,0%	0,0%
Miedź (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Srebro (USD/oz)			0,0%	0,0%	0,0%
Molibden (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Prod. miedź (tys. ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Prod. srebro (ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Prod. molibden (mln lb)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Cu KGHM Pol (tys. ton)	385	418	401	385	384
Cu KGHM Int (tys. ton)	79	77	75	77	77
Cu Sierra Gorda (tys. ton)	53	60	75	80	82
Srebro Grupa (ton)	1 205	1 417	1 433	1 390	1 390
Złoto Grupa (tys. troz)	174	220	207	210	212
Przepływy oper.	3 826	5 048	2 814	2 824	3 620
Amortyzacja	1 796	1 920	2 031	2 178	2 152
Kapitał obrotowy	1 412	1 227	22	-3	-15
Przepływy inw.	-3 539	-3 643	-2 544	-2 756	-2 349
CAPEX	3 541	3 336	2 544	2 756	2 349
Przepływy fin.	84	-1 346	-357	-308	-403
Dywidenda/buyback	0	0	-200	-151	-246
FCF	1 924	2 310	269	67	1 270
FCF/EBITDA	41%	51%	8%	2%	30%
CFO/EBITDA	77%	97%	87%	87%	84%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Miedź (USD/t)	5 000	5 800	6 350	6 500	6 500	6 500	6 500	6 500	6 500	6 500	6 500
Srebro (USD/oz)	15,0	16,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0
Molibden (USD/t)	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000
Przychody	20 250	20 571	22 251	22 547	22 480	22 296	21 121	21 117	21 120	21 043	20 978
EBITDA	3 231	3 242	4 296	4 468	4 342	4 116	4 082	4 044	3 998	3 904	3 823
marża EBITDA	5,9%	5,2%	9,6%	10,4%	10,2%	9,3%	9,5%	9,3%	8,9%	9,3%	9,0%
EBIT	1 200	1 064	2 144	2 356	2 301	2 063	2 015	1 966	1 890	1 968	1 892
Podatek	439	416	662	711	700	653	643	633	618	630	613
CAPEX	-2 544	-2 756	-2 349	-1 931	-1 963	-1 995	-2 027	-2 059	-2 091	-1 931	-1 931
Kapitał obrotowy	22	-3	-15	-3	1	2	10	0	0	1	1
FCF	269	67	1 270	1 824	1 680	1 469	1 422	1 352	1 289	1 345	1 280
PV FCF	257	61	1 065	1 425	1 224	999	899	794	703	676	
WACC	6,3%	6,2%	6,6%	6,8%	6,9%	6,9%	7,0%	7,1%	7,2%	7,3%	7,4%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdykontowana wartość FCF	8 102
Dług netto	6 857
Inne korekty	90
Wycena DCF na akcję (PLN)	50,56

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	20%	18,02
DCF	80%	50,56
Cena wynikowa		44,05
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		46,83

Paliwa

Lotos

redukuj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Ostatnie mocne odreagowanie kursu może być w naszej opinii przedwczesne, gdyż niskie ceny ropy (nadal poniżej naszego bazowego scenariusza na rok bieżący) odciskają trwałe negatywne piętno na wartości Grupy. Dotyczy to przede wszystkim segmentu upstream, gdzie ostatnio obniżyliśmy EBITDA w latach 2020-22 średnio 0,67 mld PLN rocznie, co wynika z relatywnie wysokich jednostkowych kosztów wydobycia na poziomie ~19 USD/boe. Zwracamy ponadto uwagę, że w recesyjnym otoczeniu przy taniej ropy i zawężających się spreadach diesel/HSFO, marża z instalacji DCU może być mniejsza (relatywnie wysoki crack HSFO, spadek premii lądowej). Dodatkowo najbliższe tygodnie przyniosą znaczną presję na marże rafineryjne (bardzo dynamiczny przyrost zapasów średnich destylatów, relatywnie małe dostosowania produkcyjne na globalnym rynku rafineryjnym). Perspektywa dodatnich FCF również może być zagrożona, biorąc pod uwagę deklarowane pomysły nowych inwestycji (w tym kapitałochłonnych projektów B8 i Yme). Zwracamy także uwagę, że Lotos jest obecnie wyceniany z wyraźną premią do PKN na EV/EBITDA LIFO (+18% dla lat 2020-22), podczas gdy w obecnym otoczeniu to w przypadku Orlenu widzimy większy potencjał do pozytywnych zaskoczeń po okresie epidemii. W tym kontekście utrzymujemy negatywną rekomendację. Jeśli chodzi o kwestię fuzji z PKN to oczekujemy finalnego rozstrzygnięcia zgodnie z harmonogramem (koniec czerwca). Zapowiedziana konstrukcja ewentualnej transakcji (zakup 33% od Skarbu, później wezwanie do 66%) nie zapewnia naszym zdaniem komfortu do spekulacyjnego kupowania akcji Lotosu.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
EBITDA LIFO skor.	3 126	2 861	2 277	2 351	2 727
upstream	917	630	142	284	666
rafineria	2 022	1 965	1 910	1 828	1 821
detal	181	259	224	239	241
EV/EBITDA LIFO skor.	4,3	5,1	6,1	5,9	5,1
Efekt LIFO	500	-141	-1 768	462	504
Inne zd. jednorazowe	78	159	0	0	0
Saldo finansowe	-259	-278	-220	-201	-211
Przerób ropy mln ton	10,8	10,7	9,5	9,9	10,4
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	7,1	6,5	6,9	7,0	6,6
detal EBITDA/tonę	144	156	140	140	140
upstream \$ EBITDA/boe	34,1	21,7	5,0	12,8	24,5
Wydobycie w mboe/d	20,4	20,7	19,7	16,8	20,7
gaz	11,5	10,9	9,9	7,3	5,3
ropa	8,9	9,8	9,7	9,6	15,3

Model DCF (bez segmentu wydobywczego)

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	28P	+
Brent (USD/Bbl)	30,0	40,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
Marża+dyferencjał	5,5	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
USD/PLN	4,00	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60
Przychody	16 244	18 516	22 097	22 071	22 085	22 100	22 114	22 129	22 143	22 158	22 158
EBITDA	367	2 529	2 565	2 037	2 012	1 986	1 959	1 926	1 910	1 879	1 879
marża EBITDA	2,3%	13,7%	11,6%	9,2%	9,1%	9,0%	8,9%	8,7%	8,6%	8,5%	8,5%
EBIT	-419	1 716	1 750	1 195	1 253	1 212	1 169	1 121	1 088	1 040	1 040
Podatek	-80	326	332	227	238	230	222	213	207	198	198
CAPEX	-737	-603	-625	-625	-625	-677	-677	-677	-677	-677	-839
Kapitał obrotowy	2 125	-500	-986	-102	12	11	8	10	8	6	6
FCF	1 835	1 101	622	1 083	1 161	1 090	1 068	1 046	1 034	1 010	848
PV FCF	1 730	960	502	806	797	689	622	562	512	461	
WACC	8,1%	8,1%	8,1%	8,3%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Cena bieżąca

59,96 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

59,22 PLN

-1,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	redukuj	59,22 PLN	2020-04-07

Podstawowe dane		LTS PW	vs. WIG
Ticker	LTS PW	Zmiana 1M	+1,1% -7,3%
ISIN	PLLOTOS00025	Zmiana YTD	-28,3% -6,1%
Liczba akcji (mln)	184,9	Średni obrót 1M	29,6 mln PLN
MC (mln PLN)	11 085,0	Średni obrót 6M	27,2 mln PLN
EV (mln PLN)	13 984,9	EV/EBITDA 12M fwd	5,4 -0,1%
Free float	46,8%	EV/EBITDA 5Y avg	5,4 dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przychody	24 186	30 122	29 493	16 891	19 225
EBITDA	3 073	3 704	2 879	509	2 813
marża EBITDA	12,7%	12,3%	9,8%	3,0%	14,6%
EBIT	2 229	2 981	1 970	-502	1 776
Zysk netto	1 672	1 587	1 153	-561	1 304
P/E	6,6	7,0	9,6	-	8,5
P/BV	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9
EV/EBITDA	4,4	3,5	4,9	26,3	4,8
DPS	1,00	1,00	3,00	2,00	3,00
DYield	1,7%	1,7%	5,0%	3,3%	5,0%
Zmiana prognoz		2020P	2021P	2022P	
EBITDA LIFO		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Brent (USD/Bbl)		0,0%	0,0%	0,0%	
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)		0,0%	0,0%	0,0%	
USD/PLN		0,0%	0,0%	0,0%	

Bilans i CF

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
CF operacyjny	2 328	2 130	2 778	2 039	1 954
CFO/EBITDA LIFO skor.	74%	74%	122%	87%	72%
Capex	967	805	1 140	1 365	1 229
Kapitał obrotowy	4 816	5 523	3 397	3 897	4 883
Kapitał własny	12 035	12 715	11 848	12 642	13 550
Dług netto	1 943	2 900	2 292	2 334	2 379
Dług netto/EBITDA (x)	0,6	1,0	1,0	1,0	0,9

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	1,8	2,3	1,8	1,6	1,6	1,3
Maksimum	57,2	97,1	14,8	9,1	10,5	9,4
Mediana	7,0	10,7	8,3	3,6	4,6	4,0
waga	5%	20%	25%	5%	20%	25%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	12 803
Dług netto	2 900
Petrobaltic	652
Wycena DCF na akcję (PLN)	57,10

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	10%	43,22
DCF	90%	57,10
Cena wynikowa		55,71
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		59,22

MOL trzymaj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

W ostatnim raporcie po obniżeniu ścieżki cen ropy i gazu odpowiednio o 36%/19% (ceny spotowe nadal znajdują się poniżej założeń na rok bieżący) oraz zaaplikowaniu recesyjnego otoczenia dla roku 2020 (spadek wolumenów w obszarze downstream i detalu), skorygowaliśmy naszą wycenę i rekomendację z akumuluj do trzymaj. Spadek wartości dotyczył przede wszystkim segmentu wydobywczego, w tym również NPV ostatniej akwizycji w Azerbejdżanie (break-even przy cenie Brent ~60 USD). Ubytek EBITDA w latach 2020-22 w stosunku do naszych poprzednich szacunków dla tego obszaru sięga średnio 190 mld HUF. Przecena węglowodorów oczywiście powinna sprzyjać segmentowi przerobu ropy (niższe koszty zużyć własnych, spread nafta/etan, cracki na produktach ciężkich, inercja w dostosowaniu cen produktów, wzrost dyferencjału U/B), ale wcześniej zobaczymy jeszcze negatywne efekty paraliżu światowej gospodarki. Zakładamy, że wolumeny produkcji w rafinerii i petrochemii spadną w tym roku o 10%/15%, a w detalu spółka doświadczy w perspektywie najbliższych 2 miesięcy 25% spadku wolumenów sprzedaży paliw (ubytok marży pozapaliwowej szacujemy w tym okresie na ~40%). W wariantie bazowym skonsolidowana CCS EBITDA w tym roku spada do ~450 mld HUF. Bilansowo MOL będzie w stanie bezpiecznie przetrwać ten okres turbulencji ze względu na niskie zadłużenie na koniec 2019 r., ale DN/EBITDA na koniec roku może przekroczyć poziom 3,0x (przy całorocznej konsolidacji ACG pro-forma 2,8x). Zwracamy także uwagę, że MOL jest obecnie wyceniany z wyraźną premią do PKN na EV/CCS EBITDA.

Cena bieżąca

2 032 HUF

potencjał zmiany

Cena docelowa

1 927 HUF

-5,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	1 927 HUF	2020-03-31

Podstawowe dane	MOL HB	vs. WIG
Ticker	MOL HB	Zmiana 1M +7,8% -0,6%
ISIN	HU0000153937	Zmiana YTD -30,9% -8,7%
Skor. l. akcji (mln)	753,1	Średni obrót 1M 2 542,4 mln HUF
MC (mln HUF)	1 530 210,7	Średni obrót 6M 2 445,7 mln HUF
EV (mln HUF)	2 388 850,7	EV/EBITDA 12M fwd 4,7 +11,8%
Free float	53,5%	EV/EBITDA 5Y avg 4,2 premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mld HUF)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przychody	4 130	5 169	5 267	2 985	3 511
EBITDA	673	764	685	366	585
marża EBITDA	16,3%	14,8%	13,0%	12,3%	16,7%
EBIT	354	353	294	-34	141
Zysk netto	307	301	223	-13	121
P/E	5,0	5,1	6,9	-	12,7
P/BV	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA	3,4	2,8	3,5	8,6	5,5
DPS	78,13	127,50	142,44	0,00	69,72
DYield	3,8%	6,3%	7,0%	0,0%	3,4%
Zmiana prognoz	2020P	2021P	2022P		
CCS EBITDA	0,0%	0,0%	0,0%		
Zysk netto	0,0%	0,0%	0,0%		
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)	0,0%	0,0%	0,0%		
Marża petchem (USD/t)	0,0%	0,0%	0,0%		
Brent (USD/Bbl)	0,0%	0,0%	0,0%		

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mld HUF)	2018	2019	2020P	2021P	2021P
EBITDA LIFO skor.	728	709	445	558	692
upstream	344	305	146	232	311
rafineria	183	169	142	169	197
detal	115	137	125	145	149
petchem	87	83	26	6	29
gaz	50	54	54	55	54
koszty ogólne	-51	-40	-48	-49	-49
EV/EBITDA LIFO skor.	3,0	3,4	6,8	5,9	4,5
Efekt LIFO	19	-16	-79	27	22
Inne zd. jednorazowe	17	-8	0	0	0
Saldo finansowe	-22	-18	-21	-13	-34
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	4,9	4,6	4,1	5,1	5,7
upstream \$ EBITDA/boe	34,8	28,0	11,9	19,9	27,4
Przerób ropy mln ton	19,2	17,5	15,7	16,5	17,3
Wydobycie mboe/d	110,6	112,0	120,2	126,1	123,6

Model DCF (bez segmentu wydobywczego)

(mld HUF)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Brent (USD/Bbl)	30	40	50	50	50	50	50	50	50	50	50
Marża+dyferencjał USD/HUF	5,5	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Przychody	2 772	3 258	3 681	3 709	3 711	3 713	3 715	3 717	3 719	3 721	3 721
EBITDA	221	353	403	415	417	419	421	424	426	428	428
marża EBITDA	8,0%	10,8%	11,0%	11,2%	11,2%	11,3%	11,3%	11,4%	11,4%	11,5%	11,5%
EBIT	-2	105	152	166	174	174	172	169	166	163	205
Podatek	8	30	42	46	49	48	48	47	46	45	39
CAPEX	-511	-366	-230	-223	-223	-223	-223	-223	-223	-223	-223
Kapitał obrotowy	95	-34	-30	-1	1	1	1	1	0	0	0
FCF	-203	-77	101	145	147	149	152	155	158	161	166
PV FCF	-194	-70	85	114	107	101	95	90	85	80	
WACC	6,4%	6,4%	6,6%	6,8%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mld HUF)	2018	2019	2020P	2021P	2021P
CF operacyjny	596	704	498	545	643
CFO/EBITDA LIFO skor.	82%	99%	112%	98%	93%
Capex	380	596	1 178	543	406
Kapitał obrotowy	300	286	191	225	255
Kapitał własny	1 994	2 151	2 073	2 127	2 252
Dług netto	314	559	1 324	1 403	1 270
Dług netto/EBITDA (x)	0,4	0,8	3,0	2,5	1,8

Analiza porównawcza

	P / E			EV / EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	0,8	2,1	1,6	1,4	1,5	1,2
Maksimum	50,0	25,5	14,1	8,9	10,2	9,1
Mediana	7,7	7,4	6,9	3,4	3,9	3,4
waga	5%	20%	25%	5%	20%	25%

Podsumowanie DCF

(mld HUF)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdykontowana wartość FCF	1 672
Dług netto i korekty	337
Segment wydobywczy	42
Wycena DCF na akcję (HUF)	1 931

Wycena

(HUF)	waga	cena
Porównawcza	10%	747
DCF	90%	1 931
Cena wynikowa		1 813
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		1 927

PGNiG kupuj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Ostatnie doniesienia o dostosowaniu Gazpromu do wyroku arbitrażu powinny dalej wspierać PGNiG, szczególnie że obok retroaktywnego odszkodowania (0,86 PLN/akcję), zmiana formuły będzie znaczącym wsparciem dla segmentu obrotu w najbliższych kwartałach (w ostatnim raporcie podwyższyliśmy z tego względu prognozy EBITDA tego obszaru średnio 0,8 mld PLN na lata 2020-22). Przypominamy, że wyrok arbitrażu neutralizuje towarzyszące PGNiG od lat strukturalne ryzyko w obszarze handlowym i powinno pozwolić rynkowi na zmianę podejścia do jego wyceny. Zwracamy uwagę, że nawet bez wspomnianego odszkodowania dług netto na koniec tego roku będzie wynosił zaledwie 0,6x EBITDA, co może przełożyć się na wyższą dywidendę w przyszłym roku (wysoki udział Skarbu Państwa plus wysokie potrzeby budżetowe w okresie recesji) lub na ciekawe akwizycje złóż w okresie większej ilości wymuszonych dezinvestycji w sektorze. Nadal podtrzymujemy też nasze bazowe założenia odbicia cen gazu w przyszłym roku (dostosowania podaży, powrót normalnego popytu w sezonie grzewczym i widoczna konwersja węgiel-gaz w globalnej energetyce), co zapewni powrót EBITDA na wzrostową trajektorię. W krótkim terminie pozytywnym katalizatorem powinny być wyniki 1Q (obróć neutralizuje spadki cen gazu w wydobywaniu), które mogą skutkować podwyższeniem konsensusu rocznego. W tym kontekście utrzymujemy naszą rekomendację kupuj. Przypominamy, że nasze tegoroczne prognozy konserwatywnie uwzględniają negatywny wpływ lockdown w kwocie 0,6 mld PLN (odpisy na należności i ubytek 10% wolumenów w dystrybucji), a dane operacyjne za 1Q wskazują, że popyt na gaz jest bardziej odporny na szok epidemiologiczny.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(młn PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
EBITDA skor.	7 511	6 079	5 359	6 538	7 251
EBITDA	7 115	5 504	5 673	6 717	7 332
wydobycie	5 019	3 360	1 561	2 682	3 541
obróć	-848	-470	1 509	1 013	830
dystrybucja	2 385	1 995	1 765	2 033	2 094
energetyka	788	856	1 105	1 265	1 151
pozostałe	-229	-237	-267	-275	-284
Saldo finansowe	107	-289	-228	29	-12
Prod. ropy młn ton	1,41	1,21	1,36	1,55	1,47
kraj	0,82	0,77	0,75	0,73	0,73
zagranica	0,59	0,44	0,61	0,82	0,74
Prod. gazu młd m3	4,5	4,5	4,7	5,3	5,4
kraj	3,8	3,8	3,8	4,0	4,0
zagranica	0,7	0,7	0,9	1,3	1,4
marża obrót PLN/MWh	-6,6	-4,5	7,1	4,9	3,5

Model DCF

(młn PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	28P	+
Brent (USD/Bbl)	30,0	40,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
Gaz EU (EUR/MWh)	8,5	11,8	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0
USD/PLN	4,00	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60
Przychody	34 498	33 289	36 918	37 202	35 087	35 572	35 807	36 086	36 132	36 174	36 174
EBITDA	5 105	6 318	6 946	6 499	6 881	7 084	7 172	7 270	7 116	7 010	7 010
marża EBITDA	14,8%	19,0%	18,8%	17,5%	19,6%	19,9%	20,0%	20,1%	19,7%	19,4%	19,4%
EBIT	2 309	3 265	3 845	3 287	3 009	3 143	3 139	3 114	2 845	3 391	2 636
Podatek	296	720	954	802	528	599	622	646	610	907	552
CAPEX	-5 071	-4 489	-5 110	-5 153	-4 600	-4 644	-4 508	-4 508	-4 460	-4 374	-4 374
Kapitał obrotowy	1 547	158	-475	-37	277	-63	-31	-36	-6	-5	-5
FCF	1 285	1 268	407	508	2 030	1 778	2 011	2 080	2 040	1 724	2 079
PV FCF	1 208	1 097	324	373	1 374	1 111	1 160	1 108	1 004	784	
WACC	8,6%	8,7%	8,6%	8,5%	8,5%	8,4%	8,3%	8,3%	8,2%	8,2%	8,2%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Cena bieżąca

3,65 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

4,44 PLN

+21,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	4,44 PLN	2020-04-07

Podstawowe dane			PGN PW	vs. WIG
Ticker	PGN PW	Zmiana 1M	+6,4%	-2,0%
ISIN	PLPGNIG00014	Zmiana YTD	-15,7%	+6,5%
Liczba akcji (młn)	5 778,3	Średni obrót 1M	26,3 młn PLN	
MC (młn PLN)	21 085,1	Średni obrót 6M	24,8 młn PLN	
EV (młn PLN)	24 799,1	EV/EBITDA 12M fwd	3,7	-22,4%
Free float	28,1%	EV/EBITDA 5Y avg	4,8	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(młn PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przychody	35 857	41 234	42 023	34 498	33 289
EBITDA	6 579	7 115	5 504	5 673	6 717
marża EBITDA	18,3%	17,3%	13,1%	16,4%	20,2%
EBIT	3 910	4 395	2 448	2 309	3 265
Zysk netto	2 923	3 212	1 371	1 785	2 575
P/E	7,2	6,6	15,4	11,8	8,2
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	3,3	2,9	4,5	4,3	3,5
DPS	0,20	0,07	0,11	0,09	0,12
DYield	5,5%	1,9%	3,0%	2,6%	3,4%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Brent (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Gaz EU (EUR/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
USD/PLN			0,0%	0,0%	0,0%

Bilans i CF

(młn PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
CF operacyjny	5 814	4 938	6 233	5 889	5 615
CFO/EBITDA	82%	90%	110%	88%	77%
Capex	4 534	6 069	5 071	4 489	5 110
Kapitał obrotowy	5 358	6 059	4 512	4 353	4 828
Kapitał własny	36 634	38 108	39 345	41 206	42 797
Dług netto	-223	3 715	3 206	2 623	3 515
Dług netto/EBITDA (x)	0,0	0,7	0,6	0,4	0,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	2,1	2,1	1,6	2,5	2,4	2,1
Maksimum	14,8	39,2	15,0	12,6	13,4	11,8
Mediana	9,9	14,5	11,2	5,3	5,8	5,6
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(młn PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	24 836
Dług netto	5 554
Inne korekty	-7
Wycena DCF na akcję (PLN)	3,34

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	7%	4,51
DYield-porównawcza	3%	1,48
DCF	90%	3,34
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		4,44

PKN Orlen trzymaj (obniżona)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Segment wydobywczy ma w Orlenie marginalne znaczenie, tak więc spadek cen gazu i ropy (średnio na całej krzywej o -19%/-36%), poza księgowym efektem LIFO (~ -3 mld PLN), strukturalnie poprawia sytuację Grupy poprzez segment downstream (niższe koszty zużyć własnych, marża na CCGT, spread nafta/etan, cracki na produktach ciężkich, rentowność Anwilu, inercja w dostosowaniu cen produktów w detalu, odbudowa pozycji konkurencyjnej rafinerii europejskich względem USA). W tym kontekście podtrzymujemy tezę, że Spółka może być relatywnie największym beneficjentem ostatnich zawirowań na rynkach surowcowych. Niemniej jednak po ostatnich mocnych wzrostach (~20% od naszej rekomendacji) obniżamy zalecenie do trzymaj z akumuluj. PKN nadrobił na EV/EBITDA już znaczną część luki do 5-letniej średniej (obecnie 4,9x vs 5,3x), a najbliższe miesiąc mogą przynieść trochę turbulencji na modelowych marżach w obszarze downstream, jako że szok popytowy z rynku ropy przenosi się już powoli na rynek produktów (rosnące zapasy), co będzie skutkowało spadkiem wolumenów. Po oczekiwanym bardzo mocnym 1Q, rynek może zacząć dyskontować mocniejsze uderzenie w rafinerii i detalu w 2Q (dźwignia wolumenowa oraz możliwy drastyczny spadek sprzedaży pozapaliwowej). W średnim terminie Spółka nadal pozostaje naszym pierwszym wyborem w sektorze. Wkrótce zaktualizujemy model o sfinalizowane przejście Energi, które buduje dodatkową wartość w scenariuszu rezygnacji z budowy węglowego bloku w Ostrołęce i neutralizacji ryzyka dokapitalizowania PGG.

