

środa, 3 czerwca 2020 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: czerwiec 2020

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

Rynki ignorują złe informacje, koncentrują się na poprawiających się danych z bardzo niskiej bazy poprzedniego miesiąca, a FED przekonał inwestorów, że premia za ryzyko jest bliska 0%. W najbliższych tygodniach trudno znaleźć nowe negatywne informacje, które mogłyby odwrócić taki obraz rynku.

Ze spółek

Finanse

Uważamy, że kolejne cięcie stóp procentowych z pewnością wywoła falę obniżek prognoz, ale również zwracamy uwagę, że korekta może być zaskakująco niska ze względu na bardzo dobry 1Q'20 po stronie przychodowej sektora. Biorąc pod uwagę oba czynniki nasze prognozy dla polskich banków zostały obniżone o zaledwie 7-11% na kolejne 3 lata. Dodatkowo widzimy także coraz lepsze perspektywy dla spółek finansowych w Polsce. Szeroka pomoc płynąca w całej UE będzie wspierać klientów Kruka, zaś odpis Alior Banku w PZU powoli wyczerpuje negatywne niespodzianki ubezpieczyciela na ten rok.

Chemia

Spółki chemiczne w 2Q'20 odczuwają spowolnienie w segmentach wrażliwych na wahania koniunktury. Na wynikach 1Q'20 pozytywnie zaskoczyła Grupa Azoty, z kolei negatywnie Ciech. Obecnie neutralne podchodzimy do obu.

Surowce

Spółki surowcowe negatywnie zaskoczyły na wynikach 1Q'20, a kolejny kwartał również zapowiada się słabszy r/r. Dodatkowo spółkom z branży (ATT, JSW, STP) nie sprzyja umocnienie PLN do USD.

Paliwa

Dramatyczne odczyty marż modelowych w rafinerii, wraz z widocznym pogorszeniem rentowności w petrochemii będą wywierają presję na spółki z obszaru downstream. Alternatywą nadal pozostaje PGNiG.

Energetyka

Globalna rotacja growth/value poprawia sentyment do polskiej energetyki, szczególnie, że wypowiedzi prezesa PGE (pomysł wydzielenia aktywów węglowych) sugerują strukturalną zmianę myślenia w sektorze.

Telekomunikacja, media, IT

W telekomunikacji naszym faworytem jest PLY, pozytywne podejście mamy do OPL i NET. W mediach kluczową negatywną rekomendacją jest WPL, gdzie widoczne jest istotne pogorszenie się trendów wynikowych już w 1Q'20. Mocny bilans oraz pewne opóźnienie we wpływie COVID-19 na wyniki powinny wspierać sentyment do sektora IT. Top pickiem pozostaje ASE.

Gaming

Kursy spółek z segmentu gier wideo kontynuowały wzrosty w maju. Nadal widzimy potencjał do wzrostu w Ten Square Games. Notowania CD Projekt mogą być wspierane przez oczekiwaną intensyfikację działań marketingowych dla Cyberpunk 2077 w czerwcu.

Przemysł

Spółki przemysłowe pozytywnie zaskoczyły na wynikach 1Q'20 (dotychczas 50% lepiej od oczekiwań). Wyzwaniem jest 2Q'20, który według nas w wielu spółkach wypadnie bardzo słabo (AML, AMC, BRS, FMF, FTE, MGT, STL, PKP). Top pickami są: AST, KSW, STL, TIM; a negatywnie oceniamy BRS.

Handel

Kursy spółek z sektora odzieżowego i obuwniczego odbiły w maju pod oczekiwania dalszego luzowania restrykcji. Spółki z tego sektora powinny najmocniej odczuć wpływ COVID-19 na wyniki w 2Q'20. Po korekcie na kursach spółek z sektora spożywczego preferowalibyśmy EUR.