Cena bieżąca

59,52 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

58,61 PLN

-1,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	58,61 PLN	2020-05-05
poprzednia	akumuluj	58,61 PLN	2020-03-23
Podstawowe dane			
	PKN PW	Zmiana 1M	-2,2%
Ticker	PLPKN0000018	Zmiana YTD	-30,6%
ISIN		Średni obrót 1M	118,4 mln PLN
Liczba akcji (mln)	427,7	Średni obrót 6M	100,3 mln PLN
MC (mln PLN)	25 457,2	EV/EBITDA 12M fwd	4,5
EV (mln PLN)	31 914,2	EV/EBITDA 5Y avg	5,2
Free float	67,6%		dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przychody	95 364	109 706	111 203	54 524	66 177
EBITDA	11 078	9 888	8 862	3 921	7 764
marża EBITDA	11,6%	9,0%	8,0%	7,2%	11,7%
EBIT	8 657	7 215	5 365	148	3 810
Zysk netto	6 655	5 556	4 300	-46	2 923
P/E	3,8	4,6	5,9	-	8,7
P/BV	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA	2,6	3,1	3,6	7,9	4,3
DPS	3,00	3,00	3,50	3,00	3,00
DYield	5,0%	5,0%	5,9%	5,0%	5,0%
Zmiana prognoz				2020P	2021P
EBITDA LIFO				0,0%	0,0%
Zysk netto				0,0%	0,0%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)				0,0%	0,0%
Marża petchem (USD/t)				0,0%	0,0%
USD/PLN				0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
EBITDA LIFO skor.	8 392	9 375	7 077	6 939	7 287
rafineria	3 764	3 792	2 445	2 608	2 945
petchem	2 103	2 428	1 937	1 463	1 614
detal	2 781	3 067	2 814	2 993	3 037
upstream	305	331	80	165	267
energetyka	188	599	782	789	536
koszty ogólne	-749	-842	-981	-1 079	-1 111
EV/EBITDA LIFO skor.	3,8	3,5	4,5	4,9	4,9
Efekt LIFO	860	-148	-3 156	825	900
Inne zd. jednorazowe	636	-365	0	0	0
Saldo finansowe	-104	-11	-203	-199	-254
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	4,3	4,0	2,8	3,2	3,4
detal EBITDA/tonę	294	312	310	307	308
Przerób ropy mln ton	33,4	33,9	29,8	31,3	32,9
Prod. petch. (tys. ton)	3 616	3 781	3 781	3 781	3 781

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Marża+dyferencjał	6,3	5,5	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Marża petchem	359	323	296	306	306	306	306	306	306	306	305,9
USD/PLN	3,84	4,00	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60
Przychody	54 524	66 177	82 438	82 937	83 299	83 624	83 925	84 222	84 523	84 827	84 827
EBITDA	3 921	7 764	8 187	7 693	8 051	8 080	8 101	8 120	8 133	8 146	8 146
marża EBITDA	7,2%	11,7%	9,9%	9,3%	9,7%	9,7%	9,7%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%
EBIT	148	3 810	3 744	3 018	3 648	3 703	3 703	3 681	3 615	3 519	3 446
Podatek	28	724	711	573	693	704	704	699	687	669	655
CAPEX	-6 675	-6 075	-5 975	-5 075	-4 700	-4 700	-4 700	-4 700	-4 700	-4 700	-4 700
Kapitał obrotowy	5 186	-1 669	-1 882	-326	-149	-42	-39	-38	-39	-39	-39
FCF	2 404	-704	-381	1 719	2 509	2 635	2 658	2 682	2 707	2 738	2 752
PV FCF	2 268	-616	-310	1 296	1 752	1 703	1 591	1 486	1 389	1 300	
WACC	8,0%	7,8%	7,7%	7,7%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
CF operacyjny	4 980	9 319	9 118	5 410	5 642
CFO/EBITDA LIFO skor.	59%	99%	129%	78%	77%
Capex	4 454	4 450	6 675	6 075	5 975
Kapitał obrotowy	11 144	9 611	4 425	6 094	7 976
Kapitał własny	35 727	38 596	37 268	38 910	40 422
Dług netto	5 599	6 446	5 490	7 637	9 539
Dług netto/EBITDA (x)	0,6	0,7	1,4	1,0	1,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	4,2	4,4	4,2	1,4	1,5	1,5
Maksimum	46,1	13,7	11,8	13,1	14,4	12,8
Mediana	7,3	6,8	6,0	3,9	4,2	3,8
waga	5%	20%	25%	5%	20%	25%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	30 490
Dług netto	6 446
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	56,22

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	10%	45,40
DCF	90%	56,22
Cena wynikowa		55,13
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		58,61

Energetyka

CEZ

akumuluj (obniżona)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Spółka odrobiła już znaczną część przeceny spowodowanej kryzysem COVID, ale nadal uważamy że kurs oferuje potencjał wzrostowy. Nasz nowy bardziej konserwatywny scenariusz dla cen energii, węgla, gazu i CO₂ wpływa na prognozy EBITDA, ale dopiero od przyszłego roku (efekt hedgingu), a w roku bieżącym uwzględniamy tylko dodatkowe odpisy na należności (1,5 mld CZK). W efekcie, po uwzględnieniu spadku wyceny porównawczej, obniżamy cenę docelową do 527,86 CZK i rekomendację do akumuluj. CEZ zasługuje na relatywnie wyższe wskaźniki EV/EBITDA z uwagi na niską emisyjność, zaadresowany temat dekarbonizacji, a udział bezpiecznych/czystych biznesów w EBITDA przekracza 50%. Dodatkowo oferowana stopa dywidendy znacznie przewyższa średnią dla indeksu Stoxx Utilities oraz stopę wolną od ryzyka i nie widzimy w średnim terminie zagrożeń dla utrzymania polityki w tym zakresie, szczególnie po ostatniej propozycji Zarządu. Wsparciem dla sentymentu może być intensyfikacja rozwoju OZE, zasilana środkami z funduszu modernizacyjnego. Pomaga też ostatnie potwierdzenie przez czeski rząd bezpiecznej dla Spółki formuły prowadzenia projektu jądrowego. W tym roku CEZ powinien kontynuować wzrost EBITDA za sprawą wyższych zabezpieczonych cen energii oraz zwiększonych wolumenów w generacji. Zaburzenie tego trendu w 2021 to efekt spadku WACC w dystrybucji, wyłączenia mocy węglowych oraz niższego CDS). Dodatkowym katalizatorem, którego nie uwzględniamy w modelu mogą być wyższa produkcja w el. atomowych i rozbudowa floty PV, a także zapowiadane inicjatywy efektywnościowe.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln CZK)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
EBITDA skor.	50 164	61 605	63 772	57 884	53 957
EBITDA	49 664	60 305	63 772	57 884	53 957
wytwarzanie	19 627	29 576	33 213	27 030	23 207
wydobycie	4 530	5 021	4 457	3 893	3 125
dystrybucja	19 946	20 588	21 011	19 391	19 689
obrót	4 280	3 748	3 650	6 227	6 646
pozostałe	1 281	1 372	1 442	1 343	1 291
Saldo finansowe	-6 242	-8 018	-7 627	-9 229	-10 076
Produkcja energii TWh	63,1	64,6	66,7	64,6	62,1
w tym OZE	4,3	5,0	5,1	5,1	5,1
Wolumen obrotu TWh	37,6	37,9	38,2	38,5	38,8
dynamika r/r	1,6%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
marża obrotu CZK/MWh	113,7	98,8	95,5	161,7	171,3
WRA w mld CZK	117,8	121,1	126,5	134,7	142,4
zwrot na WRA (EBIT)	11,1%	9,2%	11,3%	9,2%	8,8%

Model DCF

(mln CZK)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	28P	+
Energia (EUR/MWh)	32,4	35,9	41,1	42,8	44,5	44,5	44,5	44,5	44,5	44,5	44,5
EUR/CZK	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2
CO2 (EUR/t)	18,0	18,0	20,0	22,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0
Przychody	222 619	217 213	217 452	225 813	231 189	235 055	237 437	240 553	243 789	247 157	247 157
EBITDA	68 003	62 221	58 403	61 626	62 911	63 382	63 556	64 286	64 787	65 540	65 540
marża EBITDA	30,5%	28,6%	26,9%	27,3%	27,2%	27,0%	26,8%	26,7%	26,6%	26,5%	26,5%
EBIT	35 543	29 156	25 258	27 826	30 261	30 628	30 436	30 577	30 282	29 932	29 139
Podatek	6 753	5 539	4 797	5 284	5 746	5 814	5 777	5 803	5 746	5 678	5 536
CAPEX	-35 163	-34 500	-34 500	-33 999	-34 545	-35 138	-35 759	-36 401	-37 057	-37 721	-36 401
Kapitał obrotowy	-587	193	-9	-299	-192	-138	-85	-111	-116	-120	-116
FCF	25 500	22 375	19 097	22 044	22 429	22 292	21 935	21 971	21 869	22 021	23 487
PV FCF	24 575	20 411	16 495	18 024	17 357	16 329	15 209	14 423	13 593	12 960	
WACC	5,7%	5,6%	5,6%	5,6%	5,7%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	6,3%
Risk-free rate	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%

Cena bieżąca

451,00 CZK

potencjał zmiany

Cena docelowa

527,86 CZK

+17,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	527,86 CZK	2020-05-05	
poprzednia	kupuj	592,91 CZK	2020-02-20	
Podstawowe dane			CEZ CP	vs. WIG
Ticker	CEZ CP	Zmiana 1M	+11,1%	+2,7%
ISIN	CZ0005112300	Zmiana YTD	-11,5%	+10,7%
Liczba akcji (mln)	538,0	Średni obrót 1M	143,7 mln CZK	
MC (mld CZK)	242,6	Średni obrót 6M	154,9 mln CZK	
EV (mld CZK)	407,2	EV/EBITDA 12M fwd	6,5	-8,0%
Free float	30,2%	EV/EBITDA 5Y avg	7,1	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln CZK)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przychody	205 092	184 486	206 192	222 619	217 213
EBITDA	55 155	49 664	60 305	63 772	57 884
marża EBITDA	26,9%	26,9%	29,2%	28,6%	26,6%
EBIT	25 620	19 759	26 429	35 543	29 156
Zysk netto	18 765	10 327	14 373	21 761	15 534
P/E	12,9	23,5	16,9	11,1	15,6
P/BV	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
EV/EBITDA	7,0	8,0	6,8	6,4	7,1
DPS	33,00	32,71	23,86	34,00	36,40
DYield	7,3%	7,3%	5,3%	7,5%	8,1%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA			+0,1%	-1,6%	-6,2%
Zysk netto			+4,6%	-4,1%	-17,9%
Energia (EUR/MWh)			-24,1%	-20,2%	-13,7%
EUR/CZK			0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)			-25,0%	-25,0%	-16,7%

Bilans i CF

(mln CZK)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
CF operacyjny	35 351	42 931	59 651	56 400	53 428
CFO/EBITDA	71%	71%	94%	97%	99%
Capex	26 018	29 802	35 163	34 500	34 500
Kapitał obrotowy	112 247	70 553	76 174	74 324	74 406
Kapitał własny	234 721	250 761	254 232	250 182	248 036
Dług netto	151 721	159 987	159 806	165 099	168 609
Dług netto/EBITDA (x)	3,1	2,7	2,5	2,9	3,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19	20P	21P	19	20P	21P
Minimum	8,9	10,9	11,2	4,4	4,7	4,7
Maksimum	29,4	28,3	27,9	14,3	13,6	13,5
Mediana	15,2	14,8	13,4	10,6	9,3	8,6
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln CZK)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana wartość FCF	488 339
Dług netto	159 987
Inne korekty	-60 015
Wycena DCF na akcję (CZK)	498,78

Wycena

(CZK)	waga	cena
Porównawcza	33%	504,70
DYield-porównawcza	17%	494,20
DCF	50%	498,78
Koszt kapitału 9M		5,6%
Cena docelowa za 9M		527,86

PGE**zawieszona (bez zmian)**

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Uwzględniając zmieniające się uwarunkowania makro zaktualizowaliśmy w ostatnim komentarzu nasze założenia i prognozy dla PGE. Oczyszczona EBITDA w latach 2020-22 została obniżona średnio o 9% (niższe wolumeny i CDS w wytwarzaniu, słaby sezon grzewczy, odpis należności w obrocie, niższy WACC w dystrybucji). Jednocześnie zwracamy uwagę, że nasze roczne szacunki wciąż plasują się średnio 6% powyżej konsensusu, a implikowany wskaźnik EV/EBITDA spada w przyszłym roku do zaledwie 2,3x (2,9x przy uwzględnieniu rezerwy na rekultywację netto) wobec 3,1x dla roku bieżącego. Oczekiwana znaczna poprawa wyników w kolejnych latach to pochodna przychodów mocowych (netto po ubytku przychodów z RUS to około 2,3 mld PLN), normalnego sezonu grzewczego, rosnącego load factor bloków na w. brunatny (wyłączenia bloków węglowych po wejściu BAT w 2021 r. i pakietu zimowego w 2025 r.), uruchomienia nowych jednostek oraz wyższej marży na obrocie (spadek presji regulacyjnej przy niższych cenach, brak kryzysowych rezerw na należności). Zwracamy uwagę na perspektywę wyższych FCF (spadek Capex, poprawa wyników, spływ należności z CO2 i rekompensat) i wciąż niskie wskaźniki zadłużenia Grupy (DN/EBITDA 1,3x na koniec tego roku). Oczywiście kluczowe dla wyceny i sentymentu wokół spółki pozostają plany w zakresie: 1) projektu atomowego 2) restrukturyzacji oraz 3) inwestycji w nową kopalnię węgla brunatnego w Złoczewie. Do czasu rozstrzygnięcia tych zagadnień nasza rekomendacja dla PGE pozostaje zawieszona. Ostatnie wypowiedzi prezesa PGE sugerują jednak szanse na pozytywny scenariusz (separacja aktywów węglowych, wyjście z węgla w 20 lat).

Cena bieżąca

3,99 PLN

Cena docelowa

-

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	zawieszona		2020-04-27

Podstawowe dane			PGE PW	vs. WIG
Ticker	PGE PW	Zmiana 1M	-1,4%	-9,8%
ISIN	PLPGER000010	Zmiana YTD	-49,8%	-27,7%
Liczba akcji (mln)	1 869,8	Średni obrót 1M		20,5 mln PLN
MC (mln PLN)	7 467,9	Średni obrót 6M		17,4 mln PLN
EV (mln PLN)	19 310,9	EV/EBITDA 12M fwd	3,1	-30,3%
Free float	42,6%	EV/EBITDA 5Y avg	4,4	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przychody	23 100	25 946	37 627	41 772	40 002
EBITDA	7 650	6 375	7 141	6 349	8 351
marża EBITDA	33,1%	24,6%	19,0%	15,2%	20,9%
EBIT	3 552	2 482	-4 175	2 225	3 885
Zysk netto	2 600	1 498	-3 961	1 380	2 864
P/E	2,9	5,0	-	5,4	2,6
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	2,1	2,8	2,7	3,1	2,3
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,18
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,6%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Energia (PLN/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
EBITDA skor.	6 973	6 711	6 483	8 351	8 162
Energetyka konw.	2 262	2 698	2 439	3 524	3 347
Ciepłownictwo	982	926	1 079	1 244	1 092
OZE	463	519	485	723	722
Dystrybucja	2 503	2 340	2 340	2 270	2 332
Sprzedaż	494	256	420	541	621
Pozostałe	269	-28	-279	49	48
Saldo finansowe	-290	-528	-525	-352	-427
Produkcja energii TWh	65,9	58,3	62,2	68,9	70,5
w tym OZE	2,1	2,7	2,9	2,9	2,9
Wolumen obrotu TWh	42,6	44,0	42,2	43,9	44,3
dynamika r/r	6,4%	3,4%	-4,0%	4,0%	0,8%
marża obrotu PLN/MWh	5,3	6,4	6,8	12,3	14,0
WRA w mld PLN	16,4	16,9	17,6	18,2	18,7
zwrot na WRA (EBIT)	7,8%	6,5%	6,3%	5,5%	5,6%

Bilans i CF

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
CF operacyjny	5 102	6 820	7 011	7 945	7 600
CFO/EBITDA	73%	102%	108%	95%	93%
Capex	6 393	6 907	6 685	6 659	6 486
Kapitał obrotowy	5 290	7 818	6 833	6 568	6 531
Kapitał własny	46 727	42 289	43 726	46 302	48 198
Dług netto	9 427	10 995	11 137	10 492	10 464
Dług netto/EBITDA (x)	1,5	1,5	1,8	1,3	1,3

Tauron zawieszona (podtrzymana)

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

Uwzględniając nowe scenariusze dla cen energii, węgla i CO₂ oraz aplikując aktualne założenia dotyczące wolumenów produkcji (efekt kryzysu, opóźnienie projektu w Jaworznie) obniżamy nasze prognozy EBITDA na lata 2020-22 średnio 9%. W obecnych warunkach nie można wykluczyć dodatkowych odpisów na należności od odbiorców (zakładamy kwotę 77 mln PLN) oraz strat na braku pokrycia zabezpieczeń na portfelu w obrocie przez niższe zapotrzebowanie klientów (każdy 1% niepokrytej pozycji generowałby około 40 mln PLN straty). Jednocześnie wskazujemy, że poza tymi czynnikami segment obrotu powinien raportować w tym roku wzrost realizowanej marży (klienci korporacyjny), a dodatkowo rozpoznać wynik na bilansowaniu sprzedanej i niewyprodukowanej energii z Jaworzna. W kolejnym roku dodatkowo oczekujemy zmniejszenia presji regulacyjnej i odbudowę rentowności na taryfie G. W wytwarzaniu przyszłoroczne przychody z rynku mocy po korekcie o utracony ORM/IRZ poprawią wynik EBITDA netto o 0,4 mld PLN, a ponadto w pełni powinien pracować już blok w Jaworznie. Gorzej wyglądają perspektywy w dystrybucji gdzie będziemy obserwować presję na WACC. Pod względem FCF sytuacja powinna się poprawiać z roku na rok (OCF w 2020 dodatkowo wzmocniony r/r na kapitale obrotowym), ale w 2020 obciążeniem będzie przesunięty capex na Jaworzno (0,8 mld PLN). W efekcie, na koniec tego roku dług netto wzrośnie do 13,8 mld PLN, a skor. wskaźnik DN/EBITDA do 3,4x. Nasza rekomendacja inwestycyjna pozostaje zawieszona do czasu publikacji PEP40 i rozstrzygnięć politycznych w zakresie strategii dla nierentownych kopalni.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
EBITDA skor.	3 476	3 352	3 542	3 865	4 105
EBITDA	3 492	3 597	3 542	3 865	4 105
wytwarzanie	731	984	797	1 233	1 168
wydobycie	-90	-500	-344	-315	-94
dystrybucja	2 466	2 606	2 567	2 445	2 519
obróć	372	429	486	460	467
pozostałe	13	81	35	42	45
Saldo finansowe	-286	-311	-577	-110	-325
Produkcja energii TWh	16,2	13,9	13,4	17,5	17,5
w tym OZE	1,0	1,4	1,8	1,8	1,8
Wolumen obrotu TWh	34,5	33,7	32,4	32,8	33,3
dynamika r/r	-1,2%	-2,3%	-4,0%	1,5%	1,5%
marża obrotu PLN/MWh	10,8	11,6	14,0	14,0	14,0
WRA w mld PLN	16,9	17,5	18,0	18,3	18,7
zwrot na WRA (EBIT)	8,2%	8,2%	7,6%	6,6%	6,5%

Cena bieżąca Cena docelowa

1,14 PLN

-

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	zawieszona		2020-05-05	
poprzednia	zawieszona		2020-02-27	
Podstawowe dane			TPE PW	vs. WIG
Ticker	TPE PW	Zmiana 1M	-2,1%	-10,5%
ISIN	PLTAURN00011	Zmiana YTD	-30,7%	-8,6%
Liczba akcji (mln)	1 752,5	Średni obrót 1M		8,9 mln PLN
MC (mln PLN)	1 990,9	Średni obrót 6M		8,0 mln PLN
EV (mln PLN)	15 967,7	EV/EBITDA 12M fwd	4,3	-7,1%
Free float	59,6%	EV/EBITDA 5Y avg	4,6	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przychody	17 425	18 122	20 511	20 708	19 886
EBITDA	3 618	3 492	3 597	3 542	3 865
marża EBITDA	20,8%	19,3%	17,5%	17,1%	19,4%
EBIT	1 879	791	295	1 392	1 597
Zysk netto	1 381	205	-11	660	1 205
P/E	1,4	9,7	-	3,0	1,7
P/BV	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/EBITDA	3,0	3,5	4,4	4,8	4,2
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA			-9,3%	-9,2%	-8,1%
Zysk netto			-39,4%	-11,5%	-20,3%
Energia (PLN/MWh)			-0,1%	-11,9%	-13,8%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	-9,0%	-9,0%
CO2 (EUR/t)			-25,0%	-25,0%	-16,7%

Bilans i CF

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
CF operacyjny	2 223	2 036	3 525	3 637	3 814
CFO/EBITDA	64%	57%	100%	94%	93%
Capex	3 742	4 035	3 895	2 780	2 673
Kapitał obrotowy	817	1 370	1 383	1 328	1 335
Kapitał własny	18 296	18 192	18 853	20 057	21 263
Dług netto	10 140	13 076	14 022	13 275	12 459
Dług netto/EBITDA (x)	2,5	3,1	3,4	2,9	2,6

Telekomunikacja

Cyfrowy Polsat

trzymaj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Pomimo defensywnego charakteru sektora telekomunikacyjnego, kurs Cyfrowego Polsatu był gorszy niż WIG o 6,6% w ciągu ostatniego miesiąca, co jest zgodne z naszym niekonsensusowym podejściem (wskazujemy, że kurs akcji spółki ma niższy potencjał do wzrostu vs. OPL i PLY). W naszym kwietniowym raporcie odnieśliśmy się do głównych ryzyk wynikających z COVID-19: możliwego przeciążenia sieci, spadku liczby klientów, załamania się obrotów sprzętem spotęgowanym przez zamknięcie punktów sprzedaży, spadku popytu na roaming międzynarodowy. W części mediowej, bardziej wolatylnej, głównym zagrożeniem jest istotny spadek rynku reklamy w Polsce od 2Q'20 ze względu na post-korono recesję gospodarczą. Telekomunikacja jest wciąż sektorem, który zalecamy przeważać w obecnym momencie rynku, jednak do samego Cyfrowego Polsatu mamy dalej neutralne podejście. Wskazujemy na wysoki FCFE Yield i dywidendę. Z drugiej strony Cyfrowy Polsat jest wyceniany z premią do konkurentów na wskaźniku EV/EBITDA. Największym ryzykiem dla Cyfrowego Polsatu jest obecnie duża niepewność na rynku reklamy (segment generuje <15% zysku EBITDA). Szanse na wzrost upatrujemy w rozwoju na rynku reklamy internetowej po zakupie Interii.

Cena bieżąca

24,80 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

24,10 PLN

-2,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	24,10 PLN	2020-04-01

Podstawowe dane			CPS PW	vs. WIG
Ticker	CPS PW	Zmiana 1M	+1,8%	-6,6%
ISIN	PLCFRPT00013	Zmiana YTD	-11,2%	+10,9%
Liczba akcji (mln)	639,5	Średni obrót 1M	17,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	15 860,7	Średni obrót 6M	15,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	28 721,2	EV/EBITDA 12M fwd	6,6	-2,1%
Free float	33,5%	EV/EBITDA 5Y avg	6,7	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	9 829	10 686	11 676	11 376	11 661
EBITDA	3 617	3 698	4 197	4 026	4 234
marża EBITDA	36,8%	34,6%	35,9%	35,4%	36,3%
EBIT	1 834	1 727	1 967	1 850	2 156
Zysk netto	981	834	1 101	1 221	1 490
P/E	16,2	19,0	14,4	13,0	10,6
P/BV	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0
EV/EBITDA	7,3	7,2	6,8	7,1	6,5
DPS	0,32	0,00	0,93	0,93	0,93
DYield	1,3%	0,0%	3,8%	3,8%	3,8%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Liczba RGUs pospaid*	16,91	17,43	17,57	17,66	17,72
w tym Pay TV	5,10	5,01	4,97	4,96	4,96
w tym mobile	7,35	7,83	7,98	8,05	8,09
Przychody	10 686	11 676	11 376	11 661	12 002
zmiana	0	9,3%	-2,6%	2,5%	2,9%
EBIT	1 727	1 967	1 850	2 156	2 365
marża	16,2%	16,8%	16,3%	18,5%	19,7%
EBITDA	3 698	4 197	4 026	4 234	4 353
marża	34,6%	35,9%	35,4%	36,3%	36,3%
Koszty finansowe	-387	-466	-379	-352	-363
Inne	-34	-34	57	57	57
Zysk brutto	1 306	1 468	1 527	1 861	2 059
Podatek	-490	-353	-290	-354	-391
Zyski mniejszości	-18	14	16	18	19
Zysk netto	834	1 101	1 221	1 490	1 649

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Przychody	11 376	11 661	12 002	12 198	12 385	12 574	12 769	12 969	13 171	13 348	13 348
EBITDA ex. MSSF16	3 551	3 759	3 878	3 929	3 975	4 018	4 059	4 101	4 143	4 170	4 170
marża EBITDA	31,2%	32,2%	32,3%	32,2%	32,1%	32,0%	31,8%	31,6%	31,5%	31,2%	31,2%
Amortyzacja	1 701	1 603	1 513	1 446	1 403	1 370	1 337	1 404	1 411	1 416	1 416
EBIT	1 850	2 156	2 365	2 484	2 572	2 647	2 722	2 697	2 732	2 754	2 754
Podatek	351	410	449	472	489	503	517	512	519	523	523
NOPLAT	1 498	1 747	1 916	2 012	2 084	2 144	2 205	2 185	2 213	2 231	2 231
CAPEX	-1 963	-1 308	-2 303	-2 639	-1 645	-1 370	-1 959	-1 390	-1 411	-1 429	-1 429
Kapitał obrotowy	-237	-290	-241	-205	-194	-197	-201	-205	-208	-206	-206
FCF	1 000	1 751	885	613	1 647	1 947	1 382	1 994	2 005	2 012	2 012
PV FCF	954	1 567	743	483	1 217	1 350	898	1 214	1 142	1 072	
WACC	6,5%	6,6%	6,6%	6,5%	6,6%	6,7%	6,7%	6,7%	6,8%	6,9%	6,9%
Dług netto / EV	41,1%	39,0%	39,4%	40,7%	39,8%	38,2%	38,0%	36,3%	34,3%	32,2%	32,2%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

*dotyczy tylko Cyfrowego Polsatu (bez Netii)

Bilans i CF

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
CF operacyjny	2 915	3 087	3 081	3 172	3 303
CFO/EBITDA	79%	74%	77%	75%	76%
Capex	-928	-1 232	-1 963	-1 308	-2 303
Aktywa ogółem	30 697	32 590	33 141	34 140	35 101
Kapitał własny	13 227	13 811	14 438	15 332	16 171
Dług netto ex. MSSF16	10 092	10 792	10 648	9 731	9 904
Dług netto/EBITDA ex. MSSF16	2,7	2,9	3,0	2,6	2,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	5,0	4,4	4,3	2,9	2,7	2,4
Maksimum	36,4	81,6	51,2	15,4	11,3	11,4
Mediana	10,7	10,6	9,8	5,6	5,4	5,1
waga	0%	0%	0%	33%	33%	33%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	26 316
Dług netto ex. MSSF16	10 792
Inne korekty	653
Wycena DCF na akcję (PLN)	24,96

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	18,05
DCF	67%	24,96
Cena wynikowa		22,66
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		24,10

Netia akumuluj (podwyższona)

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

Netia jest narażona na ryzyko COVID-19 w stopniu niskim. Podstawowa usługa Netii, tj. Internet stacjonarny okazał się dobrem niezbędnym w dobie zamrożenia gospodarki i powszechnego lock-down. Model sprzedaży Netii, tj. bezpośredni kanał dotarcia do klienta w punktach zamieszkania oraz telemarketing nie jest przerwany, problemem okazało się już samo fizyczne założenie usługi w gospodarstwie konsumenta. Z drugiej strony niewielki spadek nowej sprzedaży powinien być w średnim terminie niwelowany przez niski churn. Spółka nie jest w wielkim stopniu narażona na zmienność walut (zadłużenie kredytowe w PLN, ryzyko wzrostu nakładów inwestycyjnych realizowanych w walutach obcych). Aktualizujemy nasze prognozy w stopniu niewielkim (EBITDA'20 ex. MSSF +1,9%, przychody'20 bez zmian). Cenę docelową wyznaczamy na 4,40 PLN, co implikuje 13% potencjał wzrostu. Zmieniamy zalecenie inwestycyjne z trzymaj do akumuluj. Biorąc pod uwagę dodatkowo: (1) atrakcyjną wycenę na EV/EBITDA'20 = 4,2x, (2) stabilizację wyników po latach spadków (spadek EBITDA'20 ex. MSSF16 szacujemy na 3% R/R i oczekujemy stabilnego wyniku w 2021 r. oraz (3) defensywny charakter sektora telekomunikacyjnego, uważamy że kurs akcji spółki ma potencjał do wzrostów pomimo braku dywidendy. Synergie realizowane ze spółką matką powinny być coraz bardziej widoczne, a w długim terminie ciągle pozostaje opcja przejęcia pakietu mniejszościowego przez Cyfrowy Polsat.

Cena bieżąca	3,91 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	4,40 PLN	+12,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	akumuluj	4,40 PLN	2020-05-05
poprzednia	trzymaj	4,70 PLN	2019-12-05
Podstawowe dane			
Ticker	NET PW	Zmiana 1M	-1,0% -9,4%
ISIN	PLNETIA00014	Zmiana YTD	-11,5% +10,6%
Liczba akcji (mln)	337,0	Średni obrót 1M	0,2 mln PLN
MC (mln PLN)	1 317,9	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN
EV (mln PLN)	1 807,2	EV/EBITDA 12M fwd	4,0 -19,9%
Free float	33,0%	EV/EBITDA 5Y avg	5,0 dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przychody	1 442	1 373	1 297	1 280	1 278
EBITDA	383	356	457	439	439
marża EBITDA	26,6%	25,9%	35,2%	34,3%	34,3%
EBIT	72	76	71	77	85
Zysk netto	35	65	48	52	58
P/E	37,1	20,3	27,7	25,2	22,8
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA	4,2	4,2	4,0	4,2	3,9
DPS	0,20	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	5,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz				2020P	2021P
Przychody				+0,0%	-0,1%
EBITDA				+1,9%	+1,5%
EBIT				+6,3%	+4,2%
Zysk netto				+11,1%	+10,7%
CAPEX				+6,0%	+13,4%

*zmiana prognoz z pominięciem MSSF16

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Klienci linie głosowe (tys.)	937	886	843	805	770
ARPU głos wł. infras. (PLN)	25,3	23,2	22,4	22,0	22,2
ARPU głos WLR + LLU (PLN)	38,3	35,1	34,4	34,4	34,7
Klienci broadband (tys.)	608	582	580	588	605
ARPU broadband (PLN)	56,3	56,0	56,6	57,4	58,6
Przychody	1 373	1 297	1 280	1 278	1 290
bezpośrednie usługi głos.	350	293	265	246	233
transmisja danych	581	566	566	576	594
rozł. międzyop. i hurt.	236	211	214	216	218
inne	207	226	235	241	245
Koszty sprzedaży	275	256	247	250	254
Koszty ogół. zarządu	134	149	144	144	145
EBITDA MSSF16	-	457	439	439	436
marża	-	35,2%	34,3%	34,3%	33,8%
Zysk netto	64,8	47,6	52,4	57,9	60,2

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Przychody	1 280	1 278	1 290	1 304	1 318	1 334	1 353	1 373	1 393	1 415	1 415
EBITDA ex. MSSF16	346	345	342	340	338	337	337	338	338	337	337
marża EBITDA	27,0%	27,0%	26,5%	26,1%	25,7%	25,3%	24,9%	24,6%	24,3%	23,8%	23,8%
Amortyzacja ex. MSE	268	260	254	250	242	233	222	208	196	195	195
EBIT	77	85	88	91	96	104	115	130	142	142	142
Podatek	15	16	17	17	18	20	22	25	27	0	0
NOPLAT	63	69	71	74	78	84	93	105	115	115	115
CAPEX	-338	-210	-186	-187	-188	-189	-191	-193	-195	-195	-195
Kapitał obrotowy	-1	-4	-1	-1	-1	-2	-2	-3	-2	-2	-2
FCF	-9	115	139	135	131	126	122	117	114	114	114
PV FCF	-8	101	114	103	93	83	75	67	61	838	
WACC	7,1%	7,4%	7,7%	7,6%	7,6%	7,5%	7,5%	7,4%	7,3%	7,2%	7,2%
Dług netto / EV	27,8%	23,5%	17,3%	18,1%	19,1%	20,3%	21,6%	23,1%	24,7%	26,2%	26,2%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
CF operacyjny	380	448	426	421	421
CFO/EBITDA	-	127%	123%	122%	123%
Capex	-281	-387	-338	-210	-186
Aktywa ogółem	2 526	2 786	2 835	2 889	2 949
Kapitał własny	1 867	1 913	1 965	2 023	2 083
Dług netto	-	489	508	404	277
Dług netto/EBITDA (x)	0,0	1,1	1,2	0,9	0,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	78,4	46,5	29,3	11,7	11,1	10,5
Maksimum	5,0	5,5	4,9	3,4	3,0	2,6
Mediana	12,4	11,6	10,6	5,3	5,2	5,1
waga	0%	0%	0%	33%	33%	33%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 527
Dług netto ex. MSSF16	240
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	3,82

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	4,77
DCF	67%	3,82
cena wynikowa		4,14
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		4,40

Orange Polska kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Podtrzymujemy nasze pozytywne, niekonsensusowe podejście do Orange Polska, biorąc pod uwagę defensywny charakter sektora telekomunikacyjnego oraz patrząc na dobre wyniki za 1Q'20 które powinny wzmocnić sentyment do spółki w średnim okresie. EBITDAaL w 1Q'20 była 6% wyższa R/R i wypadła powyżej oczekiwań rynku. Szczególną uwagę zwracamy na zestaw KPIs w zakresie pricingu, który był naszym zdaniem imponujący (ARPO konwergentne wzrosło o 3,4% R/R w 1Q'20 po +0,4% R/R w całym 2019 roku). Spółce udało się także zrealizować 44 tys. przyłączeń netto FTTH, co oznacza drugi najlepszy kwartał w historii Orange. Sądzymy, że kolejne kwartały przyniosą nieco gorszą dynamikę wyników. Jednak prawdopodobieństwo realizacji optymistycznego scenariusza, przedstawionego w naszej marcowej rekomendacji wzrosło. Stąd pomimo, że kurs Orange Polska w ostatnim miesiącu wzrósł o 17,4% i był lepszy niż WIG o 9,0%, uważamy że posiada on dalej pewien potencjał wzrostowy. Ryzykiem dla Orange jest anulowanie aukcji 5G. Nie możemy wykluczyć, że warunki nowej, drugiej aukcji będą równie sprzyjające jak w pierwszej (cap na 1 blok per 1 kupujący, praktyczne ograniczenie udziału w aukcji do czterech polskich MNO). Sądzymy, że na chwilę obecną ryzyko jest już częściowo w cenach.

Cena bieżąca

6,96 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

6,90 PLN

-0,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	6,90 PLN	2020-03-27

Podstawowe dane		OPL PW	vs. WIG
Ticker	OPL PW	Zmiana 1M	+17,4% +9,0%
ISIN	PLTLKPL00017	Zmiana YTD	-2,3% +19,8%
Liczba akcji (mln)	1 312,0	Średni obrót 1M	15,0 mln PLN
MC (mln PLN)	9 125,0	Średni obrót 6M	13,5 mln PLN
EV (mln PLN)	17 290,0	EV/EBITDA 12M fwd	5,4 +16,1%
Free float	49,3%	EV/EBITDA 5Y avg	4,6 premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przychody	11 381	11 087	11 406	11 151	11 323
EBITDA	2 801	2 889	3 165	3 113	3 305
marża EBITDA	24,6%	26,1%	27,8%	27,9%	29,2%
EBIT	229	345	417	378	613
Zysk netto	-60	10	91	63	263
P/E	-	912,5	99,9	145,6	34,7
P/BV	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
EV/EBITDA	5,6	5,6	5,5	5,6	5,1
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,6%
Zmiana prognoz		2019	2020P	2021P	
Przychody		0,0%	0,0%	0,0%	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
EBIT		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
CAPEX		0,0%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
klienci konwergentni (tys.)	1 547	1 697	1 827	1 954	2 077
łącza szerokopasmowe (tys)	2 560	2 607	2 663	2 728	2 798
Przychody	11 087	11 406	11 151	11 323	11 524
telefonía komórkowa	2 726	2 598	2 546	2 528	2 522
telefonía stacjonarna	2 441	2 192	1 992	1 831	1 711
pozostałe	5 920	6 616	6 613	6 963	7 291
Koszty	7 980	8 181	7 942	7 940	8 037
koszty pracownicze	-1 577	-1 490	-1 402	-1 340	-1 320
usługi obce	-6 200	-6 513	-6 388	-6 445	-6 560
poz. przychody i koszty	-203	-179	-152	-154	-157
Sprzedaż aktywów	192	271	70	120	150
Pozostałe	-490	-489	-564	-603	-574
EBITDAaL	-	2 735	2 645	2 780	2 913
marża	-	24,0%	23,7%	24,6%	25,3%
Zysk netto	10	91	63	263	422

Model DCF*

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Przychody	11 151	11 323	11 524	11 732	11 954	12 170	12 373	12 574	12 768	12 957	12 957
EBIT+Amor. ex. IFRS16	2 777	2 964	3 128	3 222	3 219	3 265	3 314	3 352	3 377	3 394	3 394
marża EBITDA	24,9%	26,2%	27,1%	27,5%	26,9%	26,8%	26,8%	26,7%	26,5%	26,2%	26,2%
Amortyzacja	2 399	2 351	2 304	2 258	2 190	2 125	2 061	2 020	1 979	1 940	1 940
EBIT	378	613	824	964	1 029	1 140	1 254	1 332	1 398	1 455	1 455
Podatek	72	116	157	183	195	217	238	253	266	276	276
NOPLAT	307	496	667	781	833	924	1 015	1 079	1 133	1 178	1 178
CAPEX bez zysków z nier.	-2 639	-1 760	-2 774	-1 756	-1 860	-1 892	-1 892	-1 891	-2 359	-2 360	-2 360
Kapitał obrotowy	19	-54	-67	-67	-66	-66	-66	-66	-61	-61	-61
FCF	85	1 033	130	1 216	1 097	1 090	1 118	1 142	691	697	697
PV FCF	81	923	109	956	808	752	723	691	392	370	
WACC	6,6%	6,7%	6,6%	6,6%	6,7%	6,7%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%
Dług netto / EV	39,5%	37,7%	39,4%	38,2%	37,4%	36,5%	35,5%	34,4%	35,2%	36,0%	36,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

*korekta nakładów inwestycyjnych o zyski ze sprzedaży nieruchomości

Bilans i CF

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
CF operacyjny	1 812	2 776	2 411	2 440	2 509
CFO/EBITDAaL	-	101%	91%	88%	86%
Capex	2 282	2 140	2 709	1 880	2 924
Aktywa ogółem	23 295	24 340	24 280	24 201	24 258
Kapitał własny	10 494	10 566	10 629	10 564	10 658
Dług netto	-	8 163	8 322	7 850	8 293
Dług netto/EBITDA (x)	-	2,6	2,7	2,4	2,4

Analiza porównawcza

	EV / EBITDA			DYield - RFR		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	11,6	11,1	10,5	11,4%	9,2%	8,9%
Maksimum	3,3	2,9	2,6	-6,0%	-4,0%	-3,3%
Mediana	5,4	5,3	5,1	4,4%	4,4%	5,1%
waga	22%	22%	22%	0%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	15 086
Dług netto ex. MSSF16	6 182
Inne korekty	2
Wycena DCF na akcję (PLN)	6,79

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	5,89
DCF	67%	6,79
Cena wynikowa		6,49
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		6,90

Play kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Kurs Play w ostatnim miesiącu wzrósł o 20,3% i był lepszy niż WIG o 11,9%. Pomimo tego uważamy, że kurs akcji spółki dalej posiada potencjał wzrostowy. Stąd podtrzymujemy nasze pozytywne podejście, biorąc pod uwagę defensywny charakter sektora telekomunikacyjnego. Biorąc pod uwagę główne ryzyka dla Play związane z COVID-19, tj.: dynamiczny wzrost ruchu i możliwe przeciążenia sieci, możliwy spadek liczby klientów, załamanie się obrotów sprzętem spotęgowane zamknięciem punktów sprzedaży oraz spadek popytu na roaming międzynarodowy estymujemy, że w całym 2020 r. spadek wyniku skorygowanej EBITDA wyniesie 3,1%. Oczekujemy, że spółka wygeneruje wysoki FCFE rzędu 733 mln PLN, co implikuje atrakcyjny Yield rzędu 9,1%. Ryzykiem dla Play jest anulowanie aukcji 5G. Nie możemy wykluczyć, że warunki nowej, drugiej aukcji będą równie sprzyjające jak w pierwszej (cap na 1 blok per 1 kupujący, praktyczne ograniczenie udziału w aukcji do czterech polskich MNO). Sądzymy, że na chwilę obecną ryzyko jest już częściowo w cenach. Dodatkowo wskazujemy na zbliżające się wyniki za 1Q'20. Sądzymy, że Play pokaże dynamikę rzędu ok. 5% R/R, co powinno wzmocnić dobry sentyment.

Cena bieżąca

31,70 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

33,50 PLN

+5,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	33,50 PLN	2020-03-25

Podstawowe dane		PLY PW	vs. WIG
Ticker	PLY PW	Zmiana 1M	+20,3% +11,9%
ISIN	LU1642887738	Zmiana YTD	+0,3% +22,5%
Liczba akcji (mln)	253,7	Średni obrót 1M	25,0 mln PLN
MC (mln PLN)	8 042,3	Średni obrót 6M	18,9 mln PLN
EV (mln PLN)	14 614,7	EV/EBITDA 12M fwd	5,8 -0,7%
Free float	49,4%	EV/EBITDA 5Y avg	5,9 dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przychody	6 670	6 839	7 041	6 933	6 985
EBITDA	1 904	2 160	2 406	2 330	2 445
marża EBITDA	28,5%	31,6%	34,2%	33,6%	35,0%
EBIT	1 107	1 371	1 500	1 396	1 443
Zysk netto	387	744	867	797	836
P/E	20,8	10,8	9,3	10,1	9,6
P/BV	-	-	25,0	10,7	6,6
EV/EBITDA	7,7	6,8	6,1	6,4	6,0
DPS	0,00	2,57	1,45	1,65	1,45
DYield	0,0%	8,1%	4,6%	5,2%	4,6%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
Przychody		0,0%	0,0%	0,0%	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
EBIT		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
CAPEX		0,0%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Aktywni klienci (tys.)	12 653	12 929	13 061	13 212	13 322
ARPU (PLN)	32,3	32,8	33,8	34,3	34,7
Przychody	6 839	7 041	6 933	6 985	7 128
przychody z usług	5 083	5 296	5 625	5 649	5 768
obrót sprzętem	1 756	1 745	1 308	1 336	1 361
Koszty	4 679	4 635	4 604	4 541	4 581
interkonekt	1 922	1 770	1 883	1 725	1 706
koszty kontraktów	421	405	446	458	466
sprzęt	1 442	1 437	1 165	1 189	1 204
koszty osobowe	255	298	331	344	355
usługi obce	515	571	659	669	700
pozostałe	124	154	121	157	149
EBITDA skoryg.	2 159	2 436	2 360	2 475	2 577
marża	31,6%	34,6%	34,0%	35,4%	36,2%
Zysk netto	744	867	797	836	806

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Przychody	6 933	6 985	7 128	7 245	7 343	7 428	7 503	7 571	7 632	7 690	7 690
EBITDA	2 330	2 445	2 547	2 661	2 708	2 738	2 762	2 781	2 801	2 817	2 817
marża EBITDA	33,1%	35,3%	36,5%	37,3%	37,4%	37,3%	37,2%	37,1%	37,0%	36,9%	36,9%
Amortyzacja	934	1 002	1 027	1 061	1 082	1 084	1 065	1 045	1 034	1 059	1 059
EBIT	1 396	1 443	1 520	1 600	1 627	1 654	1 696	1 736	1 767	1 758	1 758
Podatek	265	274	289	304	309	314	322	330	336	334	334
NOPLAT	1 130	1 169	1 231	1 296	1 318	1 340	1 374	1 406	1 431	1 424	1 424
CAPEX	-1 448	-921	-1 325	-1 263	-1 082	-779	-787	-794	-1 473	-807	-807
Kapitał obr. + inne	-172	-264	-310	-298	-294	-292	-292	-291	-296	-297	-297
FCF	444	985	623	796	1 023	1 353	1 360	1 366	696	1 379	1 379
PV FCF	420	868	511	608	728	894	833	774	365	667	
WACC	7,3%	7,4%	7,4%	7,4%	7,5%	7,6%	7,8%	8,1%	8,1%	8,4%	8,4%
Dług netto / EV	48,3%	47,1%	47,6%	47,2%	45,7%	42,7%	39,1%	34,8%	33,9%	28,5%	28,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
CF operacyjny	2 037	2 230	2 100	2 162	2 209
CFO/EBITDA skor.	94%	92%	89%	87%	86%
Capex	-781	-843	-1 448	-921	-1 325
Aktywa ogółem	8 521	8 885	9 903	9 903	10 739
Kapitał własny	-201	322	751	1 220	1 659
Dług netto	6 653	6 572	6 894	6 552	6 694
Dług netto/EBITDA (x)	3,1	2,7	2,9	2,6	2,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	17,1	13,8	11,9	4,5	4,3	4,1
Maksimum	34,4	25,4	19,9	11,6	11,0	10,5
Mediana	10,9	10,2	9,3	5,5	5,3	5,1
waga	0%	0%	0%	33%	33%	33%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,3
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	14 591
Skorygowany dług netto	5 581
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	35,51

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	22,45
DCF	67%	35,51
Cena wynikowa		31,16
Koszt kapitału 9M		7,5%
Cena docelowa za 9M		33,50

Media Agora akumuluj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Ze względu na negatywny wpływ koronawirusa na rynek działalności Agory, w kwietniowym raporcie analitycznym przedstawiliśmy zrewidowane prognozy wyników finansowych. W scenariuszu bazowym spodziewamy się, że Agora wygeneruje stratę na linii EBITDA ex. MSSF16 rzędu 23 mln PLN w 2020 r. ze względu na tąpnięcie wyników segmentu Film i Książka oraz istotny spadek rynku reklamowego. Sytuacja kredytowa Agory na koniec 2019 r. była stabilna (dług netto rzędu 157 mln PLN), przy bazie aktywów trwałych netto na poziomie 460 mln PLN oraz posiadanym pakiecie 40% Eurozet. Spółka zapowiedziała cięcia kosztów operacyjnych oraz znaczną redukcję CAPEX w 2020 r. Stąd uważamy, że nawet przy słabych wynikach w 2020 r., ryzyko emisji jest relatywnie niskie. Niemniej jednak profil inwestycyjny Agory jest obecnie mało zachęcający: zakładamy brak dywidendy w okresie 2020-21 oraz negatywny FCF w 2020 r. i dość niski w 2021 r. (zaledwie 13 mln PLN). W dodatku Agora jest skazana na operowanie w chaotycznym, nieprzewidywalnym środowisku, gdyż rynek reklamy jest ściśle skorelowany z kondycją gospodarczą, a na ten moment trudno jest określić jej stan w średnim terminie. Poziom ceny docelowej wyznaczaliśmy na 8,60 PLN, co implikuje potencjał wzrostowy. Zaznaczamy jednak, że sytuacja jest dynamiczna, stąd nasze prognozy mogą być obciążone dużym błędem.