Kluczowe rekomendacje

Pozytywne: ASE, AST, CEZ, EBS, EUR, KSW, NET, PEO, PGN, PLY, PZU, STL, TEN, TIM

Negatywne: BRS, DNP, ING, JSW, KGH, WPL

Indeksy	Kurs bieżący	1M	YTD
WIG	48 879	+6,0 %	-15 %
ATX	2 309	+3,8 %	-27 %
BUX	35 967	+2,2 %	-22 %
PX	922	+6,3 %	-16 %

Indeksy sektorowe WIG	1M	YTD	
WIG20	1 736	+5,3 %	-19 %
mWIG40	3 479	+6,2 %	-11 %
sWIG80	12 794	+10,2 %	+7 %
Banki	3 997	+1,2 %	-41 %
Budownictwo	2 720	+17,0 %	+19 %
Chemia	9 050	+15,1 %	+8 %
Energia	1 614	+20,1 %	-18 %
Gaming	30 082	+12,7 %	+61 %
Górnictwo	2 802	+15,3 %	-9 %
Informatyka	3 390	+7,6 %	+20 %
Media	5 315	+10,2 %	-1 %
Odzież	4 143	+6,5 %	-27 %
Paliwa	5 278	+7,9 %	-19 %
Spożywczy	3 167	+8,9 %	+1 %
Telekomunikacja	808	-2,9 %	-8 %

Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
11 bit studios	trzymaj ▶	476,00 PLN ▲
Agora	trzymaj ▼	8,60 PLN ▶
Alior Bank	trzymaj ▼	14,98 PLN ▼
Asseco Poland	trzymaj ▶	71,40 PLN ▲
CD Projekt	trzymaj ▶	388,10 PLN ▲
CEZ	akumuluj ▶	514,80 CZK ▼
Dino	redukuj ▶	155,60 PLN ▲
Energa	zawieszona ▶	-
Eurocash	akumuluj ▲	19,90 PLN ▼
Handlowy	trzymaj ▶	37,64 PLN ▼
ING BSK	sprzedaj ▶	117,78 PLN ▲
Jeronimo Martins	trzymaj ▶	15,30 EUR ▼
Kernel	trzymaj ▶	44,58 PLN ▼
KGHM	sprzedaj ▶	62,94 PLN ▲
Lotos	trzymaj ▲	60,39 PLN ▲
LPP	trzymaj ▶	6900 PLN ▲
Millennium	kupuj ▲	3,72 PLN ▲
MOL	trzymaj ▶	2072,00 HUF ▲
Orange Polska	akumuluj ▼	6,90 PLN ▶
Pekao	kupuj ▶	68,90 PLN ▼
PGNiG	kupuj ▶	4,91 PLN ▲
PKN Orlen	trzymaj ▶	66,85 PLN ▲
PKO BP	trzymaj ▼	22,58 PLN ▼
Santander BP	akumuluj ▼	179,37 PLN ▼
Skarbiec Holding	akumuluj ▼	21,20 PLN ▶
Ten Square G	kupuj ▲	592,00 PLN ▶
VRG	trzymaj ▶	2,43 PLN ▲

Spis treści

1. Rynek akcji	3
2. Sektory	6
3. Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu	10
4. Zaskoczenia na wynikach spółek w poszczególnych kwartałach	11
5. Prognozy i rekomendacje Biura maklerskiego mBanku na tle konsensusu	14
6. Aktualne rekomendacje Biura maklerskiego mBanku	15
7. Statystyki rekomendacji	16
8. Kalendarium wydarzeń	17
9. Makroekonomia	18
10. Finanse	20
10.1. Alior Bank	20
10.2. Handlowy	21
10.3. ING BSK	22
10.4. Millennium	23
10.5. Pekao	24
10.6. PKO BP	25
10.7. Santander Bank Polska	26
10.8. PZU	27
10.9. Skarbiec Holding	28
10.10. GPW	29
11. Chemia	30
11.1. Ciech	30
11.2. Grupa Azoty	31
12. Surowce	32
12.1. JSW	32
12.2. KGHM	33
13. Paliwa	34
13.1. Lotos	34
13.2. MOL	35
13.3. PGNiG	36
13.4. PKN Orlen	37
14. Energetyka	38
14.1. CEZ	38
14.2. Energa	39
14.3. PGE	40
14.4. Tauron	41
15. Telekomunikacja	42
15.1. Cyfrowy Polsat	42
15.2. Netia	43
15.3. Orange Polska	44
15.4. Play	45
16. Media	46
16.1. Agora	46
16.2. Wirtualna Polska	47
17. IT	48
17.1. Asseco Poland	48
17.2. Comarch	49
18. Gaming	50
18.1. 11 bit studios	50
18.2. CD Projekt	51
18.3. Ten Square Games	52
19. Przemysł, surowce	53
19.1. Cognor	53
19.2. Famur	54
19.3. Grupa Kęty	55
19.4. Kernel	56
19.5. PKP Cargo	57
19.6. Stelmet	58
20. Handel	59
20.1. Dino	59
20.2. Eurocash	60
20.3. Jeronimo Martins	61
20.4. LPP	62
20.5. VRG	63