Cena bieżąca
Cena docelowa

7,56 PLN **potencjał zmiany**
8,60 PLN **+13,8%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	8,60 PLN	2020-04-15

Podstawowe dane			AGO PW	vs. WIG
Ticker	AGO PW	Zmiana 1M	+15,6%	+7,2%
ISIN	PLAGORA00067	Zmiana YTD	-27,3%	-5,2%
Liczba akcji (mln)	46,6	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	352,2	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 044,1	EV/EBITDA 12M fwd	6,0	+7,2%
Free float	76,9%	EV/EBITDA 5Y avg	5,6	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przychody	1 165	1 141	1 250	892	1 080
EBITDA	30	84	183	56	147
marża EBITDA	2,6%	7,4%	14,6%	6,2%	13,6%
EBIT	-73	0	25	-112	-19
Zysk netto	-84	5	4	-137	-43
P/E	-	77,0	99,5	-	-
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	12,5	4,1	5,7	20,3	7,6
DPS	0,00	0,50	0,50	0,00	0,00
DYield	0,0%	6,6%	6,6%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2019	2020P	2021P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
rozpowsz. GW (tys.)	106	98	94	93	91
sprzed. bilety do kin (mln)	12,4	14,0	9,7	14,4	15,1
ATP (PLN)	19,1	18,5	15,9	15,9	16,5
RPH (PLN)	7,3	7,9	7,4	7,5	7,8
Przychody	1 141	1 250	892	1 080	1 191
prasa i druk	286	255	229	235	239
film i książka	419	522	329	448	480
reklama zewnętrzna	172	184	110	137	169
internet	178	209	166	196	228
radio	116	113	79	89	103
druk	-	-	-	-	-
wyłączenia	-29	-33	-22	-26	-27
EBITDA ex. MSSF16	86	104	-23	69	108
marża	7,6%	8,4%	-2,5%	6,4%	9,0%
Zysk netto	5,1	3,5	-136,9	-42,5	-5,5

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Przychody	892	1 080	1 191	1 266	1 324	1 372	1 416	1 460	1 500	1 539	1 570
EBITDA ex MSSF16	-23	69	108	121	125	130	134	137	139	140	143
marża EBITDA	-2,5%	6,4%	9,0%	9,6%	9,5%	9,5%	9,4%	9,4%	9,2%	9,1%	9,1%
Amortyzacja	89	88	86	84	83	82	81	82	83	83	85
EBIT	-112	-19	22	37	42	48	52	55	56	57	59
Podatek	0	0	4	7	8	9	10	10	11	11	11
NOPLAT	-112	-19	18	30	34	39	42	44	45	47	47
CAPEX	-40	-48	-66	-80	-80	-77	-81	-83	-83	-83	-85
Kapitał obrotowy	-12	0	0	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
FCF	-75	21	38	34	37	43	42	42	44	45	46
PV FCF	-71	19	31	26	26	28	26	24	23	22	
WACC	7,5%	7,6%	7,6%	7,7%	7,7%	7,8%	7,9%	8,0%	8,1%	8,2%	8,2%
Dług netto / EV	40,0%	38,7%	37,9%	37,6%	37,0%	35,5%	34,1%	32,6%	30,7%	28,4%	28,4%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
CF operacyjny	81	131	-43	60	96
CFO/EBITDA ex. MSSF16	94%	126%	-	88%	89%
Capex	-84	-111	-40	-48	-66
Aktywa ogółem	1 400	1 992	1 819	1 834	1 849
Kapitał własny	975	931	810	784	771
Dług netto ex. MSSF16	-23	157	240	227	220
Dług netto/EBITDA ex. MSSF16	-0,3	1,5	-	3,3	2,0

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	24,5	21,7	19,0	14,9	12,3	11,2
Maksimum	11,7	8,0	9,2	5,7	4,6	4,3
Mediana	15,5	14,3	12,3	7,8	7,4	7,1
waga	0%	0%	0%	33%	33%	33%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,3
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana wartość FCF	507
Dług netto ex. MSSF16	157
Inne korekty	112
Wycena DCF na akcję (PLN)	9,02

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	20%	3,90
DCF	80%	9,02
Cena wynikowa		8,00
Koszt kapitału 9M		7,5%
Cena docelowa za 9M		8,60

Wirtualna Polska redukuje (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Ze względu na negatywny wpływ koronawirusa na rynek działalności Wirtualnej Polski, w naszym kwietniowym raporcie analitycznym obniżyliśmy o >30% prognozę wyniku skor. EBITDA do poziomu 169 mln PLN, co implikuje roczną dynamikę rzędu -23%. Za ponad połowę spadku odpowiedzialna będzie strata wygenerowana przez wakacje.pl w 2020 r. Dodatkowo założyliśmy ochłodzenie się koniunktury na rynku reklamy online w 2020 r. Prognozujemy znaczną poprawę finansów spółki w 2021 r. jednak CAGR wyniku EBITDA 19-21 wynosi tylko 0,0%. Stąd poziomy wskaźnik EV/EBITDA'20/'21 są naszym zdaniem mało atrakcyjne na tle branży, biorąc po uwagę także: słabe wyniki za 1Q'20 (oczekujemy spadku EBITDA ex. MSSF16 i bez projektu TV rzędu 10% R/R), dość niski FCFE Yield oraz wejście Cyfrowego Polsatu na główny rynek działalności WPL. Zaznaczamy jednak, że sytuacja jest dynamiczna, stąd nasze prognozy mogą być obarczone dużym błędem, zwłaszcza, że wrażliwość wyników WPL na rynek turystyki jest duża (ok. 15% EBITDA'19). Podtrzymujemy niekonsensusowe negatywne podejście do Wirtualnej Polski.

Cena bieżąca

67,80 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

63,10 PLN

-6,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	redukuje	63,10 PLN	2020-04-20

Podstawowe dane			WPL PW	vs. WIG
Ticker	WPL PW	Zmiana 1M	+23,7%	+15,3%
ISIN	PLWRTPL00027	Zmiana YTD	-2,9%	+19,3%
Liczba akcji (mln)	29,7	Średni obrót 1M		2,6 mln PLN
MC (mln PLN)	2 010,3	Średni obrót 6M		1,2 mln PLN
EV (mln PLN)	2 357,0	EV/EBITDA 12M fwd	10,9	+6,6%
Free float	53,0%	EV/EBITDA 5Y avg	10,2	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przychody	466	567	709	593	729
EBITDA	130	163	209	169	219
marża EBITDA	27,8%	28,7%	29,5%	28,5%	30,0%
EBIT	79	107	130	91	142
Zysk netto	40	74	69	58	101
P/E	50,2	27,2	29,1	34,5	20,0
P/BV	4,8	4,3	3,9	3,7	3,3
EV/EBITDA	17,0	14,2	11,3	13,8	10,4
DPS	1,10	0,96	1,00	1,00	1,00
DYield	1,6%	1,4%	1,5%	1,5%	1,5%
Zmiana prognoz			2019	2020P	2021P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	567	709	593	729	812
gotówkowe	526	665	557	687	763
barterowe	24,6	23,2	21,3	23,8	25,2
Koszty	460	579	501	587	649
amortyzacja	55,6	69,0	68,7	68,4	70,7
zużycie mater. i energii	6,2	6,3	6,6	6,9	7,1
wynagrodzenia	165	200	194	204	213
pozostałe	233	304	233	308	357
EBITDA	163	208	169	219	243
marża	28,7%	29,3%	28,5%	30,0%	29,9%
EBITDA skorygowana	178	223	169	219	243
marża	31,4%	31,5%	28,5%	30,0%	29,9%
EBIT	107	130	91	142	164
marża	18,9%	18,3%	15,4%	19,5%	20,2%
Zysk netto	73,9	69,0	58,2	100,7	121,3

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Przychody	593	729	812	885	950	1 007	1 056	1 103	1 149	1 194	1 218
EBITDA	160	210	234	255	272	286	295	302	308	314	320
marża EBITDA	27,0%	28,9%	28,9%	28,8%	28,6%	28,4%	27,9%	27,3%	26,8%	26,3%	0
Amortyzacja	69	68	71	76	81	85	88	92	96	100	102
EBIT	91	142	164	179	191	201	206	210	212	214	218
Podatek	17	27	31	34	36	38	39	40	40	41	41
NOPLAT	74	115	133	145	155	163	167	170	172	173	176
CAPEX	-51	-62	-69	-76	-82	-87	-91	-94	-97	-100	-102
Kapitał obrotowy	4	-6	-9	-8	-7	-6	-5	-5	-5	-4	-5
FCF	96	116	125	138	147	154	160	163	166	169	172
PV FCF	91	101	102	103	102	98	94	88	83	78	
WACC	7,9%	8,0%	8,2%	8,2%	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Dług netto / EV	12,1%	9,3%	6,6%	6,2%	3,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
CF operacyjny	156	179	148	180	196
CFO/EBITDA	96%	86%	88%	82%	81%
Capex	-43	-58	-51	-62	-69
Aktywa ogółem	1 063	1 145	1 145	1 127	1 146
Kapitał własny	468	513	542	613	683
Dług netto	299	334	304	261	205
Dług netto/EBITDA (x)	1,8	1,6	1,8	1,2	0,8

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	31,5	20,9	17,0	17,8	11,3	9,2
Maksimum	12,7	11,4	10,3	9,2	6,9	6,2
Mediana	22,2	16,6	11,8	10,0	9,2	8,2
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	2 157
Skor. dług netto ex.MSSF16	329
Inne korekty	12
Wycena DCF na akcję (PLN)	61,23

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	55,51
DCF	67%	61,23
Cena wynikowa		59,32
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		63,10

IT

Prognozy i pozycjonowanie spółek IT (mln PLN)

Spółka	MCap	EV	Dług netto	DN/ EBITDA	Przychody			EBITDA			EBIT			Zysk netto			
					2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	
Ailleron	78	74	-3,4	-0,3	141	148	160	12,4	17,1	19,2	4,0	8,8	10,9	0,5	6,2	8,0	
Asseco BS	1 196	1 235	39,3	0,4	274	275	288	112,2	107,8	112,2	87,7	80,5	83,8	73,4	67,0	70,3	
Asseco PL	5 370	8 692	343,8	0,3	10 667	10 783	10 858	1 611,6	1 484,2	1 665,3	976,2	848,4	1 031,0	322,4	293,4	344,3	
Asseco SEE	1 630	1 605	-26,4	-0,2	881	1 034	1 178	175,7	193,8	218,7	110,0	118,3	134,4	90,9	95,1	109,0	
Atende	107	126	16,5	0,6	295	256	273	28,1	17,3	22,6	20,0	9,3	14,6	12,1	6,6	10,9	
Comarch	1 667	1 628	-28,2	-0,2	1 438	1 590	1 678	239,2	257,5	267,3	154,5	170,0	176,7	115,3	117,2	121,9	
Spółka	Pozycjonowanie		Cena docelowa	Cena bieżąca	Zmiana m/m	P/E		EV/ EBITDA			EV/ Sales			PEG Ratio			
	aktualne	zmiana				2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Ailleron	N	►	-	6,26	+45,6%	-	12,4	9,7	6,0	3,8	2,9	0,5	0,4	0,3	9,6	0,7	0,6
Asseco BS	N	►	-	35,80	+14,7%	16,3	17,8	17,0	11,0	11,4	10,8	4,5	4,5	4,2	4,1	4,5	4,3
Asseco PL	N	►	63,90	64,70	+11,6%	16,7	18,3	15,6	5,4	5,8	5,1	0,8	0,8	0,8	15,3	16,8	14,3
Asseco SEE	OW	►	-	31,40	+12,9%	17,9	17,1	14,9	9,1	8,0	7,0	1,8	1,5	1,3	1,0	0,9	0,8
Atende	N	►	-	2,94	+27,8%	8,8	16,2	9,8	4,5	7,0	5,1	0,4	0,5	0,4	14,6	27,0	16,4
Comarch	OW	-	250,00	205,00	+13,9%	14,5	14,2	13,7	6,8	6,3	5,9	1,1	1,0	0,9	0,4	0,4	0,4
Mediana						16,3	16,7	14,3	6,4	6,6	5,5	1,0	0,9	0,9	6,8	2,7	2,6

Źródło: mBank; OW (overweight) – przeważanie, N (neutral) – równoważenie, UW (underweight) – niedoważenie

Ailleron (równoważ)

Korygujemy prognozy wyników finansowych Ailleronu ze względu na ryzyka związane z COVID-19. Najbardziej zagrożoną częścią jest segment Hoteltech z/w na zawieszenie pracy hoteli w związku z zagrożeniem epidemicznym. Niemniej jednak, Zarząd Ailleronu deklaruje, że pomimo wszystko część klientów realizuje prace z aktualizacją systemów wykorzystując moment przestoju. Sądymy, że tapnięcie przyjdzie jednak z czasem wraz z pogorszeniem się koniunktury i pojawieniem się kłopotów finansowych w branży hotelarskiej. Spodziewamy się cięć w tym obszarze w 2H'20. Ailleron korzysta na wzmocnieniu wykorzystaniu usług telekomunikacyjnych, klienci zgłaszają zapotrzebowanie na dodatkowe prace związane ze stabilizacją systemów. Ailleron przyznaje, że dalej widzi duży popyt na usług outsourcingowe. Spółka jest w trakcie postępować ofertowych na system Livebank do dużych (w tym do Citi amerykańskiego). Zakładamy więc poprawę wyników segmentu Fintech, zwłaszcza biorąc pod uwagę bardzo słabą bazę z 2019 r. (-8,6 mln PLN straty operacyjnej!). Nasza nowa prognoza zysku netto to 6,2 mln PLN i 8,0 mln PLN na lata 2020 i 2021, co implikuje wskaźniki P/E'20 = 12,4x i 9,7x. Poziom wskaźników nie jest wygórowany, jednak sądymy że spółka musi przedstawić dobre dane finansowe by uwiarygodnić trwałą poprawę po dość słabym 2019 r. Stąd, mamy obecnie neutralne nastawienie.

Asseco Business Solutions (równoważ)

Asseco BS ma pewną wrażliwość na małe i średnie przedsiębiorstwa (szacujemy na ok. 1/3 przychodów). Osłabienie koniunktury, które zakładamy na 2H'20 przełoży się na słabsze wyniki tej części spółki (obszar Wapro i ERP w Macrologic). Spółka już odczuwa ryzyko pandemii COVID-19, do spółki zgłaszają się pierwsi klienci celem renegotjowania warunków biznesowych. Jednak skala problemu nie jest wg Yarydu na chwilę obecną duża. Niemniej jednak korygujemy w dół nasze prognozy finansowe. Nowy poziom zysku netto na 2020 r. wyznaczamy na 67,0 mln PLN, co implikuje 9% spadku R/R. Obecny poziom wyceny giełdowej Asseco BS to P/E'20=17,8x. Uważamy, że nie jest szczególnie atrakcyjny i mamy neutralne nastawienie do spółki.

Asseco South Eastern Europe (przeważaj)

Asseco SEE pozostaje naszym top pick wśród branży IT. Spółka wzrosła w ciągu ostatnich 3 miesięcy o 21%, wyprzedzając szeroki rynek o > 40 p.p. Ten świetny wynik nie zniechęca nas do wciąż optymistycznego spojrzenia na potencjał spółki. Wrażliwość na COVID-19 oceniamy jako relatywnie niewielką. Najbardziej zagrożone obszary to: (1) BPO (call center) w Necomplus w Hiszpanii, (2) niezależna sieć bankomatów MoneyGet, (3) spadek procesowanych transakcji, głównie w Payten Seria, (4) utrzymanie terminali płatniczych rozliczanych za każdą interwencję. Pogorszenie się ogólnej koniunktury gospodarczej też będzie miało wpływ na 2H'20 w Asseco SEE. Z drugiej strony kluczowe argumenty za Asseco SEE to obecnie (1) imponujący bakclog na resztę roku (portfel zamówień na tzw. marży 1 wynosi obecnie +16% R/R, a w samym Payten +19% R/R), (2) wysoki poziom uświadczonych usług o charakterze słaym (estymujemy na >60%), (3) wysokie wzrosty organiczne widoczne w 1Q'20 (na linii EBITDA >20%), (4) bardzo dobra sytuacja kredytowa (gotówka netto bez MSSF16 na poziomie ok. 90 mln PLN na koniec 2019 r.), (5) mała wrażliwość na małe i średnie przedsiębiorstwa. Korygujemy nieznacznie naszą prognozę zysku netto na 2020/21 r. do odpowiednio 95,1 mln PLN / 109,0 mln PLN. Wskaźniki P/E dla lat 2020/21 są na poziomie 17,1x/14,9x. Uznajemy te poziomy za atrakcyjne patrząc na oczekiwane tempo wzrostu spółki biorąc pod uwagę obecną sytuację makro oraz stan gotówki netto.

Atende (równoważ)

Korygujemy prognozy na Atende w dół z/w na sprzedaż podmiotu Sputnik Software (który wygenerował aż 3,2 mln PLN zysku netto w 2019 r.) Dodatkowo implementujemy pewne ryzyka związane z COVID-19. Najbardziej zagrożone obszary to obecnie usługi świadczone dla sektora handlowego oraz przemysłowego. Dużą niewiadomą jest także kondycja obszaru małych zamówień publicznych. Prognozę zysku netto wyznaczamy na 2020 r. na 6,6 mln PLN, co implikuje wskaźnik P/E'20 rzędu 16,2x. Poziom ten uznajemy za mało atrakcyjny. Z drugiej strony na chwilę obecną wciąż widzimy pole do dywidendy (środki ze sprzedaży Sputnik), co powinno wspierać nieco sentyment.

Asseco Poland trzymaj (podtrzymana)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Kluczowy obszary ryzyka dla sektora IT w związku z pandemią COVID-19 to ogólne spowolnienie gospodarcze, które przełoży się na niższe zamówienia. Uważamy, że samo zagrożenie dla Asseco Poland jest relatywnie niewielkie. Spółka nie jest wyeksponowana w dużym stopniu na MSP oraz na problematyczne sektory: turystyki, rozrywki i handlu. Wręcz przeciwnie ACP na wysoką ekspozycję na bankowość i sektor publiczny, które są mimo wszystko pewniejszymi płatnikami w obecnych czasach. Dodatkowo wskazujemy na dobrą sytuację kredytową (dług netto/ EBITDA ex. MSSF16 = 0,3x na koniec 2019 r.), dywersyfikację geograficzną oraz solidny portfel zamówień dominujących. Spółka matka ma naszym zdaniem szanse na wzrost wyników w 2020 r., biorąc pod uwagę rozpoczęcie szerokiej współpracy z Cyfrowym Polsatem. Dodatkowym argumentem wspierającym sentyment jest wysoki DYield = 4,7%. Aktualizujemy nasze prognozy finansowe oraz model wyceny. Nową cenę docelową wyznaczamy na 63,90 PLN, co implikuje zalecenie inwestycyjne trzymaj. Asseco Poland było w ciągu ostatnich 3 miesięcy lepsze niż rynek o > 20 p.p. Niemniej jednak spółka może być postrzegana jako relatywnie bezpieczna na COVID-19. Sądzymy, że w krótkim terminie pozytywny sentyment do Asseco Poland może się utrzymywać.

Cena bieżąca

64,70 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

63,90 PLN

-1,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	63,90 PLN	2020-05-05	
poprzednia	trzymaj	59,20 PLN	2019-12-05	
Podstawowe dane			ACP PW	vs. WIG
Ticker	ACP PW	Zmiana 1M	+9,3%	+0,9%
ISIN	PLSOFTB00016	Zmiana YTD	+1,6%	+23,8%
Liczba akcji (mln)	83,0	Średni obrót 1M	7,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	5 370,1	Średni obrót 6M	5,7 mln PLN	
		P/E 12M fwd	13,3	+18,3%
Free float	68,0%	P/E 5Y avg	11,2	premija

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	7 829	9 329	10 667	10 783	10 858
EBITDA	922	1 256	1 612	1 484	1 665
marża EBITDA	11,8%	13,5%	15,1%	13,8%	15,3%
EBIT	585	797	976	848	1 031
Zysk netto	467	333	322	293	344
P/E	11,5	16,1	16,7	18,3	15,6
P/BV	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9
P/S	0,69	0,58	0,50	0,50	0,49
DPS	3,01	3,01	3,07	3,01	3,01
DYield	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%
Zmiana prognoz					
Przychody			-4,4%	-6,6%	-5,7%
EBITDA			-13,0%	-4,7%	-1,9%
EBIT			-14,6%	+0,1%	+3,7%
Zysk brutto			-18,4%	-0,0%	-0,4%
Zysk netto			-13,7%	-1,2%	+5,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	9 329	10 667	10 783	10 858	11 280
zmiana	19,1%	14,4%	1,1%	0,7%	3,9%
rynek polski	1 614	1 486	1 440	1 590	1 679
rynek pd-wsch. Europy	670	890	1 043	1 186	1 284
rynek zachodnioeur.	705	697	627	658	672
rynek środkowoeur.	957	1 060	1 007	1 038	1 069
rynek izraelski	5 403	6 554	6 657	6 377	6 568
rynek wschodnioeur.	4	8	8	8	8
EBIT	797	976	848	1 031	1 105
Amortyzacja	460	635	636	634	647
EBITDA	1 256	1 612	1 484	1 665	1 752
marża	13,5%	15,1%	13,8%	15,3%	15,5%
Jednostki stowarzyszone	-260	-381	-371	-469	-502
Podatek	-182	-191	-177	-210	-219
Zysk netto	333	322	293	344	374

Bilans i CF

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
CF operacyjny	1 001	1 501	1 309	1 420	1 472
CFO/EBITDA	80%	93%	88%	85%	84%
Capex	-240	-320	-377	-434	-451
Aktywa ogółem	12 642	14 598	14 882	15 361	15 946
Kapitał własny	5 718	5 762	5 806	5 969	6 143
Dług netto	305	1 103	784	303	-176
Dług netto/EBITDA (x)	0,2	0,7	0,5	0,2	-0,1

Analiza porównawcza

	20P	P/E 21P	22P
Maximum	23,3	21,7	19,6
Minimum	9,4	8,5	7,7
Mediana	17,8	15,8	15,4
waga	33%	33%	33%

Skrót z modeli DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Asseco Poland (matka)											
Przychody	820	939	979	1 002	1 025	1 049	1 074	1 099	1 125	1 151	1 151
EBITDA	175	207	218	220	223	225	227	230	232	235	235
NOPLAT	95	117	125	127	128	130	132	134	136	137	137
FCF	100	120	135	135	136	136	136	136	136	138	138
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Asseco Business Solutions											
Przychody	275	288	311	329	344	358	372	385	397	407	416
EBITDA	108	112	120	126	130	134	138	141	144	146	149
NOPLAT	65	68	73	76	78	81	82	84	85	86	88
FCF	66	67	70	74	77	79	81	82	84	85	86
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Asseco South Eastern Europe											
Przychody	1 034	1 178	1 275	1 355	1 423	1 483	1 540	1 596	1 651	1 705	1 722
EBITDA	194	219	240	255	268	280	291	302	313	323	326
NOPLAT	96	109	120	127	133	138	143	148	153	157	159
FCF	86	99	115	125	132	137	141	145	148	151	153
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	

Podsumowanie SOTP

(mln PLN)	metoda	udział	wycena
Asseco PL matka	DCF	100%	1 791
ACE	12x PE'20	93%	805
ABS	DCF	43%	1 120
ASEE	DCF	51%	1 850
R. zachodnioeurop.	12x PE'20	100%	199
Formula Systems	rynek	26%	4 176
Pozostałe	10x PE	0%	218
Razem			5 481
Wycena 1 akcji			66,03

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	54,11
SOTP	50%	66,03
Cena wynikowa		60,07
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		63,90

Gaming

11 bit studios

trzymaj (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Dnia 14 maja spółka opublikuje wyniki za 1Q'20. Oczekujemy, że wspierający wpływ na wyniki będzie miała udana premiera drugiego dodatku do gry Frostpunk oraz oczekiwany zwiększony popyt na gry w okresie zalecenia pozostania w domach w związku z pandemią COVID-19. W 2019 roku studio poinformowało o podpisanych trzech umowach na wydanie gier tworzonych przez zewnętrzne studia deweloperskie. Pierwsza z umów dotyczy gry o roboczej nazwie „Vitriol” produkcji polskiego studia Fool's Theory (gra RPG). Druga umowa dotyczy gry o roboczym tytule „Foxhole” od hiszpańskiego studia Digital Sun Games (twórca gry „Moonlighter”). Producentem trzeciego projektu wydawniczego będzie zagraniczne studio deweloperskie. Przy okazji publikacji wyników spółka może skomentować dalsze plany wydawnicze na 2020 rok, co mogłoby zostać pozytywnie odebrane przez inwestorów. Oczekujemy, że spółka może udzielić potencjalnych dodatkowych informacji o Projekcie 8 w drugiej połowie 2020 roku. Zaprezentowane przez spółkę założenia programu motywacyjnego na lata 2020-23/24 są poniżej naszych oczekiwań oraz oczekiwań rynkowych na poziomie przychodów i zysku brutto. Korygujemy nasze prognozy finansowe oraz przesuwamy nasze założenia dotyczące premiery Projekt 8 na 4Q'21. Nieznacznie obniżamy naszą cenę docelową pozostawiając rekomendację trzymaj.