Rynek akcji

Rynki zignorowały fatalne dane makro (szczególnie z amerykańskiego rynku pracy), słabsze od oczekiwań wyniki spółek (obniżenie konsensusu EPS na 2020 r. dla S&P500 z -20% do -22%), czy dalej narastające napięcie polityczne pomiędzy Chinami a USA i ich sojusznikami. Na inwestorach nie robią również wrażenia dane dotyczące COVID-19 (+125 tys. nowych przypadków 29.05 – nowy dzienny rekord, nowe przypadki w USA nadal powyżej 20 tys. dziennie). W tak złym otoczeniu S&P500 wzrósł w maju o kolejne 4,5% i jest tylko 11% poniżej historycznego szczytu z lutego br. Pomimo, że większość prognozowanych przez nas czynników ryzyka zmaterializowała się, niewłaściwie oceniliśmy siłę rynku akcji i wpływu na ten rynek płynności dostarczanej przez banki centralne. Inwestorzy koncentrują się raczej na kierunku zmian (pozytywne momentum), a nie na samym poziomie PKB czy EPS (wzrost z bardzo niskiej bazy kwietnia) i dodatkowo euforycznie reagują na każde doniesienia o postępach w wynalezieniu szczepionki – nawet jeśli te za chwilę są poddawane w wątpliwość. W czerwcu/lipcu powinna nastąpić skokowa poprawa na rynku pracy w USA związana z powrotem sektora usługowego – przede wszystkim rozrywki i restauracji. Skoro rynek „przetrawił” ostatnie miesiące, a FED przekonał inwestorów, że premia za ryzyko jest bliska 0%, obecnie trudno nam znaleźć inne negatywne czynniki (poza tymi o których wielokrotnie pisaliśmy), które miałyby na dłużej odwrócić ten trend. Biorąc to pod uwagę, podwyższamy alokację do neutralnej.

COVID-19 – przechodzi w zapomnienie?

Odkąd rządy podjęły decyzje o stopniowym otwieraniu gospodarek, dane o rozprzestrzenianiu się wirusa zeszły na drugi plan. Wyjątkiem są informacje dotyczące postępów w wynalezieniu szczepionki, na co inwestorzy reagują euforycznie – nawet jeśli ta sama informacja jest dyskontowana po raz kolejny.

Na świecie liczba zarażonych wzrosła w ciągu miesiąca o 3,0 mln do 6,3 mln osób. W USA liczba zachorowań osiągnęła wielkość 1,8 mln osób, z czego 106 tys. zmarło. Tym samym zrealizował się dolny przedział prognozy prezentowanej w marcu Kongresowi. Pomimo, że wskaźnik R obniżył się do 1,1 to USA nadal notują dziennie powyżej 20 tys. nowych chorych. Obecnie najszybszy wzrost zachorowań ma miejsce w Brazylii (+30 tys. dziennie), która przy relatywnie małej liczbie przeprowadzanych testów raportuje łącznie 515 tys. chorych.

Obecnie najważniejszą informacją ze sfery COVID-19 jest fakt, że otwieranie gospodarek w Europie nie powoduje zwiększania się liczby dziennych zachorowań. Utrzymuje się ona na zbliżonym poziomie do stanu sprzed łagodzenia restrykcji. Przy powszechnie widocznym rozprzeleniu społecznym i odejściu od zasad kwarantanny, najprawdopodobniej wiąże się to z typowym dla „zwykłej” grypy wygasaniem ognisk zapalnych w okresie letnim oraz skutecznym odizolowaniem potencjalnych źródeł zakażenia.

Według epidemiologów dopóki nie zostanie wynaleziona szczepionka i skuteczny lek na wirusa, nadal istnieje ryzyko drugiej fali zachorowań w okresie jesiennym. Ponieważ tym razem rządy nie dopuszczają do lockdownu epidemia mogłaby mieć inny (bardziej masowy) przebieg niż fala wiosenna. To oczywiście czynnik ryzyka, który może wpływać na rynki, ale dopiero za kilka miesięcy. O tym jak bardzo rynki bagatelizują epidemię, może świadczyć fakt umacniania się walut krajów obecnie najbardziej dotkniętych epidemią, ze szczególnym uwzględnieniem Brazylii (oceniliśmy, że będzie to istotny czynnik ryzyka dla rynków wschodzących).

Gospodarka odbudowuje się, ale w jakim tempie to pokażą najbliższe tygodnie

Stopniowe znoszenie ograniczeń pozwala gospodarkom stopniowo odbudowywać się, na co wskazują m.in. wskaźniki wyprzedzające. PMI dla przemysłu w strefie euro wzrósł z 33,4 do 39,5 pkt, a w usługach z rekordowo niskiego poziomu 12,0 do 28,7 pkt. W USA ISM dla przemysłu osiągnął wartość 43,1 pkt w stosunku do 41,5 pkt, a usługowy PMI zwiększył z 26,7 do 36,9 pkt. Wzrost nie zmienia faktu, że takie poziomy PMI nadal wskazują na kontrakcję gospodarek. Co oczywiste, najszybciej odreagowały wskaźniki w Chinach (50,7 pkt), ale jak wskazywaliśmy w poprzednim raporcie, naszym zdaniem tu skala zniszczeń COVIDowych była inna niż w krajach zachodnich. W Chinach już po miesiącu od zniesienia kwarantanny PMI powrócił w okolice 50 pkt (inaczej niż w Europie i USA). Na zakończonym właśnie corocznym zjeździe Partii, premier Chin podkreślił, że Chiny nie będą wtłaczały w gospodarkę tak ogromnej płynności jak zrobiły to USA czy Europa, co również może potwierdzać inne momentum azjatyckiej gospodarki (Chiny zapowiedziały limitowany pakiet pomocy dla małych i średnich firm, pomoc dla bezrobotnych i rozwój zachodniej części kraju).

Biorąc pod uwagę, że w kwietniu gospodarki europejska i amerykańska były „zamrożone”, a maj przyniósł stopniowe ich otwieranie, trudno byłoby zakładać, że w kolejnych miesiącach nie nastąpi poprawa danych makro. Inną kwestią jest to jak szybko wartość dodana powraca do poziomu sprzed epidemii i co wystarcza rynkom do podtrzymania dobrego sentymentu. Wzrost PMI w europejskich usługach z 12 do niespełna 29 pkt to ogromna poprawa, ale to nadal bardzo niski odczyt.

Nadal największą niewiadomą pozostaje amerykański rynek pracy i związany z tym poziom konsumpcji, jako kluczowy komponent wzrostu PKB. Dane majowe ze spadkiem zatrudnienia o ponad 20 mln osób (powrót do poziomu z 2011 roku), ponad 34 mln nowych zgłoszeń o zasiłek dla bezrobotnych od marca, to odczyty, które powinny szokować. Tak się jednak nie stało dzięki programom wsparcia zatwierdzonym przez Kongres i sfinansowanym przez FED. W krótkim okresie dochody Amerykanów nie zmniejszyły się tak drastycznie, co zwykle było przyczyną głębokiej recesji. Optymiści dostaną jeszcze pozytywny impuls w czerwcu/lipcu, kiedy wraz z otwarciem hoteli, restauracji, kin, szkół, handlu (usługi, które najbardziej odczuły lockdown) dane skokowo zaczną się poprawiać. Znów z rekordowo niskich poziomów, ale na tym etapie rynki koncentrują się na kierunku, a nie poziomie docelowym (oczekiwany powrót do poziomu sprzed COVID-19 nie wcześniej niż pod koniec 2021 roku).