Cena bieżąca

408,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

422,00 PLN

+3,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	422,00 PLN	2020-05-05	
poprzednia	trzymaj	439,00 PLN	2020-02-05	
Podstawowe dane			11B PW	vs. WIG
Ticker	11B PW	Zmiana 1M	+12,7%	+4,3%
ISIN	PL11BTS00015	Zmiana YTD	+2,1%	+24,3%
Liczba akcji (mln)	2,4	Średni obrót 1M	7,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	995,6	Średni obrót 6M	4,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	980,7	EV/EBITDA 12M fwd	15,7	+22,4%
Free float	81,6%	EV/EBITDA 5Y avg	12,8	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przychody	19,2	82,1	71,2	77,1	170,4
EBITDA	9,2	51,4	30,3	24,4	108,5
marża EBITDA	48,2%	62,6%	42,5%	31,7%	63,6%
EBIT	7,5	46,9	23,9	16,9	97,6
Zysk netto	3,6	49,6	20,8	13,8	90,5
P/E	-	18,8	47,8	67,5	10,3
P/BV	20,2	10,4	8,3	6,9	4,1
EV/EBITDA	98,1	17,7	32,4	37,2	7,8
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2019	2020P	2021P
EBITDA			+4,6%	-28,0%	-25,7%
Zysk netto			+17,9%	-37,4%	-18,8%
Frostpunk (S)			+25,9%	-11,0%	-35,5%
Projekt 8 (S)					-34,9%
Wydawnicza (S)			+53,9%	+54,3%	+39,7%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
TWOM (S)	17,6	18,3	13,7	16,6	15,8
Frostpunk (S)	0,0	53,8	44,3	28,5	19,7
Projekt 8 (S)	0,0	0,0	0,0	0,0	86,2
Zewn. projekty (S)	1,9	15,2	25,5	42,2	65,2
Usługi obce	-5,9	-16,5	-26,4	-38,8	-48,1
OCF/EBITDA	87,3%	75,9%	137,5%	107,7%	79,0%
Przepływy oper.	8,1	39,0	41,6	26,3	85,7
Amortyzacja	1,7	4,5	6,4	7,5	10,9
Kapitał obrotowy	2,6	-8,0	-1,9	4,1	-16,6
Przepływy inv.	-10,0	-55,6	-49,3	-16,1	-17,7
CAPEX	-7,4	-26,6	-14,4	-16,1	-17,7
CFO/EBITDA	103%	1260%	-167%	0%	0%
FCF	-1,5	22,8	6,3	-0,5	72,1
FCF/EBITDA	-16%	44%	21%	-2%	66%
FCF Yield	0%	2%	1%	0%	7%

Model DCF

(mln PLN)	19	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
TWOM (tys. szt.)	425	425	404	383	364	0	0	0	0	0	0
Frostpunk (tys. szt.)	860	688	482	458	343	257	193	125	125	125	0
Kolejne projekty (tys. szt.)			1 300	839	2 524	2 031	1 599	2 864	2 414	1 878	0
Przychody	72	77	170	153	236	189	140	199	189	135	-
EBITDA	30	24	108	89	169	123	75	137	129	78	-
marża EBITDA	42,3%	31,7%	63,6%	58,0%	71,5%	64,9%	53,3%	68,6%	68,4%	57,9%	-
EBIT	24	17	98	73	150	107	62	123	116	74	-
Podatek	3	1	8	6	12	9	5	10	9	6	-
CAPEX	-14	-16	-18	-20	-21	-24	-26	-29	-32	-35	-
Kapitał obrotowy	-6	-8	-11	-16	-19	-15	-13	-14	-14	-4	-
FCF	6	-1	72	48	117	75	31	85	75	34	54
PV FCF	6	-1	65	40	89	53	20	51	41	17	-
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	-
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	-

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Aktywa trwałe	17,2	41,3	49,8	58,4	65,2
Należności	2,7	14,6	17,8	13,7	30,2
Produkcja w toku	13,1	17,1	24,9	33,4	40,2
Środki pieniężne	28,2	24,3	14,9	25,1	93,1
Lokaty	0,0	27,0	67,3	67,3	67,3
	-28	-24	-15	-25	-93
Dług netto	-3,0	-0,5	-0,5	-1,0	-0,9
Dług netto/EBITDA (x)	-3,0	-0,5	-0,5	-0,9	-0,8

Analiza porównawcza

	P/E 12M fwd 4Y avg	EV/EBIT 12M fwd 4Y avg
Minimum	15,1	6,0
Maksimum	26,0	17,8
Mediana	19,2	12,2
waga	50%	50%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	5,0%
Zdykontowana wartość FCF	1 164
Dług netto	-24
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	487,70

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	305,50
DCF	50%	487,70
cena wynikowa		396,60
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		422,00

CD Projekt trzymaj (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Grupa opublikowała dobre wyniki finansowe za 2019 rok. Zysk netto w 4Q 2019 był istotnie powyżej oczekiwań rynkowych i naszych oczekiwań, co było efektem zaraportowania wyższej od oczekiwanej sprzedaży. Przychody były napędzane przez utrzymującą się wysoką sprzedaż gier z uniwersum Wiedźmina oraz przez premierę Wiedźmina 3 na konsolę Nintendo Switch. Zgodnie z komentarzem zarządu pozytywny wpływ serialu Wiedźmin od Netflix na sprzedaż gier powinien być bardziej widoczny w 1Q '20. Ponadto zalecenie pozostania w domach w związku z pandemią COVID-19 pozytywnie przełożyło się na sprzedaż gier wideo w marcu. Grupa CD Projekt poinformowała, że COVID-19 nie zakłóca działalności operacyjnej spółki i nie powinno zagrozić wrześniowej dacie premiery Cyberpunk 2077. CD Projekt opublikował przy okazji wyników za 2019 rok założenia dotyczące nowego programu motywacyjnego. Jednym z kryteriów jest wysokość zysku netto: 6 mld PLN dla lat 2020-23; 7 mld PLN dla lat 2020-24, nie mniej niż 8,3 mld PLN dla lat 2020-25. Założenia te są poniżej naszych szacunków dla spółki, które są na poziomie 9,9/12,5/16,9 mld PLN odpowiednio w latach 2020-23/2020-24/2020-25. Korygujemy nasze prognozy obniżając oczekiwania sprzedaży dla Cyberpunk 2077 oraz podwyższając oczekiwania dla kolejnej gry z serii Wiedźmin. Uważamy, że dywersyfikacja produktowa uzyskana dzięki premierze Cyberpunk 2077 uatrakcyjnił profil inwestycyjny CD Projekt. Biorąc pod uwagę powyższe podnosimy cenę docelową bez zmiany rekomendacji.

Cena bieżąca	357,90 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	342,50 PLN	-4,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	342,50 PLN	2020-05-05
poprzednia	trzymaj	284,20 PLN	2020-02-05
Podstawowe dane		CDR PW	vs. WIG
Ticker	CDR PW	Zmiana 1M	+20,5% +12,1%
ISIN	PLOPTTC00011	Zmiana YTD	+28,1% +50,2%
Liczba akcji (mln)	96,1	Średni obrót 1M	132,7 mln PLN
MC (mln PLN)	34 401,3	Średni obrót 6M	108,5 mln PLN
EV (mln PLN)	33 919,0	EV/EBITDA 12M fwd	16,0 -31,8%
Free float	65,3%	EV/EBITDA 5Y avg	23,5 dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przychody	463	363	521	3 276	2 243
EBITDA	246	117	188	2 497	1 770
marża EBITDA	53,1%	32,3%	36,1%	76,2%	78,9%
EBIT	241	112	180	2 488	1 761
Zysk netto	200	109	175	2 327	1 758
P/E	-	-	-	15,7	20,8
P/BV	38,6	34,3	31,1	10,6	7,0
EV/EBITDA	136,0	288,0	180,0	13,5	18,7
DPS	1,06	0,00	1,05	0,00	11,39
DYield	0,3%	0,0%	0,3%	0,0%	3,2%
Zmiana prognoz		2019	2020P	2021P	
EBITDA		+0,9%	-14,3%	-6,8%	
Zysk netto		-2,7%	-18,2%	-19,4%	
W3 (S)		-	-	-	-
Gwint (S)		-37,7%	+29,8%	+41,0%	
C2077 (S)		0,0%	-11,6%	-8,8%	

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2021P
Prod. Gier (S)	228	369	3 114	2 086	1 368
Prod. Gier (EBIT)	114	177	2 485	1 759	1 097
Prod. Gier (marża)	49,8%	47,9%	79,8%	84,3%	80,2%
GOG.com (S)	144,3	162,3	162,1	156,8	164,7
GOG.com (EBIT)	-1,1	3,6	3,9	2,2	4,7
GOG.com (marża)	-0,8%	2,2%	2,4%	1,4%	2,8%
Przepływy oper.	133	217	2 461	1 669	1 033
Amortyzacja	5	8	9	9	9
Kapitał obrotowy	46	-128	-68	43	30
Przepływy inv.	-105	-174	-160	-173	-186
CAPEX	-15	-92	-10	-11	-12
Nakłady na produkcję	-98	-165	-150	-162	-174
FCF	40	-180	2 315	1 520	874
FCF/EBITDA	93%	86%	79%	88%	89%
CFO/EBITDA	99%	94%	93%	93%	100%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
W3 (tys. szt.)	1 802	1 395	1 380	1 165	0	0	0	0	0	0	0
C2077 (tys. szt.)	24 000	18 102	13 278	5 526	2 300	2 225	1 075	0	0	0	0
Gra AAA (tys. szt.)						16 000	10 000	12 000	15 000	8 000	0
Przychody	3 276	2 243	1 533	3 811	2 305	5 409	2 286	2 144	2 354	1 158	1 158
EBITDA	2 497	1 770	1 111	3 022	1 677	4 460	1 642	1 183	1 666	458	458
marża EBITDA	76,2%	78,9%	72,5%	79,3%	72,7%	82,4%	71,8%	55,2%	70,7%	39,5%	39,5%
EBIT	2 488	1 761	1 102	3 012	1 667	4 450	1 632	1 173	1 655	447	447
Podatek	274	194	121	331	183	490	180	129	182	49	49
CAPEX	-160	-173	-186	-199	-209	-211	-218	-225	-232	-239	-239
Kapitał obrotowy	-68	43	30	-95	63	-130	131	6	-9	50	50
FCF	2 315	1 520	874	2 647	1 493	3 880	1 456	1 186	1 244	220	1 684
PV FCF	2 192	1 326	703	1 962	1 020	2 443	845	635	613	100	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Wskaźniki

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wiedźmin 3 (S)	209	358	165	112	111
Gwint (S)	32	19	19	21	22
Cyberpunk 2077 (S)	0	0	2 839	1 967	1 194
	242,816	385,848	216,4915	305,7523	438,7217
Produkcja w toku	104	49	2 477	3 023	3 241
Środki pieniężne	-659	-461	-2 888	-3 435	-3 652
Dług netto	-6	-2	-1	-2	-3
Dług netto/EBITDA (x)	-2,6	-5,6	-4,3	-1,2	-2,5

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	5,0%
Zdyskontowana wartość FCF	21 857
Dług netto	-461
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	334,50

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	309,40
DCF	50%	334,50
cena wynikowa		322,00
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		342,50

Ten Square Games trzymaj (obniżona)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Spółka zaraportowała bardzo dobre dane za 2019 rok oraz za Q4 2019, które były powyżej oczekiwań rynkowych. Głównym powodem zaskoczenia jest utrzymująca się wysoka dynamika poprawy sprzedaży gry Fishing Clash. Zgodnie ze wstępnymi danymi sprzedażowymi za 1Q 2020, dynamika sprzedaży Grupy i Fishing Clash była wyższa niż w 4Q'19 i wyniosła odpowiednio +109%/+126%. Biorąc powyższe pod uwagę oraz dane o nakładach na marketing Fishing Clash w okresie styczeń-luty 2020 (opublikowane w raporcie za 2019 rok), szacujemy że spółka poprawi wynik EBITDA o 204% r/r do 38 mln PLN w 1Q'20. Widzimy potencjał do dalszej dynamicznej poprawy sprzedaży r/r gry Fishing Clash w kolejnych kwartałach. Zgodnie z szacunkami Sensor Tower gra Fishing Clash wygenerowała około 7 mln USD sprzedaży, co zgodnie z naszymi wyliczeniami przekłada się na około 98% r/r wzrostu sprzedaży w tym okresie. Jednocześnie zwracamy uwagę na potencjalną szansę wysokiej monetyzacji z projektów znajdujących się w fazie soft-launch (naszym zdaniem najwyższy potencjał ma gra Hunting Clash). Planowana zmiana na stanowisku Prezesa powinna przełożyć się na zwiększenie aktywności spółki na polu M&A, co naszym zadaniem stanowiłoby wartość dodaną dla akcjonariuszy. Biorąc pod uwagę wzrost akcji po wydaniu naszej rekomendacji obniżamy zalecenie inwestycyjne do trzymaj bez zmiany ceny docelowej.

Cena bieżąca

450,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

462,00 PLN

+2,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	462,00 PLN	2020-05-05
poprzednia	kupuj	462,00 PLN	2020-04-23
Podstawowe dane		TEN PW	vs. WIG
Ticker	TEN PW	Zmiana 1M	+50,0% +41,6%
ISIN	PLTSQGM00016	Zmiana YTD	+127,3% +149,4%
Liczba akcji (mln)	7,3	Średni obrót 1M	10,8 mln PLN
MC (mln PLN)	3 273,8	Średni obrót 6M	8,0 mln PLN
EV (mln PLN)	3 198,5	EV/EBITDA 12M fwd	18,6 +50,3%
Free float	55,1%	EV/EBITDA 5Y avg	12,4 premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przychody	27,0	115,3	241,1	416,8	523,1
EBITDA	11,4	45,0	85,7	147,2	183,9
marża EBITDA	42,3%	39,1%	35,6%	35,3%	35,1%
EBIT	10,9	44,3	84,6	145,3	181,4
Zysk netto	8,4	36,5	76,4	130,7	163,2
P/E	-	89,8	42,9	25,5	20,4
P/BV	280,1	77,8	35,5	17,0	12,8
EV/EBITDA	285,6	71,8	37,3	21,5	17,0
DPS	0,39	0,87	3,75	3,70	13,24
DYield	0,1%	0,2%	0,8%	0,8%	2,9%
Zmiana prognoz			2019	2020P	2021P
Sprzedaż			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Sprzedaż (Fishing Clash)			0,0%	0,0%	0,0%
Sprzedaż (pozostałe tytuły)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Sprzedaż (Fishing Clash)	4	89	207	372	447
Sprzedaż (Let's Fish)	13	16	15	15	15
Sprzedaż (Wild Hunt)	1	5	10	11	12
Sprzedaż (pozostałe)	10	6	11	18	49
MBNS	78,4%	93,6%	95,3%	95,2%	95,2%
Przepływy oper.	8	41	66	121	159
Amortyzacja	1	1	1	2	2
Kapitał obrotowy	-2	-4	-12	-12	-7
Przepływy inv.	0	-2	-4	-6	-8
CAPEX	0	-2	-3	-6	-8
Przepływy fin.	-3	-6	-27	-27	-98
Dywidenda/buyback	-3	-6	-27	-27	-98
FCF	7	31	62	115	151
FCF/EBITDA	59%	69%	73%	78%	82%
CFO/EBITDA	67%	92%	77%	82%	86%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Sprz. (Fishing Clash)	372	447	491	516	542	569	512	461	415	373	0
Sprz. (Wild Hunt)	11	12	13	14	16	17	19	21	23	25	0
Sprz. (Pozostałe)	18	49	78	113	135	152	172	193	216	238	0
Przychody	417	523	598	658	707	753	717	688	667	650	667
EBITDA	147	184	211	234	252	269	257	249	244	241	247
marża EBITDA	35,3%	35,1%	35,3%	35,5%	35,7%	35,7%	35,9%	36,2%	36,6%	37,0%	37,0%
EBIT	145	181	208	231	249	265	254	246	241	238	243
Podatek	15	18	21	23	25	27	25	25	24	24	24
CAPEX	-6	-8	-9	-10	-11	-11	-11	-10	-10	-3	-3
Kapitał obrotowy	-12	-7	-5	-4	-3	-3	2	2	1	1	1
FCF	115	151	176	197	214	228	224	216	212	215	220
PV FCF	109	132	142	146	146	144	130	116	104	98	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Wskaźniki

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Koszty marketingu		24	65	111	142
narzut na sprzedaż		20,9%	26,8%	26,7%	27,1%
Pozostałe koszty sprzedaży		35	72	128	159
narzut na sprzedaż		30,0%	30,1%	30,7%	30,5%
Środki pieniężne		40	75	163	216
Dług netto	-7	-40	-75	-163	-216
Dług netto/EBITDA (x)	-0,6	-0,9	-0,9	-1,1	-1,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	6,8	5,4	5,1	2,6	2,3	2,0
Maksimum	85,6	44,5	30,9	27,2	18,8	16,0
Mediana	27,0	27,8	23,3	16,0	13,9	12,3
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdyskontowana wartość FCF	2 932
Dług netto	-75
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	406,05

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	463,30
DCF	50%	406,10
cena wynikowa		434,70
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		462,00

Przemysł Cognor trzymaj (bez zmian)

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

Epidemia COVID-19 i w efekcie schłodzenie światowej koniunktury negatywnie przekłada się na otoczenie w przemyśle stalowym. Wysokie zapasy stali w Chinach (obecnie około 20 mln ton vs. maksymalnie 15 mln ton w tym okresie w ostatnich 5-ciu latach) negatywnie przekładają się na ceny wyrobów, co powoduje, że marże producentów wielkopiecowych (BOF) i elektrycznych (EAF) znalazły się na początku roku pod presją. Dodatkowo w 1Q'20 przewaga kosztowa producentów elektrycznych nad wielkopiecowymi wyraźnie stopniała. Oczekujemy, że w efekcie gorszej r/r koniunktury wolumeny Cognor spadną o 9% r/r, a dodatkowo zwiększona konkurencja przełoży się na obniżenie spreadów na produktach, co prowadzić będzie do spadku wyniku o 138 mln PLN. Wyzwaniem na 2020 rok są wyższe o 7% r/r ceny energii oraz brak rekompensat dla producentów (jak w IH'19), co przekłada się na dodatkowe 17 mln PLN kosztów przy założonym wolumenie produkcji. Pozytywny z kolei wpływ na działalność może mieć spadek cen elektrod grafitowych (60 mln PLN), oszczędności wynikające z przeprowadzonego programu inwestycyjnego (31 mln PLN) oraz niższe koszty wynagrodzeń i usług obcych związanych z niższym wolumenem (około +30 mln PLN). Według naszych szacunków spadek EBITDA o 30% r/r do 70 mln PLN w 2020 roku powoduje, że wskaźnik długu netto do EBITDA rośnie do 3,5x, co nie powinno być zagrożeniem dla Grupy. W naszych prognozach Cognor będzie musiał jednak na jakiś czas zapomnieć o wypłacie dywidendy dla akcjonariuszy. Nie zmieniamy naszej ceny docelowej (0,94 PLN/akcja) oraz pozostawiamy rekomendację trzymaj (bez zmian).

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wol. Ferrostał (tys. ton)	401	424	371	456	502
Wol. HSJ (tys. ton)	237	237	228	250	255
Wol. Złomrex (tys. ton)	173	142	145	148	151
Spread Ferrostał (PLN/t)	1 191	1 127	1 107	1 126	1 140
Spread HSJ (PLN/t)	1 723	1 508	1 255	1 266	1 279
Przepływy oper.	232	142	48	66	62
Amortyzacja	44	46	48	47	45
Kapitał obrotowy	44	61	-21	0	-1
Przepływy inv.	-38	-56	-50	-33	-35
CAPEX	38	56	50	33	35
Przepływy fin.	-196	-84	-24	-20	-20
Dywidenda/buyback	-12	-36	0	0	0
FCF	179	102	-1	34	29
FCF/EBITDA	90%	101%	-1%	50%	45%
CFO/EBITDA	116%	141%	69%	98%	97%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Wolumen sprzedaży	599	706	757	787	813	828	843	845	846	846	846
Ceny produktów	1 956,2	1 940,5	1 956,5	1 970,3	1 982,9	1 992,9	2 002,8	2 012,4	2 022,1	2 029,5	2 037,0
Ceny złomu	1 040	1 008	1 008	1 008	1 008	1 008	1 008	1 008	1 008	1 008	1 008
Przychody	1 630	1 828	1 944	2 019	2 085	2 128	2 171	2 186	2 202	2 212	2 223
EBITDA	70	67	64	80	76	72	72	72	74	72	70
marża EBITDA	4,3%	3,7%	3,3%	3,9%	3,7%	3,4%	3,3%	3,3%	3,3%	3,2%	3,1%
EBIT	22	20	19	36	34	30	29	29	30	28	26
Podatek	0	0	0	3	3	2	2	2	2	2	1
CAPEX	-50	-33	-35	-35	-36	-38	-40	-43	-43	-43	-43
Kapitał obrotowy	-21	0	-1	-3	-3	-2	-2	-1	-1	0	0
FCF	-1	34	29	38	34	31	29	27	28	27	25
PV FCF	-1	30	24	29	25	21	18	16	16	14	
WACC	6,7%	6,8%	6,8%	6,9%	6,9%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Cena bieżąca	0,91 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	0,94 PLN	+3,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	0,94 PLN	2020-04-22

Podstawowe dane			COG PW	vs. WIG
Ticker	COG PW	Zmiana 1M	+11,2%	+2,8%
ISIN	PLCNTSL00014	Zmiana YTD	-26,6%	-4,5%
Liczba akcji (mln)	175,0	Średni obrót 1M		0,1 mln PLN
MC (mln PLN)	159,2	Średni obrót 6M		0,1 mln PLN
EV (mln PLN)	403,5	EV/EBITDA 12M fwd	5,2	+34,7%
Free float	-	EV/EBITDA 5Y avg	3,8	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przychody	1 902	2 082	1 902	1 630	1 828
EBITDA skor.	146	200	93	70	67
marża EBITDA	7,7%	9,6%	4,9%	4,3%	3,7%
EBIT skor.	104	156	47	22	20
Zysk netto skor.	32	94	11	2	0
P/E skor.	5,0	1,7	14,2	75,9	322,4
P/BV	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA skor.	3,4	1,9	4,3	6,1	6,1
DPS	0,00	0,07	0,21	0,00	0,00
DYield	0,0%	7,4%	22,6%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Wolumen sprzedaży			0,0%	0,0%	0,0%
Ceny produktów			0,0%	0,0%	0,0%
Ceny złomu			0,0%	0,0%	0,0%

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa	1 001	1 052	950	992	1 016
Aktywa trwałe	379	487	481	459	445
Kapitał własny	278	259	261	261	261
Udział mniejszości	278	259	261	261	261
Dług netto	209	226	247	234	226
Dług netto/EBITDA (x)	1,0	2,2	3,5	3,5	3,5
Dług netto/kap. wł. (x)	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	2,6	4,6	4,1	3,7	1,2	0,7
Maksimum	42,8	25,5	365,2	8,7	22,6	9,5
Mediana	8,1	12,0	10,5	5,2	7,4	6,0
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,2
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	192
Dług netto	262
Inne korekty	18
Wycena DCF na akcję (PLN)	0,96

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	0,53
DCF	50%	0,96
Cena wynikowa		0,88
Koszt kapitału 9M		7,0%
Cena docelowa za 9M		0,94

Famur trzymaj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Rekordowe od 2015 r. zapasy węgla (7,1 mln ton) na rynku krajowym i spadek popytu na energię przez epidemię powodują, że spółki górnicze są zmuszane do ograniczania produkcji, czego efektem jest wprowadzone stanu siły wyższej w JSW i PGG (łącznie 70% krajowej produkcji węgla). W obliczu spadających wyników i niechęci sektora bankowego do finansowania górnictwa, kopalnie w 2020 roku będą musiały zdecydować się na znaczne ograniczenie wydatków na inwestycje. Naszym zdaniem istnieje dodatkowe ryzyko, że rząd podejmie radykalne kroki w celu zamknięcia nierentownych kopalni. Według naszych szacunków wyłączenie niedochodowych w 2019 roku zakładów PGG i Tauron Wydobywanie przełożyłoby się na około 21% r/r spadku produkcji węgla w Polsce i trwały ubytek inwestycji ze strony tych zakładów wydobywczych. Dodatkowo, ze względu na skosumowanie nadwyżek gotówki na bilansie JSW będzie zmuszone do ograniczenia inwestycji w segmencie węglowym o 17% r/r w 2020 roku. Przy dużej ekspozycji na pogrążony w problemach polski sektor górniczy (kraj odpowiadał za ponad 60% sprzedaży w 2019 roku) oraz czasowym odłożeniu realizacji kontraktu dla AO Sulek (361 mln PLN), Grupa Famur według naszych prognoz odnotuje w 2020 roku 45% spadek przychodów ze sprzedaży. Grupa w okres spowolnienia wchodzi z silnym bilansem – zakładamy, że pomimo opóźnień w regulowaniu zobowiązań przez spółki górnicze wskaźnik DN/EBITDA'20 będzie na poziomie jedynie 0,3x. Zarząd jednak zrezygnował z wypłaty dywidendy, a naszym zdaniem również w 2021 roku wypłata zostanie ograniczona do 50% zysku Grupy. Pozostawiamy bez zmian cenę docelową dla Grupy Famur (2,20 PLN/akcja) oraz rekomendację trzymaj.