Relacje USA-Chiny nadal w centrum uwagi

Pomimo, że napięcie pomiędzy stronami wyraźnie rośnie, ten czynnik ryzyka również nie jest w stanie na dłużej skorygować rynków. Głównym ogniskiem zapalnym jest obecnie reakcja USA na decyzję zjazdu Partii Komunistycznej, wprowadzającą nowe zasady bezpieczeństwa w Hong Kongu. USA uznają, że w ich wyniku obszar ten utraci specjalny status (hub finansowy, preferencje celne) ustalony w 1997 roku. Dodatkowo, prezydent Trump zapowiedział ograniczenie liczby chińskich studentów, którzy będą mogli studiować w USA. Takim stanowisku sprzeciwiają się Chiny, które w odwecie zapowiedziały ograniczenie zakupu amerykańskiej soi, co było elementem ustaleń umowy handlowej z 2019 roku. W chwili przygotowywania tego opracowania, reakcja USA na takie działania nie była jeszcze znana, ale nie można wykluczyć, że otworzy to kolejną wojnę handlową i

dotatkowe cła na chińskie towary sprowadzane do USA. Zaostrożeniu stanowiska USA sprzyjają tegoroczne wybory prezydenckie i antychińska retoryka obu partii. Dopóki rynek akcji jest odporny na takie działania, politycy będą dalej „grać tą kartą”.

Na arenie międzynarodowej wyraźnie rysuje się też trzon antychińskiej koalicji, który oprócz USA tworzą Wielka Brytania, Kanada i Australia (wspólne oświadczenie ws. Hong Kongu). W efekcie ostatnich działań Chin w Hong Kongu, Wielka Brytania zweryfikuje swoje wcześniejsze decyzje dotyczące dopuszczenia Huawei do budowy sieci 5G, a chińska firma najprawdopodobniej zostanie całkowicie usunięta z sieci telekomunikacyjnych w tym kraju do roku 2023. Największe straty po stronie „koalicji” odnotowuje Australia, której gospodarka jest silnie uzależniona od Chin i które systematycznie ograniczają odbiór australijskich towarów (pojawiają się nawet groźby militarne). W całym konflikcie, stanowisko UE pozostaje raczej wyczekujące (deklaracje o konieczności zachowania strategicznych i przyjaznych stosunków z obiema stronami), co w miarę eskalacji sporu może nie być możliwe do utrzymania. USA dają wyraźny sygnał czego oczekują, co mogła odczuć już Australia (Pompeo zagroził zerwaniem stosunków gospodarczych), czy Arabia Saudyjska w sporze o poziom wydobycia ropy (groźba wycofania kontyngentu wojskowego).

Decyzja RPP dotyka największy sektor z WIG20

Nieoczekiwana przez inwestorów obniżka stopy referencyjnej do zaledwie 0,1% sprawia, że decyzja RPP wpływa na dalszą przecenę banków. Według naszych makroekonomistów stopy procentowe pozostaną niezmienną przez około 2 lata, co oznacza, że przed nami okres obniżania prognoz wyników i cen docelowych w największym sektorze WIG20, co może wpływać na słabsze zachowanie polskiego indeksu w stosunku do rynków rozwiniętych.

Rotacja kapitału z depozytów do TFI akcyjnych, PPK mniejsze niż zakładaliśmy

Z drugiej strony decyzja RPP w jeszcze większym stopniu wypiera środki z depozytów. Pisaliśmy o tym od wielu lat, przy czym wydawało się, że warunkiem koniecznym jest wygenerowanie przez fundusze atrakcyjnych stóp zwrotu przez co najmniej 3-6 miesięcy. Tymczasem punktem zwrotnym okazał się gwałtowny spadek cen akcji.