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Obroty Underground	1 407	1 621	1 026	950	950
Marża Underground	30,6%	33,3%	27,6%	28,6%	29,1%
Przychody elektryka	43	65	54	49	51
Przychody usługi górnicze	3612,8%	200,0%	350,0%	400,0%	400,0%
Przepływy oper.	215	504	202	302	274
Amortyzacja	191	182	160	151	148
Kapitał obrotowy	-127	66	-131	22	-6
Przepływy inw.	-138	-15	-50	-120	-122
CAPEX	141	38	120	120	122
Przepływy fin.	-458	-185	-24	-90	-197
Zmiana długu	-213	184	0	0	-100
Dywidenda/buyback	-253	-305	0	-68	-81
FCF	173	415	53	182	152
FCF/EBITDA	35%	92%	16%	60%	49%
CFO/EBITDA	44%	112%	61%	99%	89%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Przychody	1 196	1 112	1 118	1 197	1 197	1 197	1 197	1 197	1 197	1 197	1 197
zmiana (r/r)	-44,7%	-7,1%	0,5%	7,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA	333	305	306	314	308	299	293	288	281	274	270
marża EBITDA	27,8%	27,4%	27,4%	26,2%	25,7%	25,0%	24,5%	24,1%	23,5%	22,9%	22,5%
Amortyzacja	160	151	148	142	139	135	135	137	136	135	135
EBIT	173	154	158	172	169	164	158	151	145	138	135
Podatek	28	25	27	30	30	30	29	28	27	26	25
NOPAT	144	129	131	142	139	134	129	124	118	113	110
CAPEX	-120	-120	-122	-125	-127	-130	-132	-135	-135	-135	-135
Kapitał obrotowy	-131	22	-6	-73	0	0	0	0	0	0	0
FCF	53	182	152	87	150	139	132	125	119	113	110
PV FCF	50	156	118	62	98	82	71	62	53	46	
WACC	9,4%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Cena bieżąca

2,07 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

2,20 PLN

+6,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	2,20 PLN	2020-04-30

Podstawowe dane	FMF PW	vs. WIG
Ticker	FMF PW	Zmiana 1M -8,2% -16,6%
ISIN	PLFAMUR00012	Zmiana YTD -30,7% -8,6%
Liczba akcji (mln)	574,8	Średni obrót 1M 0,8 mln PLN
MC (mln PLN)	1 186,9	Średni obrót 6M 0,8 mln PLN
EV (mln PLN)	1 360,9	EV/EBITDA 12M fwd 2,7 -51,5%
Free float	52,3%	EV/EBITDA 5Y avg 5,5 dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przychody	1 460	2 229	2 165	1 196	1 112
EBITDA	308	491	451	333	305
marża EBITDA	21,1%	22,0%	20,8%	27,8%	27,4%
EBIT	133	300	269	173	154
Zysk netto	49	208	245	137	107
P/E	23,8	5,7	4,8	8,7	11,1
P/BV	0,8	0,7	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA	4,4	2,9	3,0	3,9	3,9
DPS	0,00	0,44	0,53	0,00	0,12
DYield	0,0%	21,3%	25,7%	0,0%	5,8%
Zmiana prognoz		2020P	2021P	2022P	
Przychody		0,0%	0,0%	0,0%	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Obroty Underground		0,0%	0,0%	0,0%	
Marża Underground		0,0%	0,0%	0,0%	
Dług netto		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	
DPS		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa	2 880	2 975	2 957	2 974	2 910
Aktywa trwałe	1 158	936	867	836	810
Goodwill	222	162	162	162	162
Kapitał własny	1 625	1 557	1 693	1 732	1 767
Udział mniejszości	-37	-46	7	7	7
Dług netto	286	220	92	0	-55
Dług netto/EBITDA (x)	0,6	0,5	0,3	0,0	-0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	10,4	10,9	9,5	6,6	5,7	4,8
Maksimum	24,6	21,7	19,5	14,1	12,6	11,2
Mediana	15,6	13,4	11,7	9,5	8,3	7,6
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,2
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	799
Dług netto	220
Inne korekty	-3
Wycena DCF na akcję (PLN)	1,98

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	10%	2,70
DCF	90%	1,98
Cena wynikowa		2,05
Koszt kapitału 9M		7,2%
Cena docelowa za 9M		2,20

Grupa Kęty trzymaj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Spadek aktywności w europejskim przemyśle to negatywna informacja dla segmentu wyrobów wyciskanych, który według naszych prognoz w 2020 roku zanotuje 11% r/r spadek wolumenu sprzedaży (-16% r/r w 2009 roku). Dodatkowo wzrost absencji wśród pracowników budowlanych naszym zdaniem może przełożyć się na opóźnienie realizowanych projektów i spadek popytu na systemy aluminiowe w krótkim terminie. Ryzykiem są również realizowane w 2020 roku za łączną kwotę 50 mln PLN projekty na rynku amerykańskim, które w bieżącym otoczeniu są praktycznie zamrożone. Obniżamy naszą prognozę wyników finansowych na 2020 rok z uwagi na słabsze perspektywy segmentów wyrobów wyciskanych i systemów aluminiowych. Możliwe zatary płatnicze naszym zdaniem spowodują wzrost zapotrzebowania na kapitał obrotowy w 2020 roku w kwocie około 90 mln PLN. Zakładamy również, że ze względu na oczekiwany spadek wyniku w 2Q'20 Zarząd może konserwatywnie zrewidować propozycję wypłaty dywidendy, podobnie jak miało to miejsce w 2009 roku (wówczas brak dywidendy przy relacji dług netto/EBITDA 1,1x). Oczekujemy, że Grupa wypłaci jedynie 50% zysku z 2019 roku w dywidendzie (DPS 15,39 PLN/akcja), dzięki czemu dług netto w relacji do EBITDA wyniesie 1,6x na koniec 2020 roku (1,8 przy propozycji 85% wypłaty). Nasze nowe prognozy implikują, że Zarząd w trakcie roku zdecyduje się na obniżenie swoich całorocznych oczekiwań wyników na poziomie EBITDA (o 11%) i wyniku netto (o 12%). Nie zmieniamy naszej ceny docelowej (335,96 PLN/akcja) oraz rekomendacji trzymaj.

Cena bieżąca

361,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

335,96 PLN

-6,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	335,96 PLN	2020-04-07

Podstawowe dane			KTY PW	vs. WIG
Ticker	KTY PW	Zmiana 1M	+10,9%	+2,5%
ISIN	PLKETY000011	Zmiana YTD	+4,3%	+26,5%
Liczba akcji (mln)	9,5	Średni obrót 1M		1,2 mln PLN
MC (mln PLN)	3 445,9	Średni obrót 6M		1,8 mln PLN
EV (mln PLN)	4 150,6	EV/EBITDA 12M fwd	7,9	-12,5%
Free float	42,0%	EV/EBITDA 5Y avg	9,1	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przychody	2 643	2 994	3 204	3 058	3 235
EBITDA	421	463	523	478	499
marża EBITDA	15,9%	15,5%	16,3%	15,6%	15,4%
EBIT	301	338	385	337	355
Zysk netto	236	268	295	260	273
P/E	14,5	12,8	11,7	13,3	12,7
P/BV	2,5	2,5	2,3	2,2	2,1
EV/EBITDA	9,5	9,1	7,9	8,8	8,5
DPS	30,00	23,94	23,99	15,39	21,68
DYield	8,3%	6,6%	6,6%	4,3%	6,0%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Aluminium (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Premia producenta (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA SOG			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA SWW			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA SSA			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
EBITDA SOG	119	148	153	152	154
EBITDA SWW	163	152	119	138	139
EBITDA SSA	190	237	221	223	223
EBITDA pozostałe	-8	-14	-14	-15	-15
EBITDA/użyte aluminium	5	6	5	5	5
Przepływy oper.	293	563	269	357	415
Amortyzacja	126	138	141	144	137
Kapitał obrotowy	-114	86	-92	-74	-16
Przepływy inv.	-229	-244	-175	-150	-120
CAPEX	229	244	175	150	120
Przepływy fin.	-43	-316	-93	-244	-241
Dywidenda/buyback	-229	-229	-147	-208	-205
FCF	72	296	150	211	299
FCF/EBITDA	15%	57%	31%	42%	60%
CFO/EBITDA	63%	108%	56%	72%	83%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Aluminium (USD/t)	1 700	1 900	1 900	1 900	1 900	1 900	1 900	1 900	1 900	1 900	1 901
Prem. prod. (USD/t)	140	140	140	140	140	140	140	140	140	140	141
Użyte alum. (tys. t)	88	96	99	101	102	104	105	107	109	110	112
Przychody	3 058	3 235	3 285	3 323	3 350	3 386	3 424	3 462	3 500	3 539	3 580
EBITDA	478	499	501	504	505	507	508	510	512	514	516
marża EBITDA	15,6%	15,4%	15,3%	15,2%	15,1%	15,0%	14,8%	14,7%	14,6%	14,5%	14,4%
EBIT	337	355	364	371	373	373	373	373	372	375	380
Podatek	61	64	66	68	68	68	68	69	69	69	70
CAPEX	-175	-150	-120	-122	-125	-127	-130	-132	-135	-135	-135
Kapitał obrotowy	-92	-74	-16	-12	-9	-12	-12	-12	-12	-12	-12
FCF	150	211	299	302	303	299	298	297	296	297	298
PV FCF	143	185	244	227	210	191	176	161	147	136	
WACC	8,0%	8,0%	8,0%	8,1%	8,2%	8,2%	8,3%	8,3%	8,4%	8,4%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa	2 780	2 779	2 948	3 011	3 071
Aktywa trwałe	1 575	1 680	1 770	1 779	1 766
Kapitał własny	1 396	1 477	1 589	1 655	1 732
Udział mniejszości	1	1	2	2	3
Dług netto	774	703	772	789	715
Dług netto/EBITDA (x)	1,7	1,3	1,6	1,6	1,4
Dług netto/kap. wł. (x)	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	3,4	3,6	3,2	2,5	3,5	1,9
Maksimum	39,8	22,3	149,3	12,5	12,4	9,2
Mediana	11,4	10,4	10,1	5,1	5,5	4,7
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 820
Dług netto	703
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	336,57

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	20%	231,13
DCF	80%	336,57
Cena wynikowa		315,48
Koszt kapitału 9M		6,5%
Cena docelowa za 9M		335,96

Kernel trzymaj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

W sezonie 2019/2020 Kernel będzie beneficjentem poprawiających się marży na przerobie słonecznika oraz dobrych zbiorów zbóż. Oczekujemy, że segment olejów roślinnych w sezonie 2019/2020 zanotuje poprawę EBITDA o 13% r/r, a infrastruktury o 32% r/r. Jednocześnie słabsze osiągane zbiory na własnej produkcji rolnej i niższe rynkowe ceny przełożą się na wyraźny spadek wyniku w segmencie produkcji rolnej (EBITDA -40% r/r). Wyzwaniem dla Kernel jest również rekordowy w historii Spółki Capex oraz wzrost zadłużenia wynikający z implementacji standardu MSSF 16. Spółka jednak w 1Q'20 poinformowała o sprzedaży udziałów w rosyjskim porcie Taman za 61 mln EUR, co zagwarantuje, że dług netto do EBITDA na koniec sezonu nie przekroczy 3,5x. Naszym zdaniem rynek prawidłowo chłodno przyjął wyniki 4Q'19 (spadek wyników r/r + wyraźny wzrost zadłużenia + wyższy Capex na 2020 i 2021 rok). W 1Q'20 oczekujemy, że wyniki wzrosną na poziomie EBITDA o 17% r/r, ale zysk netto wyniesie -28 mln USD z uwagi na ujemne różnice kursowe w efekcie spadku wartości UAH. Nie zmieniamy naszej rekomendacji (trzymaj) ani ceny docelowej (47,25 PLN/akcja) dla Grupy Kernel.

Cena bieżąca

39,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

47,25 PLN

+21,2%

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

Podstawowe dane			KER PW	vs. WIG
Ticker	KER PW	Zmiana 1M	+12,3%	+3,9%
ISIN	LU0327357389	Zmiana YTD	-11,1%	+11,1%
Liczba akcji (mln)	82,9	Średni obrót 1M		2,1 mln PLN
MC (mln PLN)	3 232,6	Średni obrót 6M		2,4 mln PLN
EV (mln PLN)	6 093,8	EV/EBITDA 12M fwd	4,7	+4,4%
Free float	60,1%	EV/EBITDA 5Y avg	4,5	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

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

Rachunek wyników i dane operacyjne

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

Model DCF

(mln USD)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Marża olej (USD/t)	74	84	81	78	76	74	71	69	66	63	61
Pszenica (USD/t)	180	195	195	195	195	195	195	195	195	195	196
Kukurydza (USD/t)	180	185	185	185	185	185	185	185	185	185	186
Przychody	4 244	4 830	5 210	5 289	5 376	5 446	5 524	5 585	5 646	5 708	5 789
EBITDA	339	382	397	391	388	400	397	393	390	386	398
marża EBITDA	8,0%	7,9%	7,6%	7,4%	7,2%	7,3%	7,2%	7,0%	6,9%	6,8%	6,9%
EBIT	243	273	290	282	277	282	273	262	252	248	262
Podatek	10	12	14	13	13	14	14	13	12	12	14
CAPEX	-300	-145	-104	-109	-114	-119	-125	-130	-135	-135	-135
Kapitał obrotowy	-38	-55	-49	-20	-21	-20	-21	-19	-20	-20	-21
FCF	-9	169	230	248	239	246	238	231	223	219	227
PV FCF	-8	139	165	154	128	114	96	80	67	57	
WACC	14,8%	14,8%	14,9%	15,1%	15,1%	15,2%	15,2%	15,3%	15,3%	15,4%	15,5%
Risk-free rate	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%

Bilans

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

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

PKP Cargo trzymaj (podtrzymana)

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

Naszym zdaniem fatalne dane operacyjne za marzec (-20% r/r; wg danych UTK) w połączeniu z niemożnością szybkiego wpłynięcia na wysoką bazę kosztową przełożą się na bardzo słabe wyniki finansowe za 1Q'20 (oczekujemy kwartalnego wyniku EBITDA na poziomie jedynie ok. 90 mln PLN oraz straty netto ponad 115 mln PLN). Ponadto spodziewamy się, że dane operacyjne za kwiecień przyniosą jeszcze większą dynamikę spadkową niż dotychczasowe miesiące roku (ponad -25% r/r), a i kolejne miesiące nie przyniosą poprawy sentymentu. Naszym zdaniem najwcześniej na przełomie 2/3 kwartału spółka będzie w stanie negocjować obniżenie ponoszonych znaczących kosztów pracowniczych, czy też wnioskować do operatora infrastruktury/dostawcy energii o obniżenie płaconych stawek. Na konferencji finansowej za 2019 r. Zarząd zapowiedział ograniczanie wydatków inwestycyjnych do poziomu kwartalnego poziomu wyniku EBITDA. Pomimo znaczącego obniżenia naszych założeń CAPEX na ten rok, uważamy, że ani w 1Q, ani na poziomie całego 2020 r. nie uda się Grupie dotrzymać tej reguły wydatkowej. W związku z pogorszeniem się sytuacji makroekonomicznej oraz perspektyw dla branży znacząco obniżamy nasze założenia dla Grupy. Jednocześnie, tak jak i w części innych spółek, w związku z dużą zmiennością na rynku obniżamy wagę wyceny porównawczej do 10%. Dodatkowo aktualizujemy model DCF m.in. o wyniki 2019 r. oraz o nowe założenia na lata kolejne (m.in. przewozy, wyniki finansowe, CAPEX). Pozostawiamy rekomendację trzymaj z nową ceną docelową na poziomie 12,37 PLN/akcję (wcześniej 13,89 PLN/akcję).

Cena bieżąca	11,46 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	12,37 PLN	+7,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	12,37 PLN	2020-05-05
poprzednia	trzymaj	13,89 PLN	2020-02-26
Podstawowe dane			
Ticker	PKP PW	Zmiana 1M	+6,5% -1,9%
ISIN	PLPKPCR00011	Zmiana YTD	-44,1% -21,9%
Liczba akcji (mln)	44,8	Średni obrót 1M	2,4 mln PLN
MC (mln PLN)	513,3	Średni obrót 6M	1,4 mln PLN
EV (mln PLN)	2 585,6	EV/EBITDA 12M fwd	3,3 -15,1%
Free float	67,0%	EV/EBITDA 5Y avg	3,9 dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przychody	4 689	5 183	4 782	4 243	4 548
EBITDA skor.	693	901	830	502	612
marża EBITDA	14,8%	17,4%	17,4%	11,8%	13,5%
EBIT skor.	147	272	114	-229	-144
Zysk netto skor.	49	242	6	-230	-167
P/E skor.	10,4	2,1	90,0	-	-
P/BV	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2
EV/EBITDA skor.	2,1	1,4	3,1	5,2	4,5
DPS	0,00	0,00	1,50	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	13,1%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży			-14,3%	-13,0%	-9,9%
EBITDA skor.			-34,3%	-22,1%	-14,7%
Zysk netto			-	-	-
Praca przewozowa (mln tkm)			-13,3%	-9,9%	-5,6%
Masa towarowa (mln ton)			-12,2%	-7,7%	-3,1%
Koszty / tkm			-1,3%	-2,3%	-2,6%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Energia trakcyjna	405	407	372	390	403
Paliwo trakcyjne	211	177	76	99	129
Wynagrodzenia	1 651	1 737	1 778	1 825	1 877
Dostęp do infrastruktury	732	573	515	575	609
Pozostałe	1 292	1 065	1 000	1 046	1 072
Przepływy oper.	863	807	515	682	727
Amortyzacja	629	717	731	756	718
Kapitał obrotowy	20	16	-64	15	11
Przepływy inw.	-612	-815	-440	-759	-808
CAPEX	-695	-1 028	-573	-759	-808
Przepływy fin.	-323	111	-78	21	-31
Dywidenda/buyback	0	-67	0	0	0
FCF	173	-188	-58	-76	-80
FCF/EBITDA	13%	-7%	-2%	-3%	-3%
CFO/EBITDA	95%	94%	103%	112%	106%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Praca przewozowa	23 824	25 823	26 793	26 436	26 444	26 649	26 870	27 108	27 363	27 637	27 929
Średnie ceny	148	147	149	152	154	156	159	161	163	166	168
Koszt / tkm	188	182	179	181	183	185	187	188	190	192	193
Przychody	4 243	4 548	4 779	4 789	4 860	4 967	5 078	5 195	5 317	5 445	5 575
EBITDA	502	612	689	698	694	702	716	732	748	740	755
marża EBITDA	11,8%	13,5%	14,4%	14,6%	14,3%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	13,6%	13,5%
EBIT	-229	-144	-29	9	19	48	61	92	112	142	189
Podatek	-77	-56	-28	-18	-16	-9	-5	3	8	15	27
CAPEX	-573	-759	-808	-470	-540	-567	-691	-535	-573	-562	-566
Kapitał obrotowy	-64	15	11	0	4	5	5	6	6	6	6
FCF	-58	-76	-80	247	173	149	36	199	173	169	169
PV FCF	-56	-70	-70	205	136	111	26	134	110	102	
WACC	5,3%	5,3%	5,2%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,4%	5,4%	5,4%	5,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa	6 806	7 991	7 640	7 642	7 661
Aktywa trwałe	5 187	6 504	6 346	6 349	6 439
Kapitał własny	3 484	3 423	3 193	3 026	2 944
Udział mniejszości	0	0	0	0	0
Dług netto	779	2 072	2 075	2 231	2 392
Dług netto/EBITDA (x)	0,9	2,4	4,1	3,6	3,5
Dług netto/kap. wł. (x)	0,2	0,6	0,6	0,7	0,8

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			FCF/EV
	20P	21P	22P	20P	21P	22P	17-23P
Minimum	1,3	1,3	3,1	4,2	3,9	3,7	-5%
Maksimum	35,4	24,0	19,6	14,2	12,8	12,1	8%
Mediana	19,4	16,0	15,0	7,2	6,1	6,8	3%
Waga	0%	0%	0%	33%	33%	33%	0%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Wartość firmy (EV)	2 493
Dług netto	2 072
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	9,39

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	10%	31,80
DCF	90%	9,39
Cena wynikowa		11,63
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		12,37

Stelmet kupuj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Epidemia COVID-19 naszym zdaniem przełoży się w 2020 roku na 16% spadek wolumenu sprzedaży architektury ogrodowej oraz 15% r/r spadek pellet. Z drugiej strony Spółka korzysta z osłabienia PLN do EUR oraz spadającej presji ze strony wynagrodzeń oraz cen drewna. Pozytywnym czynnikiem na 2020 rok jest obserwowany spadek konkurencji (według Stelmet główny krajowy konkurent – Martyna ogłosił upadłość układową). Dodatkowo brak znaczących nakładów inwestycyjnych na horyzoncie przekładać się powinien na zwiększenie strumienia gotówki do dystrybucji dla akcjonariuszy (już obecnie dług netto'19/ skor. EBITDA 1,6x). W kolejnych latach Grupie sprzyjać będzie osłabienie PLN do EUR i GBP oraz większa chęć ludzi do pozostania we własnych ogrodach (wyższe wydatki na architekturę). Nie zmieniamy naszej ceny docelowej 9,04 PLN/akcja oraz rekomendacji kupuj.

Cena bieżąca

6,60 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

9,04 PLN

+37,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	9,04 PLN	2020-04-01

Podstawowe dane			STL PW	vs. WIG
Ticker	STL PW	Zmiana 1M	-2,2%	-10,6%
ISIN	PLSTLMT00010	Zmiana YTD	-10,2%	+11,9%
Liczba akcji (mln)	29,4	Średni obrót 1M		0,1 mln PLN
MC (mln PLN)	193,8	Średni obrót 6M		0,0 mln PLN
EV (mln PLN)	318,6	EV/EBITDA 12M fwd	3,8	-39,1%
Free float	15,0%	EV/EBITDA 5Y avg	6,3	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przychody	538	553	602	501	649
EBITDA	58	69	69	42	88
marża EBITDA	10,7%	12,4%	11,4%	8,3%	13,6%
EBIT	21	27	26	0	46
Zysk netto	19	10	-3	-10	36
P/E	10,0	20,2	-	-	5,5
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	6,5	5,4	4,6	6,8	2,9
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
DAO (PLN/m3)			0,0%	0,0%	0,0%
DAO vol (tys. m3)			0,0%	0,0%	0,0%
Drewno (PLN/m3)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Sprzedaż DAO (PL)	22	26	21	28	28
Sprzedaż DAO (UK)	137	110	88	111	113
Sprzedaż DAO (FR)	107	106	90	114	114
Sprzedaż DAO (DE)	113	163	168	202	203
Sprzedaż Pellet	89	101	84	97	100
Przepływy oper.	32	83	68	56	73
Amortyzacja	41	42	41	42	42
Kapitał obrotowy	-30	2	16	-25	-2
Przepływy inv.	-24	-24	-16	-23	-25
CAPEX	23	24	16	23	25
Przepływy fin.	-9	-56	-23	-23	-44
Dywidenda/buyback	0	0	0	0	-21
FCF	9	-1	60	33	48
FCF/EBITDA	13%	-2%	95%	38%	58%
CFO/EBITDA	46%	121%	107%	63%	89%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
DAO (PLN/m3)	1 902	1 878	1 875	1 899	1 924	1 948	1 973	1 999	2 025	2 051	2 078
DAO vol (tys. m3)	219	277	281	284	287	290	294	297	300	304	307
Drewno (PLN/m3)	264	269	274	280	285	291	297	303	309	315	321
Przychody	523	649	660	676	692	709	727	745	763	782	801
EBITDA	64	88	82	82	82	82	81	80	79	78	76
marża EBITDA	12,2%	13,6%	12,4%	12,2%	11,9%	11,5%	11,2%	10,8%	10,4%	9,9%	9,4%
EBIT	22	46	40	41	40	39	38	36	34	31	29
Podatek	2,6	7,7	6,6	6,9	6,8	6,7	6,4	6,0	5,7	5,2	4,8
CAPEX	-16	-23	-25	-27	-29	-31	-34	-41	-44	-45	-46
Kapitał obrotowy	15,5	-24,5	-2,1	-3,1	-3,2	-3,3	-3,4	-3,5	-3,6	-3,7	-3,6
FCF	60	33	48	45	43	40	38	30	26	24	21
PV FCF	58	30	39	34	30	26	22	16	13	11	
WACC	7,4%	7,7%	8,1%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa	816	769	744	780	772
Aktywa trwałe	522	480	455	436	420
Kapitał własny	461	457	465	501	511
Udział mniejszości	0	0	0	0	0
Dług netto	176	125	76	46	22
Dług netto/EBITDA (x)	2,6	1,8	1,2	0,5	0,3
Dług netto/kap. wł. (x)	0,4	0,3	0,2	0,1	0,0

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	5,7	4,2	3,7	4,6	3,2	2,7
Maksimum	102,2	210,0	75,7	15,0	14,5	5,6
Mediana	11,9	9,4	7,0	6,2	4,9	4,8
waga	0%	25%	25%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana wartość FCF	278
Dług netto	125
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	10,21

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	6,97
DCF	50%	10,21
Cena wynikowa		8,59
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		9,04

Handel

Dino

redukuje (obniżona)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Kurs Dino cofnął się nieznacznie z historycznych maksimów wyznaczonych w kwietniu. Spółka zaraportowała na początku kwietnia informację o dodaniu 39 sklepów w 1Q'20 (vs. 33 sklepy w 1Q'19), z czego otwartych zostało 16 sklepów. Pozostałe placówki nie zostały otwarte prawdopodobnie ze względu na brak otrzymania odpowiednich zezwoleń (podobna sytuacja może się zdarzyć w 2Q'20). Biorąc pod uwagę liczbę otwartych placówek sieć Dino powiększyła się o 22% r/r, co jest tempem niższym niż w poprzednich kwartałach. W 1Q'20 oczekujemy utrzymania wysokiej dynamiki sprzedaży porównywalnej wspieranej przez efekt bazy (zakładamy wzrost sprzedaży/mkw. o 5% r/r). W naszych szacunkach oczekujemy wzrostu sprzedaży o 32% r/r oraz wzrostu EBITDA o 31% r/r w 1Q'20. Zakładamy spadek marży EBITDA r/r wynikający z obniżenia marży brutto na sprzedaży r/r. Zwracamy uwagę na słabe perspektywy sieci na 2Q'20, w którym oczekujemy słabszego r/r efektu Świąt Wielkanocnych (negatywny wpływ restrykcji dla handlu w związku z COVID-19) oraz rosnącej bazy kosztowej. Dodatkowo dynamika sprzedaży porównywalnej może być obciążona przez efekt wysokiej bazy. Nieznacznie korygujemy nasze prognozy oraz cenę docelową. Obniżamy zalecenia inwestycyjne do redukuje,

Cena bieżąca

173,70 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

151,60 PLN

-12,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	redukuje	151,60 PLN	2020-05-05	
poprzednia	trzymaj	152,30 PLN	2020-03-04	
Podstawowe dane			DNP PW	vs. WIG
Ticker	DNP PW	Zmiana 1M	+5,8%	-2,6%
ISIN	PLDINPL00011	Zmiana YTD	+20,6%	+42,8%
Liczba akcji (mln)	98,0	Średni obrót 1M	35,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	17 029,5	Średni obrót 6M	33,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	17 621,9	EV/EBITDA 12M fwd	17,6	+9,2%
Free float	48,9%	EV/EBITDA 5Y avg	16,1	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przychody	4 463	5 839	7 647	9 880	12 489
EBITDA	389	541	725	929	1 186
marża EBITDA	8,7%	9,3%	9,5%	9,4%	9,5%
EBIT	303	429	562	722	921
Zysk netto	214	308	403	534	708
P/E	79,7	55,4	42,2	31,9	24,1
P/BV	18,8	14,1	10,5	7,9	5,9
EV/EBITDA	45,0	32,5	24,3	18,9	14,7
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2019	2020P	2021P
EBITDA			+1,6%	-1,1%	-1,6%
Zysk netto			-0,1%	-2,3%	-2,8%
Liczba sklepów			-0,3%	-1,1%	-1,7%
sprzedaż/mkw/			+0,4%	+0,3%	+0,5%
marża EBITDA			+0,1 p.p.	-0,1 p.p.	-0,1 p.p.

Wyniki i przepływy operacyjne (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2020P
Liczba sklepów	775	977	1 218	1 498	1 806
Powierzchnia	295	376	472	586	712
Średnia powierzchnia skl.	381	385	388	391	394
MBNS	23,3%	24,2%	24,3%	24,9%	25,2%
Sklepów/centrum dystryb.	258	244	305	300	301
Przepływy oper.	497	643	799	1 013	1 336
Amortyzacja	86	112	164	207	265
Kapitał obrotowy	131	125	153	200	307
Przepływy inw.	-402	-634	-828	-919	-1 094
CAPEX	-411	-636	-830	-919	-1 094
Przepływy fin.	41	82	155	-265	-252
Wpływy/spłaty pożyczek	31	174	103	-200	-203
FCF	50	-55	-53	74	224
FCF/EBITDA	13%	-10%	-7%	8%	19%
CFO/EBITDA	128%	119%	110%	109%	113%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	19	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Liczba sklepów	1 218	1 498	1 806	2 108	2 395	2 668	2 927	3 173	3 406	3 628	3 628
Sprzedaż/mkw.	1 503	1 557	1 604	1 606	1 624	1 641	1 642	1 642	1 643	1 643	1 643
narzut SG&A	17,0%	17,6%	17,8%	17,8%	17,7%	17,8%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%
Przychody	7 647	9 880	12 489	14 930	17 503	20 049	22 344	24 568	26 724	28 815	28 815
EBITDA	715	919	1 176	1 412	1 663	1 880	2 092	2 293	2 490	2 677	2 687
marża EBITDA	9,4%	9,3%	9,4%	9,5%	9,5%	9,4%	9,4%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%
EBIT	562	722	921	1 090	1 287	1 453	1 619	1 779	1 935	2 086	2 086
Podatek	102	137	175	207	245	276	308	338	368	396	1 826
CAPEX	-830	-919	-1 094	-1 077	-1 083	-1 135	-1 010	-1 092	-1 113	-601	-601
Kapitał obrotowy	153	200	307	295	320	276	231	239	232	-364	-364
FCF	-53	74	224	433	665	755	1 016	1 112	1 251	1 325	1 358
PV FCF	-53	68	192	344	488	513	637	644	669	653	
WACC	8,4%	8,4%	7,7%	7,9%	8,1%	8,2%	8,3%	8,3%	8,4%	8,4%	8,4%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(dni)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Cykl konw. zapasów	39,3	36,7	39,4	42,2	41,1
Cykl konw. należności	3,1	2,4	3,7	3,7	3,7
Cykl konw. zobowiązań	86,5	94,2	93,0	95,0	96,0
Cykl konw. gotówki	-44,1	-55,0	-49,9	-49,1	-51,2
Narzut SG&A	16,6%	16,9%	17,0%	17,6%	17,8%
Dług netto (mln PLN)	485	565	592	563	371
Dług netto/EBITDA (x)	1,2	1,0	0,8	0,6	0,3

Analiza porównawcza

	PEG			P/E			EV/EBITDA		
	19	20P	21P	19	20P	21P	19	20P	21P
Minimum	-5,4	-4,7	-4,7	11,8	10,4	9,8	6,1	6,8	6,6
Maksimum	2,3	1,8	1,6	35,2	24,9	21,8	13,1	12,2	11,4
Mediana	1,3	1,2	1,1	15,7	13,6	12,3	9,8	7,7	7,3
waga	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdyskontowana wartość FCF	11 289
Dług netto	565
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	151,76

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	120,20
DCF	50%	151,76
Cena wynikowa		142,29
Koszt kapitału 9M		6,5%
Cena docelowa za 9M		151,60

Eurocash trzymaj (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Kurs spółki istotnie odbił po korekcie w marcu. Spółki handlu spożywczego były postrzegane przez inwestorów jako bardziej odporne na negatywny wpływ COVID-19. W 1Q'20 pomimo pozytywnego wpływu popytowego ze względu na wyższe zakupy klientów w związku z COVID-19, rosła również baza kosztowa. W naszych szacunkach oczekujemy, że spółka powinna poprawić EBITDA o 2% r/r w 1Q'20. Zwracamy uwagę, że w 2Q'20 negatywnie na rezultaty będzie wpływał gorszy popyt w okresie Świąt Wielkanocnych (Nielsen szacuje spadek o 10% r/r), rosnąca baza kosztowa oraz koszty związane z końcową fazą integracji biznesów w segmencie detalu. Oprócz gorszego efektu Świąt Wielkanocnych negatywnie na dynamikę sprzedaży porównywalnej w sieci Delikatesy Centrum w 2Q'20 powinien wpływać efekt wysokiej bazy. Jednocześnie zwracamy uwagę na wysokie prawdopodobieństwo spowolnienia wzrostu sieci sklepów r/r w 2020 roku ze względu na sytuację związaną z pandemią COVID-19. Nieznacznie korygujemy prognozy dla spółki oraz cenę docelową pozostawiając rekomendację trzymaj.

Cena bieżąca

21,10 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

20,50 PLN

-2,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	20,50 PLN	2020-05-05	
poprzednia	trzymaj	19,80 PLN	2020-02-05	
Podstawowe dane			EUR PW	vs. WIG
Ticker	EUR PW	Zmiana 1M	15,3%	6,9%
ISIN	PLEURCH00011	Zmiana YTD	-3,4%	18,8%
Liczba akcji (mln)	139,2	Średni obrót 1M	10,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 936,3	Średni obrót 6M	7,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 398,3	EV/EBITDA 12M fwd	7,4	-24,5%
Free float	53,0%	EV/EBITDA 5Y avg	9,8	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przychody	20 814	22 833	24 852	25 834	26 475
EBITDA skor.	361	341	400	401	419
marża EBITDA	1,7%	1,5%	1,6%	1,6%	1,6%
EBIT skor.	38	214	208	201	215
Zysk netto skor.	85	67	118	111	153
P/E skor.	34,6	43,9	24,8	26,5	19,1
P/BV	2,9	2,8	3,1	3,2	3,2
EV/EBITDA skor.	8,6	9,8	8,5	8,4	7,8
DPS	0,80	0,76	1,03	0,85	0,79
DYield	3,8%	3,6%	4,9%	4,0%	3,8%
Zmiana prognoz		2019	2020P	2021P	
EBITDA		+5,5%	+0,4%	+0,4%	
Zysk netto		+42,9%	+4,9%	+12,9%	
Hurt (EBITDA)		+4,7%	+3,7%	+4,0%	
Detal (EBITDA)		-9,6%	-16,8%	-15,6%	
Projekty (EBITDA)		+7,1%	+9,6%	+8,6%	

Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Hurt (S)	18 710	19 386	19 656	19 749	19 801
Detal (S)	5 905	6 221	6 563	6 897	7 222
Projekty (S)	105	130	130	130	130
Inne (EBITDA)	-97	-92	-91	-90	-89
Przepływy oper.	494	582	683	798	809
D&A	183	204	222	229	235
D&A (leasing)			328	327	321
Kapitał obrotowy	247	196	-14	53	48
Przepływy inv.	-336	-462	-300	-196	-215
CAPEX	-307	-445	-237	-196	-215
Przepływy fin.	-117	-126	-433	-564	-624
Dywidenda/buyback	-111	-106	-143	-118	-111
FCF	-64	83	30	217	203
FCF/EBITDA	-26%	24%	7%	54%	48%
CFO/EBITDA	223%	139%	147%	171%	166%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	19	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Hurt (EBITDA)	442	436	432	424	415	413	411	409	410	411	411
Detal (EBITDA)	133	133	153	182	226	251	258	261	263	265	265
Projekty (EBITDA)	-47	-46	-45	-43	-43	-43	-43	-43	-43	-43	-43
Przychody	24 852	25 834	26 475	26 903	27 280	27 506	27 628	27 636	27 716	27 797	27 797
EBITDA	400	401	419	442	479	503	509	511	514	517	517
marża EBITDA	1,61%	1,55%	1,58%	1,64%	1,76%	1,83%	1,84%	1,85%	1,85%	1,86%	1,86%
EBIT	194	187	200	214	245	264	267	268	289	291	291
Podatek	55	57	65	47	54	58	59	59	64	64	64
CAPEX	-317	-196	-215	-217	-220	-222	-192	-197	-207	-259	-259
Kapitał obrotowy	-14	53	48	42	40	33	27	21	25	25	25
FCF	30	217	203	235	260	270	300	290	302	252	252
PV FCF	30	206	179	192	197	190	195	175	169	131	
WACC	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Cykl konwersji zapasów	26,3	23,6	23,8	23,8	23,8
Cykl konwersji należności	29,5	21,5	21,3	21,1	20,9
Cykl konwersji zobowiązań	78,4	69,8	69,8	69,8	69,8
Cykl konwersji gotówki	-22,7	-24,7	-24,7	-24,9	-25,1
Narzut SG&A	11%	12%	12%	12%	12%
Dług netto	115	346	401	363	293
Dług netto/EBITDA (x)	0,5	0,8	0,9	0,8	0,6

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,5%
Zdyskontowana wartość FCF	3 393
Dług netto	346
Inne korekty	61
Wycena DCF na akcję (PLN)	21,45

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	17,32
DCF	50%	21,45
Cena wynikowa		19,38
Koszt kapitału 9M		5,7%
Cena docelowa za 9M		20,50

Jeronimo Martins trzymaj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

W lutym spółka opublikowała dobre wyniki za 2019 rok i 4Q 2019. Rezultaty były wspierane przez poprawę sprzedaży porównywalnej we wszystkich segmentach oraz poprawę rentowności EBITDA r/r w biznesach portugalskich, Ara i Hebe. W 1Q'20 oczekujemy utrzymania wysokiej dynamiki sprzedaży porównywalnej w sieci Biedronka oraz w Ara. Jednocześnie zakładamy wzrost bazy kosztowej głównie ze względu na presję na wynagrodzenia. W naszych szacunkach zakładamy wzrost sprzedaży o 11% r/r oraz wzrost EBITDA o 9% r/r w 1Q'20. Dodatkowo wyniki 1Q'20 powinny być obciążone przez jednorazową dotację na fundację sieci Biedronka (szacujemy 11 mln EUR). Naszym zdaniem dynamika sprzedaży porównywalnej sieci Biedronka w 2Q'20 będzie pod presją ze względu na oczekiwany mniejszy popyt w okresie Świąt Wielkanocnych i w okresie Majówki. Dodatkowo zwracamy uwagę na efekt wysokiej bazy w sprzedaży porównywalnej, który będzie się utrzymywał od 2Q'20 do 1Q'21. Jeronimo Martins zapowiadało przy okazji publikacji wyników za 2019 rok otwarcie przynajmniej 40 sklepów Biedronka w mniejszym formacie. Naszym zdaniem sytuacja związana z COVID-19 powinna wpłynąć na weryfikację tych planów. Zwracamy uwagę, że restrykcje związane z COVID-19 będą miały negatywny wpływ na rezultaty Recheio (wysoka sprzedaż do segmentu Horeca) oraz Hebe (konieczność zamknięcia części drogerii).

Cena bieżąca

15,30 EUR

potencjał zmiany
Cena docelowa

16,30 EUR

+6,6%

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

Podstawowe dane			JMT PL	vs. WIG
Ticker	JMT PL	Zmiana 1M	-5,0%	-13,4%
ISIN	PTJMT0AE0001	Zmiana YTD	+4,3%	+26,4%
Liczba akcji (mln)	629,3	Średni obrót 1M	19,7 mln EUR	
MC (mln EUR)	9 625,0	Średni obrót 6M	16,8 mln EUR	
EV (mln EUR)	9 957,6	EV/EBITDA 12M fwd	7,6	-19,1%
Free float	43,8%	EV/EBITDA 5Y avg	9,4	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln EUR)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przychody	16 276	17 336	18 639	20 199	21 481
EBITDA skor.	922	960	1 045	1 172	1 248
marża EBITDA	5,7%	5,5%	5,6%	5,8%	5,8%
EBIT skor.	577	588	643	737	783
Zysk netto skor.	386	401	533	540	575
P/E skor.	24,9	24,0	18,0	17,8	16,7
P/BV	5,4	5,4	4,9	4,5	4,1
EV/EBITDA skor.	10,5	10,4	9,5	8,4	7,8
DPS	0,69	0,64	0,34	0,32	0,34
DYield	4,5%	4,2%	2,2%	2,1%	2,2%
Zmiana prognoz		2020P	2021P	2022P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Biedronka (s/mkw. r/r)		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	
Pingo Doce (s/mkw. r/r)		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	
Recheio (s/mkw. r/r)		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	

Wyniki i przepływy operacyjne (bez MSSF 16)

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

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln EUR)	2017	2018	2019	2020P	2021P
MBNS	21,2%	21,7%	22,0%	22,1%	22,1%
narzut SG&A	17,6%	18,2%	18,5%	18,4%	18,4%
Biedronka (s/mkw. r/r)	9,0%	1,0%	3,5%	2,7%	0,3%
Pingo Doce (s/mkw. r/r)	0,5%	3,2%	1,9%	1,5%	1,9%
Recheio (s/mkw. r/r)	5,7%	2,8%	2,1%	0,7%	-2,5%
Dług netto*	-144	93	87	-20	-130
Dług netto/EBITDA (x)*	-0,2	0,1	0,1	0,0	-0,1

*bez MSSF 16

Analiza porównawcza

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

Model DCF (bez MSSF 16)

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

LPP**trzymaj (obniżona)**

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Na początku maja spółka opublikuje wstępne wyniki za okres od lutego do kwietnia 2020 (1Q'2020/21), w którym uwzględnione będą rezultaty dwóch miesięcy z istotnie ograniczoną działalnością sklepów stacjonarnych. Pod koniec kwietnia kurs spółki pozytywnie zareagował na zapowiedź premiery dotyczącą otwarcie galerii handlowych od 4 maja 2020. Grupa LPP poinformowała o wypowiedzeniu umów najmu na 29,5% powierzchni sklepowej w Polsce oraz o renegocjacji warunków najmu. Zarząd spółki zaznaczył, że bez renegocjacji umów nie będzie otwierał sklepów od 4 maja. LPP oczekuje spadku sprzedaży w pierwszym miesiącu po otwarciu o 50-70% r/r. Na telekonferencji zarząd LPP informował o trzycyfrowej dynamice sprzedaży w kanale internetowym w kwietniu. Naszym zdaniem potencjalne otwarcie sklepów we wcześniejszym terminie może się na szybszą odbudowę odwiedzalności w sklepach. Niemniej zwracamy uwagę na wysoką niepewność dotyczącą skali odbudowy sprzedaży w kolejnych miesiącach oraz potencjalnych korzyści z renegocjacji umów najmu. W naszej ostatniej rekomendacji przedstawiliśmy oprócz scenariusza bazowego scenariusze pesymistyczny i optymistyczny. Naszym zdaniem rynek obecnie rozgrywa założenia bardziej zbliżone do naszego scenariusza optymistycznego, jednak biorąc pod uwagę ryzyka może to być zbyt wczesny moment. Biorąc pod uwagę bardzo wysoką zmienność ceny akcji oraz utrzymującą się wysoką niepewność dotyczącą przyszłych wyników spółki, obniżamy naszą rekomendację po wzrostach ceny akcji LPP z kupuj do trzymaj.

Cena bieżąca

6 075,00 PLN

potencjał zmiany**Cena docelowa**

5 800,00 PLN

-4,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	5 800,00 PLN	2020-05-05	
poprzednia	kupuj	5 800,00 PLN	2020-03-24	
Podstawowe dane			LPP PW	vs. WIG
Ticker	LPP PW	Zmiana 1M	+26,9%	+18,5%
ISIN	PLLPP0000011	Zmiana YTD	-31,1%	-9,0%
Liczba akcji (mln)	1,9	Średni obrót 1M	23,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	11 253,5	Średni obrót 6M	20,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	10 791,3	EV/EBITDA 12M fwd	10,1	-21,1%
Free float	69,5%	EV/EBITDA 5Y avg	12,8	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przychody	7 029	8 047	9 123	7 498	10 518
EBITDA skor.	872	1 106	1 312	292	1 137
marża EBITDA	12,4%	13,7%	14,4%	3,9%	10,8%
EBIT skor.	578	757	905	-187	605
Zysk netto skor.	441	505	567	-192	483
P/E skor.	25,5	22,3	19,8	-	23,3
P/BV	4,6	3,9	3,4	3,6	3,2
EV/EBITDA skor.	12,5	9,5	8,2	39,4	10,4
DPS	35,71	39,96	59,97	0,00	0,00
DYield	0,6%	0,7%	1,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz					
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Sprzedaż det/mkw.			0,0%	0,0%	0,0%
SG&A/mkw.			0,0%	0,0%	0,0%
Powierzchnia			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Sprzedaż/mkw (Reserved)	513	497	333	445	468
Sprzedaż/mkw (Cropp)	723	730	498	623	655
Sprzedaż/mkw (House)	681	721	492	616	648
Sprzedaż/mkw (Mohito)	616	618	414	526	558
Sprzedaż/mkw (Sinsay)	713	744	506	634	656
Przepływy oper.	1 212	1 394	878	1 592	1 986
D&A	349	405	478	532	613
Dodatkowy D&A (MSSF 16)	0	596	651	720	797
Kapitał obrotowy	125	134	-30	-108	-84
Przepływy inw.	-704	-770	-926	-1 226	-714
Przepływy fin.	21	-945	-578	-389	-1 104
Dywidenda/buyback	73	110	0	0	134
FCF	-47	262	-664	-317	513
FCF/EBITDA	-4%	20%	-228%	-28%	35%
CFO/EBITDA	110%	74%	89%	84%	85%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	19	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Sprzedaż det/mkw.	575	389	508	535	531	524	524	524	526	526	526
SG&A/mkw.	277	250	274	282	278	278	277	278	282	285	285
Powierzchnia	1 252	1 356	1 517	1 693	1 854	1 982	2 104	2 209	2 320	2 420	2 420
Przychody	9 123	7 498	10 518	12 418	13 717	14 743	15 793	16 780	17 850	18 874	18 874
EBITDA	1 312	292	1 137	1 485	1 656	1 764	1 911	2 047	2 138	2 334	2 334
marża EBITDA	14,4%	3,9%	10,8%	12,0%	12,1%	12,0%	12,1%	12,2%	12,0%	12,4%	12,4%
EBIT	905	-187	605	872	1 036	1 150	1 291	1 411	1 475	1 579	1 579
Podatek	320	0	121	174	207	230	258	282	295	316	316
CAPEX	-862	-926	-1 226	-714	-589	-656	-730	-809	-894	-755	-755
Kapitał obrotowy	134	-30	-108	-84	-57	-11	-44	-42	-45	-302	-302
FCF	262	-664	-317	513	802	867	879	915	905	961	985
PV FCF	262	-624	-276	412	595	593	555	533	486	476	
WACC	8,3%	8,4%	8,2%	8,2%	8,3%	8,3%	8,4%	8,4%	8,4%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2021P
Powierzchnia (Reserved)	617	672	686	706	727
Powierzchnia (Cropp)	134	151	168	187	207
Powierzchnia (House)	116	130	148	164	183
Powierzchnia (Mohito)	109	114	115	119	128
Powierzchnia (Sinsay)	103	175	232	333	440
MBNS	54,7%	53,4%	51,0%	51,8%	51,9%
Dług netto/EBITDA (x)	-0,7	-0,4	0,8	0,5	0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19	20P	21P	19	20P	21P
Minimum	13,8	13,6	12,2	6,7	6,6	5,9
Maksimum	18,3	16,7	17,7	11,3	8,0	8,5
Mediana	16,0	15,1	15,0	9,0	7,3	7,2
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdyskontowana wartość FCF	11 141
Dług netto	-632
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	6 400

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	4 000
DCF	50%	6 400
Cena wynikowa		5 440
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		5 800

VRG

trzymaj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Zamknięcie galerii handlowych istotnie powinno przełożyć się na wyniki Grupy VRG w 1-2Q'20. Wpływ zamknięcia sklepów przez cały miesiąc będzie widoczny w wynikach sprzedażowych, które zostaną opublikowane na początku maja. Kurs VRG istotnie odbił po informacji o otwarciu galerii handlowych od 4 maja 2020. Naszym zdaniem pomoże to spółce na stopniową odbudowę sprzedaży w sieci stacjonarnej. Niemniej zwracamy uwagę na ryzyka związane z pogorszeniem się sytuacji konsumenta w kolejnych miesiącach oraz potencjalne zwiększenie aktywności promocyjnej w sektorze. Jednocześnie uważamy, że oferta marek z Grupy VRG może charakteryzować się dłuższym okresem odbudowy sprzedaży w przypadku pogorszenia się sytuacji konsumenta. W naszej ostatniej rekomendacji oprócz scenariusza bazowego przedstawiliśmy scenariusze optymistyczny i pesymistyczny. Wzrost ceny akcji VRG pod koniec kwietnia wskazuje, że inwestorzy dyskontują założenia zbliżone do scenariusza optymistycznego, co w naszej ocenie może być zbyt wczesny moment zważywszy na potencjalne ryzyka związane z przyszłymi wynikami spółki. Biorąc pod uwagę bardzo wysoką zmienność ceny akcji oraz utrzymującą się wysoką niepewność dotyczącą przyszłych wyników spółki, nie zmieniamy naszej rekomendacji.