Zgodnie z danymi IZFIA, po raz pierwszy od stycznia 2018 r., krajowe TFI zanotowały napływ netto w funduszach akcyjnych i absolute return (+483,5 mln PLN). W dodatku była to najwyższa miesięczna kwota od lutego 2017 r. W całym roku wymienione fundusze nadal raportują odpływ kapitału netto na poziomie 1,19 mld PLN. Dalsze odpływy zanotowały fundusze obligacyjne (-3,3 mld PLN), ale zdecydowanie mniej niż w rekordowym marcu (-17,9 mld PLN).

Niestety mniej optymistycznie wygląda segment emerytalny. Aktualizujemy nasze założenia dotyczące przepływu środków do PPK. Dotychczas zakładaliśmy, że w 2020 roku do funduszy trafi 5,4 mld PLN, z czego w segment akcyjny zostanie alokowane 2,7 mld PLN. Niższa partycypacja w segmencie dużych firm, a przede wszystkim przesunięcie wejścia do programu firm zatrudniających 50-249 pracowników z kwietnia na listopad powodują, że obniżamy dotychczasowe szacunki do odpowiednio 2,33 mld PLN i 1,17 mld PLN (z czego w akcje na GPW 875 mln PLN). Po czterech miesiącach 2020 roku PPK pozyskały łącznie 802 mln PLN, a od początku wprowadzenia programu 868 mln PLN. Obecnie miesięczne wpłaty netto wynoszą około 150 mln PLN. Wyższy, kwietniowy wzrost napływów o 318 mln PLN uwzględnia jednorazowe płatności z tytułu przystąpienia uczestników do programu opłacanych przez budżet państwa.

W obecnej sytuacji trudno oceniać, jak COVID-19 wpłynie na poziom partycypacji. W segmencie dużych firm nie widzimy znaczącej tendencji do obniżania zatrudnienia. Problem ten będzie dotyczył przede wszystkim mniejszych firm, które dołączą do programu dopiero w przyszłym roku.

Nadal sporą niewiadomą pozostają dalsze losy OFE. Zgodnie z przyjętymi pod koniec 2019 roku przez rząd założeniami, w czerwcu/lipcu Polacy mieli zdecydować, czy aktywa zgromadzone w OFE zostaną przeniesione do IKE bis, czy trafia do ZUS. W związku z COVID-19 cały proces przekształceń został przesunięty w czasie na późną jesień.