Cena bieżąca
Cena docelowa

2,68 PLN **potencjał zmiany**
2,00 PLN **-25,4%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	2,00 PLN	2020-04-06

Podstawowe dane		VRG PW	vs. WIG
Ticker	VRG PW	Zmiana 1M	+38,1% +29,7%
ISIN	PLVSTLA00011	Zmiana YTD	-33,7% -11,5%
Liczba akcji (mln)	234,5	Średni obrót 1M	1,1 mln PLN
MC (mln PLN)	628,3	Średni obrót 6M	0,8 mln PLN
EV (mln PLN)	694,5	EV/EBITDA 12M fwd	5,2 -37,0%
Free float	46,5%	EV/EBITDA 5Y avg	8,3 dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przychody	689	806	1 068	740	974
EBITDA skor.	78	89	111	-15	47
marża EBITDA	11,4%	11,1%	10,4%	-2,1%	4,8%
EBIT	63	72	87	-37	26
Zysk netto	43	54	64	-62	5
P/E	10,8	11,7	9,8	-	117,3
P/BV	0,9	0,8	0,7	0,8	0,8
EV/EBITDA skor.	7,2	7,7	6,3	-	14,3
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz		2020P	2021P	2022P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
MBNS		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	
Sprzedaż det/mkw.		0,0%	0,0%	0,0%	
SG&A/mkw.		0,0%	0,0%	0,0%	

Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Segment odzieżowy (S)	483	692	457	607	704
Segment odzieżowy (EBIT)	33	43	-37	5	37
Segment jubilerski (S)	323	376	283	367	384
Segment jubilerski (EBIT)	39,4	44,5	-0,5	25,9	34,8
MBNS	51,2%	52,1%	49,0%	50,3%	50,6%
Przepływy oper.	54	109	80	148	94
D&A	17	24	22	20	21
Dodatkowy D&A (MSSF 16)		87	85	86	90
Kapitał obrotowy	-21	-75	35	36	-59
Przepływy inw.	-19	-17	-14	-20	-22
Przepływy fin.	-18	-100	10	-128	-117
Kredyty/pozyczki	8	-5	95	-42	-28
FCF	37	-6	5	59	-5
FCF/EBITDA	41%	-6%	-35%	125%	-6%
CFO/EBITDA	60%	19%	32%	132%	5%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Sprzedaż det/mkw.	1 169	1 575	1 708	1 706	1 721	1 729	1 742	1 756	1 771	1 786	1 786
SG&A/mkw.	630	747	757	765	773	778	786	794	801	809	809
Powierzchnia	51	52	54	56	57	57	58	59	59	60	60
Przychody	740	974	1 088	1 125	1 159	1 182	1 206	1 230	1 256	1 282	1 308
EBITDA	-15	47	88	89	90	91	91	91	91	92	94
marża EBITDA	-2,1%	4,8%	8,1%	7,9%	7,8%	7,7%	7,5%	7,4%	7,3%	7,2%	7,2%
EBIT	-37	26	67	68	69	69	69	70	70	72	73
Podatek	1	5	13	13	13	13	13	13	13	14	14
CAPEX	14	20	22	22	21	21	21	21	20	20	21
Kapitał obrotowy	35	36	-59	-19	-3	-3	-3	-3	-4	-5	-5
FCF	5	59	-5	35	52	53	54	54	54	53	54
PV FCF	5	50	-4	25	35	32	30	28	26	23	
WACC	9,5%	9,2%	8,8%	8,8%	9,1%	9,0%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2020P	2020P
Sprz./mkw. (odzieżowy)	1 318	1 049	603	869	978
Sprz./mkw. (jubilerski)	2 540	2 689	1 929	2 505	2 564
SG&A/mkw. (odzieżowy)	420	598	526	607	611
SG&A/mkw. (jubilerski)	1 118	1 216	1 106	1 240	1 239
Środki pieniężne	34	25	102	102	57
Dług netto	63	66	85	42	59
Dług netto/EBITDA (x)	0,7	0,6	-5,6	0,9	0,7

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	5,4	4,8	3,9	4,7	3,7	3,3
Maksimum	28,0	66,7	27,3	15,6	21,9	15,8
Mediana	11,3	8,6	7,1	6,6	5,7	4,4
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana wartość FCF	619
Dług netto	66
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	2,36

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	1,10
DCF	50%	2,36
Cena wynikowa		1,85
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		2,00

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 ekwiwalenty**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 rozpowszechnią ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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

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

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

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

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

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

Sporządzanie nowych rekomendacji zakończyło się 5 maja 2020 o godzinie 8:40.

Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 5 maja 2020 o godzinie 8:40.

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, Energoaparatúra, 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, NWA! Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pfeiderer Group, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primetech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawplug, 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, NWA! Dom Maklerski, Pfeiderer 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.

Wynagrodzenie 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 Shenhua, LW Bogdanka, Natural Resource Partners, Peabody Energy, Rio Tinto, Semirara Mining and Power, Shaanxi Heima, Shanxi Xishan Coal & Elec, Shougang Fushan Resources, Stanmore Coal, Teck Resources, Terracom, Walter Energy, Warrior Met Coal, Yanzhou Coal Mining
Kernel	ADM, Andersnons, Astarta, Avangard, Bunge, China Agri Industries, Felda Global, Golden Agri Resources, GrainCorp, IMC, MHP, Milkiland, Nissin Oillio Group, Ovostar, Wilmar
Kęty	Alcoa, Alumetal, Amag, Amcor, Bemis, Century Aluminium, China Hongoiao, Constelium, Fuji Seal, Kaiser Aluminium, Mercor, Midas Holdings, Nippon Light Metal, Norsk Hydro, UACJ, United CO Rusal
KGHM	Anglo American, Antofagasta, BHP Billiton, Boliden, First Quantum Minerals, Freeport-McMoRan, Grupo Mexico, KAZ Minerals, Hudbay, Lundin, MMC Norilsk Nickel, OZ Minerals, Rio Tinto, Sandfire Resources, Southern Copper, Vedanta Resources
Kruk	Arrow Global, Collection House, Credit Corp, Encore Capital, Intrum, PRA Group
Lotos, MOL	Aker BP, Bashneft, BP, ENI, Gazpromneft, Hellenic, Lotos, Lukoil, MOL, Motor Oil, Neste, OMV, OMV Petrom, PKN, Repsol, Rosneft, Saras, Shell, Statoil, Total, Tullow Oil, Tupras
LPP	CCC, H&M, Hugo Boss, Inditex, Marks & Spencer, Next, Tom Tailor
Netia	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Mobile Telesystems, O2 Czech, Orange, Orange Polska, Rostelecom, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
Orange Polska	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Mobile Telesystems, Netia, O2 Czech, Orange, Rostelecom, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
PGNiG	A2A, BP, Centrica, Enagas, Endesa, Enea, Energa, Engie, ENI, EON, Galp Energia, Gas Natural, Gazprom, Hera, MOL, Novatek, OMV, Red Electrica, Romgaz, RWE, Shell, Snam, Statoil, Total
PKN Orlen	Braskem, Dow Chemical, Eastman, Formosa Plastics, Hellenic Petroleum, Huntsman, Lotos, Lotte, Lyondellbasell, Mitsubishi, Mitsui Chemicals, MOL, Motor Oil, Neste, OMV, OMV Petrom, Petronas, Saras, Tupras, Westlake Chemical
PKP Cargo	Aurizon Holdings, Canadian National Railway, Canadian Pacific Railway, Center for Cargo Container, China Railway Group, China Railway Tielong Container Logistics, CSX Corp, Daqin Railway, Global Ports Holding, Globaltrans Investment, Hamburger Hafen und Logistik, Hub Group, Kansas City Southern, Kuehne + Nagel International, Log-In Logistica Intermodal, Nikkon Holdings, Norfolk Southern Corp, Rumo, Tidewater Midstream, Union Pacific Corp
Play	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Netia, O2 Czech, Orange, Orange Belgium, Orange Polska, TalkTalk, Tele2, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vimpel, Vodafone Group
Skarbiec Holding	Affiliated Managers, AllianceBernstein, Ashmore Group, Blackrock, Brewin Dolphin, Eaton Vance Mgmt, Franklin Resources, GAM Holding, Invesco, Investec, Janus Henderson, Jupiter AM, Legg Mason, Liontrust AM, Och-Ziff Capital Mgmt., Schroders, Standard Life, T Rowe Price
Stelmet	AFG Arbonia, Canfor, Century Plyboards, Deceuninck, Duratex, Forte, Greenply Industries, Interfor, Inwido, Louisiana Pacific, Nobia, Pflaiderer, Rayonier, Uzin UTZ, Vanachai Group, Vilmarin, West Fraser
Ten Square Games	Nexon, NetEase, IGG, Gree, NHN, Naver, Koei, Wuhu, Tencent, Zynga
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	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-05-05	2020-02-05	2019-12-05	2019-11-06	2019-05-20
cena docelowa (PLN)	422,00	439,00	454,00	483,00	518,00
kurs z dnia rekomendacji	408,50	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	akumuluj	kupuj
data wydania	2020-04-15	2019-10-30
cena docelowa (PLN)	8,60	17,00
kurs z dnia rekomendacji	7,74	9,50

Aiileron

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2020-05-05	2020-02-28	2019-10-31	2019-06-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	6,26	6,34	7,16	8,40

Alior Bank

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-04-16	2020-03-30	2020-02-21	2019-11-06	2019-07-03	2019-06-03
cena docelowa (PLN)	21,00	24,72	30,50	31,00	72,30	77,00
kurs z dnia rekomendacji	16,45	13,00	26,62	29,34	51,10	52,80

Alumetal

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

Amica

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

AmRest

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

Apator

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

Asseco BS

rekomendacja	równoważ	równoważ	przeważaj	równoważ
data wydania	2020-05-05	2020-04-23	2020-01-30	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	35,80	35,80	32,60	27,60

Asseco Poland

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2020-05-05	2019-12-05	2019-06-03
cena docelowa (PLN)	63,90	59,20	50,80
kurs z dnia rekomendacji	64,70	57,35	51,10

Asseco SEE

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2020-05-05	2020-02-28	2019-12-05	2019-10-10
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	31,40	28,80	25,60	19,40

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
data wydania	2020-04-02	2020-02-05	2019-12-05	2019-07-03	2019-06-06
cena docelowa (PLN)	-	44,28	44,90	41,89	43,16
kurs z dnia rekomendacji	24,40	39,80	37,20	36,60	39,10

Atende

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2020-05-05	2019-12-05	2019-10-31
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	2,94	3,06	3,14

Boryszew

rekomendacja	niedoważaj	niedoważaj	równoważ	równoważ	niedoważaj	niedoważaj
data wydania	2020-04-01	2020-01-30	2019-12-05	2019-10-30	2019-09-20	2019-07-26
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,74	4,54	4,09	4,29	4,54	4,49

CCC

rekomendacja	zawieszona	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2020-03-19	2020-02-21	2019-12-05	2019-11-06	2019-09-05	2019-06-06
cena docelowa (PLN)	-	135,00	157,00	160,00	161,00	161,00
kurs z dnia rekomendacji	24,98	94,00	108,10	112,20	131,90	153,80

CD Projekt

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2020-05-05	2020-02-05	2019-12-05	2019-11-06	2019-09-05	2019-05-09
cena docelowa (PLN)	342,50	284,20	281,30	276,40	272,50	237,50
kurs z dnia rekomendacji	357,90	305,00	260,30	255,20	251,30	215,00

CEZ

rekomendacja	akumuluj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2020-05-05	2020-02-20	2019-12-05	2019-06-25
cena docelowa (CZK)	527,86	592,91	597,80	597,80
kurs z dnia rekomendacji	451,00	503,00	502,00	544,00

Ciech

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-04-14	2020-02-13	2019-12-05	2019-09-05	2019-07-03	2019-06-03	2019-05-09
cena docelowa (PLN)	45,14	47,46	44,41	42,03	41,72	55,00	68,11
kurs z dnia rekomendacji	31,80	39,40	36,40	34,00	41,60	42,65	44,85

Cognor

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	przeważaj	równoważ
data wydania	2020-04-22	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)	0,94	1,25	1,25	1,55	2,00	1,84	1,79	1,79	-	-
kurs z dnia rekomendacji	0,95	1,20	1,17	1,52	1,65	1,75	1,77	1,64	1,60	1,59

Comarch

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

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	redukuj	trzymaj	redukuj	akumuluj	trzymaj	sprzedaż	sprzedaż
data wydania	2020-05-05	2020-03-04	2020-02-05	2019-11-25	2019-08-23	2019-08-13	2019-08-02
cena docelowa (PLN)	151,60	152,30	149,70	148,60	149,20	111,20	112,70
kurs z dnia rekomendacji	173,70	155,00	164,70	134,00	149,60	135,90	143,80

Dom Development

rekomendacja	zawieszona	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2020-04-02	2019-12-05	2019-09-05	2019-07-03	2019-06-06
cena docelowa (PLN)	-	88,92	81,10	79,80	82,65
kurs z dnia rekomendacji	68,40	93,00	84,00	77,40	82,00

Enea

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

Energa

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

Ergis

rekomendacja	zawieszona	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2019-12-05	2019-10-30	2019-08-30	2019-05-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,84	3,20	2,48	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	trzymaj	redukuj	sprzedaż	redukuj	trzymaj	redukuj	redukuj
data wydania	2020-05-05	2020-02-05	2019-11-25	2019-11-06	2019-09-05	2019-08-02	2019-06-03	2019-05-09
cena docelowa (PLN)	20,50	19,80	19,80	18,10	18,10	18,10	18,10	18,90
kurs z dnia rekomendacji	21,10	19,94	22,22	23,80	20,62	18,60	19,31	21,00

Famur

rekomendacja	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-04-30	2020-03-04	2019-12-05	2019-08-07	2019-08-02	2019-07-03	2019-06-03	2019-05-09
cena docelowa (PLN)	2,20	4,58	5,18	5,33	6,71	6,96	6,67	6,90
kurs z dnia rekomendacji	2,08	2,73	2,98	4,42	4,47	5,24	4,85	4,82

Forte

rekomendacja	niedoważaj	niedoważaj	niedoważaj	równoważ	równoważ
data wydania	2020-04-01	2020-03-20	2020-01-30	2019-12-05	2019-09-20
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	11,20	11,80	32,30	28,15	23,25

GPW

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

Grupa Azoty

rekomendacja	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj
data wydania	2020-04-17	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)	28,42	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	28,00	22,24	27,50	26,10	30,00	36,58	31,18	39,98	42,30	42,10	39,86	35,92	

Handlowy

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-04-16	2020-03-30	2020-02-27	2019-12-05	2019-07-03	2019-06-03	2019-05-21	2019-05-09
cena docelowa (PLN)	39,86	45,66	63,46	57,44	59,45	61,00	61,00	65,50
kurs z dnia rekomendacji	39,50	44,00	55,90	51,70	53,60	53,70	52,40	52,80

Impexmetal

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

ING BSK

rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	redukuj
data wydania	2020-04-16	2020-03-30	2020-02-04	2019-12-05	2019-10-07	2019-09-05	2019-08-02	2019-07-03
cena docelowa (PLN)	114,14	126,36	170,00	187,77	197,53	191,80	191,80	191,80
kurs z dnia rekomendacji	141,00	153,80	202,00	190,80	194,80	187,40	189,80	203,50

Jerónimo Martins

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

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

Kemel

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	trzymaj	redukuj
data wydania	2020-04-07	2020-03-04	2019-12-05	2019-11-06	2019-10-07	2019-09-05	2019-07-03	2019-06-03
cena docelowa (PLN)	335,96	360,29	335,44	333,45	298,64	327,11	345,32	326,37
kurs z dnia rekomendacji	339,00	381,00	338,50	313,50	283,00	310,00	337,00	347,50

KGHM

rekomendacja	sprzedaj	redukuj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2020-05-05	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
cena docelowa (PLN)	46,83	46,83	76,92	86,33	85,54	96,13	96,14	90,12	77,51	80,38	98,35	91,71
kurs z dnia rekomendacji	74,00	54,64	77,82	96,44	88,66	96,70	91,64	79,92	74,90	87,78	101,70	95,00

Komerční 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
data wydania	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	210,31
kurs z dnia rekomendacji	150,90

Kruszwica

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

Lotos

rekomendacja	redukuj	trzymaj	redukuj	redukuj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2020-04-07	2020-03-04	2020-02-05	2019-12-05	2019-08-02	2019-06-03
cena docelowa (PLN)	59,22	67,19	68,47	77,80	72,31	65,95
kurs z dnia rekomendacji	65,10	61,06	76,78	85,20	88,66	87,82

LPP

rekomendacja	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2020-05-05	2020-03-24	2020-02-05	2019-12-05	2019-10-07	2019-09-05	2019-07-03	2019-06-03
cena docelowa (PLN)	5 800,00	5 800,00	10 100,00	10 100,00	8 500,00	8 500,00	8 500,00	8 300,00
kurs z dnia rekomendacji	6 075,00	4 902,00	8 610,00	8 575,00	7 950,00	7 280,00	7 745,00	7 335,00

Mangata

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

Millennium

rekomendacja	trzymaj	kupuj	trzymaj	redukuj	trzymaj	sprzedaj	redukuj	kupuj
data wydania	2020-04-16	2020-03-30	2020-03-04	2020-02-05	2019-12-05	2019-11-06	2019-10-07	2019-08-02
cena docelowa (PLN)	3,38	4,06	5,47	5,47	5,47	5,18	5,18	10,00
kurs z dnia rekomendacji	3,28	3,30	5,06	5,91	5,49	6,40	5,48	7,51

MOL

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	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
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
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

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	akumuluj	trzymaj
data wydania	2020-05-05	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	4,40	4,70
kurs z dnia rekomendacji	3,91	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
data wydania	2019-12-05	2019-11-06	2019-08-28	2019-08-02	2019-07-03
cena docelowa (HUF)	14 681,00	14 681,00	14 681,00	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

PBKM

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

Pekao

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2020-04-16	2020-03-30	2019-12-05	2019-08-02	2019-07-03	2019-05-30
cena docelowa (PLN)	77,70	83,51	115,20	119,75	121,00	121,00
kurs z dnia rekomendacji	54,30	55,32	96,34	99,88	112,95	103,75

Pfleiderer Group

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

PGE

rekomendacja	zawieszona	zawieszona	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-04-27	2020-02-27	2019-10-24	2019-06-25	2019-06-03	2019-05-09
cena docelowa (PLN)	-	-	12,20	13,26	13,39	13,38
kurs z dnia rekomendacji	4,05	5,15	8,42	9,00	9,23	8,61

PGNIG

rekomendacja	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2020-04-07	2020-03-23	2020-03-04	2020-01-28	2019-11-06	2019-09-05	2019-08-02	2019-05-28
cena docelowa (PLN)	4,44	3,24	3,88	4,06	5,64	6,33	6,33	6,47
kurs z dnia rekomendacji	3,48	3,14	3,20	3,86	5,07	4,49	5,62	5,58

PKN Orlen

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj	redukuj	trzymaj	redukuj	trzymaj	sprzedaj
data wydania	2020-05-05	2020-03-23	2020-03-04	2020-02-03	2019-12-05	2019-11-14	2019-08-01	2019-06-03
cena docelowa (PLN)	58,61	58,61	66,70	68,03	94,17	94,17	92,82	80,01
kurs z dnia rekomendacji	59,52	52,58	62,26	75,66	88,50	102,45	97,36	96,78

PKO BP

rekomendacja	akumuluj	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2020-04-16	2020-03-30	2020-03-04	2020-02-05	2019-12-05	2019-08-02	2019-06-26	2019-05-09
cena docelowa (PLN)	24,85	26,90	39,69	39,69	39,50	47,17	47,17	40,92
kurs z dnia rekomendacji	22,14	22,75	33,10	36,00	34,99	39,34	42,20	37,78

PKP Cargo

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	redukuj	redukuj	redukuj
data wydania	2020-05-05	2020-02-26	2020-02-05	2019-12-05	2019-11-26
cena docelowa (PLN)	12,37	13,89	16,40	18,13	20,44
kurs z dnia rekomendacji	11,46	13,66	17,50	20,00	22,40

Play

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	kupuj	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
cena docelowa (PLN)	33,50	36,00	36,00	33,10	34,20	34,20	29,00	29,00	25,25
kurs z dnia rekomendacji	29,04	34,80	31,30	27,16	33,34	31,22	33,34	25,08	24,42

Pozbud

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

PZU

rekomendacja	kupuj	kupuj	trzymaj	akumuluj	kupuj	trzymaj
data wydania	2020-04-28	2020-03-04	2020-02-05	2019-12-05	2019-09-05	2019-07-03
cena docelowa (PLN)	35,93	41,91	41,91	41,91	43,38	43,38
kurs z dnia rekomendacji	29,92	36,31	40,54	36,47	36,59	44,35

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	kupuj	trzymaj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	redukuj	trzymaj
data wydania	2020-04-16	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)	194,52	229,52	287,90	265,50	276,55	276,55	337,00	337,00	377,27
kurs z dnia rekomendacji	160,70	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
data wydania	2019-12-05	2019-10-07	2019-09-20	2019-05-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	15,60	16,30	15,90	15,40

Tauron

rekomendacja	zawieszona	zawieszona	kupuj	kupuj
data wydania	2020-05-05	2020-02-27	2019-11-06	2019-06-25
cena docelowa (PLN)	-	-	2,45	2,52
kurs z dnia rekomendacji	1,14	1,22	1,73	1,57

Ten Square Games

rekomendacja	trzymaj	kupuj
data wydania	2020-05-05	2020-04-23
cena docelowa (PLN)	462,00	462,00
kurs z dnia rekomendacji	450,00	371,00

TIM

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

VRG

rekomendacja	trzymaj	kupuj	akumuluj	kupuj	przeważaj
data wydania	2020-04-06	2020-02-05	2019-12-02	2019-07-26	2019-05-29
cena docelowa (PLN)	2,00	4,50	4,50	5,20	-
kurs z dnia rekomendacji	1,94	3,93	3,94	4,20	3,90

Wirtualna Polska

rekomendacja	redukuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2020-04-20	2020-02-05	2019-12-05	2019-07-03
cena docelowa (PLN)	63,10	79,70	70,00	61,50
kurs z dnia rekomendacji	67,80	82,20	68,20	61,20



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

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

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

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

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

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