Michał Marczak

tel. +48 22 438 24 01

michal.marczak@mbank.pl

Sektory

Finanse

- Cięcie stóp procentowych do 0,10% było zaskoczeniem dla rynku i naszym zdaniem wymusi jego transformację w kolejnych latach. Obecnie banki nie mają więcej miejsca na cięcie kosztów finansowania, a jednocześnie są zobowiązane do płacenia podatku bankowego. Uważamy, że presja na rentowność wymusi wycofanie się z Polski niektórych międzynarodowych grup bankowych, stworzy znaczące problemy dla sektora SKOKów i banków spółdzielczych oraz przypieczętuje los banków z niską rentownością. Zakładając brak chętnych do konsolidacji rynku, co pokazały ostatnie procesy sprzedażowe w znacznie lepszym środowisku operacyjnym, polski sektor bankowy (jak i SKOKi) może czekać fala bankructw i przymusowej restrukturyzacji, która w konsekwencji spadnie na barki jeszcze rentownych instytucji w postaci wyższych składek BFG. Jednocześnie uważamy, że ulga wynikająca z niższych rat kredytów dla konsumentów będzie krótkotrwała ponieważ banki zaczną w sposób zdecydowany podnosić prowizje i opłaty. Jednocześnie nie oczekujemy, aby kolejne cięcie wygenerowało znaczący popyt na kredyt, który w najbliższych latach raczej będzie determinowany przez skłonność klientów detalicznych i korporacyjnych do ryzyka. Podsumowując uważamy, że ostatnie cięcie stóp procentowych będzie miało długoterminowe negatywne konsekwencje dla sektora i zachwieje jego stabilnością oraz zaufaniem konsumentów. Uważamy, że niskie stopy procentowe pozostaną z sektorem bankowym przynajmniej do końca kadencji obecnej RPP lub jej Prezesa nominowanego przez Prezydenta RP.
- W niniejszym opracowaniu przedstawiamy zaktualizowane prognozy na polskie banki. Nasze prognozy zostały łącznie obniżone o 10%-11% na lata 2020/21 oraz zaledwie o 7% na 2022 rok. Dość łagodna obniżka prognoz po cięciu stóp procentowych wynika z bardzo dobrego, oczyszczonego o zdarzenia jednorazowe, kwartału 1Q. W przypadku niektórych banków zaskoczenie na wyniku odsetkowym było na tyle duże, że niweluje w całości efekt obniżek w naszych prognozach. Ponadto, tak jak pisaliśmy w poprzednim punkcie, uważamy, że ostatni ruch RPP wymusi szeroko idące zmiany w polskim rynku bankowym włączając w to znaczne podwyżki opłat i prowizji. Uważamy, że taki scenariusz jest bardzo możliwy i już został przetestowany w przeszłości na przykładzie podatku bankowego i kredytów hipotecznych, gdzie marża została znacznie bardziej podwyższona niż implikowany podatek. Podobne ruchy ze strony banków było również widać, w równie regulowanym rynku węgierskim, gdzie podatek transakcyjny został w opłatach i prowizjach w pełni przeniesiony na klientów. Finalnie zwracamy uwagę na Europę Zachodnią, która dostosowuje się do niskiego środowiska stóp procentowych już od wielu kwartałów. Poziomą prowizję mierzony jako % aktywów ważonych ryzykiem we włoskim Intesa Sanpaolo na poziomie 2,75% jest znacznie wyższy niż w przypadku polskiego PKO BP (1,59%). Oczywiście proces podwyżek będzie trwał długo i będzie stopniowy, przez co oczekujemy największego wzrostu opłat dopiero w roku 2022. Jednocześnie utrzymujemy na niezmienionym poziomie saldo rezerw w sektorze, które w przypadku takich banków jak Santander, mogą nas jeszcze miło zaskoczyć w roku obecnym. Podsumowując uważamy, że znacząca część obniżek została już zdyskontowana przez rynek chociaż ruch na prognozach rynkowych na pewno będzie widoczny. Z dużych instytucji finansowych preferujemy Pekao zaś z mniejszych Bank Millennium.

- Wrażliwość polskich banków na ostatnie cięcie stóp procentowych powinna być wyższa niż w przypadku poprzednich 100 p.b. ze względu na ograniczone możliwości obniżenia kosztu finansowania. Zakładając o 25% wyższą wrażliwość, cięcie stóp o 40 p.b. przełoży się na dodatkowy ubytek zysku netto w całym roku (4 kwartały) na poziomie około 400 mln PLN w PKO BP, 243 mln PLN w Santander PL, 119 mln PLN w ING, 103 mln PLN w Millennium i 70 mln PLN w Banku Handlowym. Wyliczenia te oparte są na szacunkach banków odnośnie wpływu cięcia stóp o 100 p.b. podanych w komentarzach specjalnych. Nasze szacunki są w dużej mierze potwierdzone przez komunikaty bieżące Pekao oraz Alior, w których banki oczekują, że kolejna obniżka stóp procentowych obniży wynik netto Pekao w 2020 roku o kolejne 200 mln PLN oraz Aliora o kolejne 41-48 mln PLN kwartalnie. Finalny wpływ wszystkich cięć (140 p.b.) jest trudny do precyzyjnego oszacowania z powodu stopniowego rolowania się portfela na nowe stawki i czynników mitygujących w postaci cięcia oprocentowania depozytów. Cały czas podtrzymujemy nasze zdanie, że pierwsze 100 p.b. zostanie w znaczącej części zmitigowane przez cięcia oprocentowania rachunków terminowych.
- Ze względu na nadchodzące znaczące rewizje prognoz dla banków regionalnych oraz czeskich, niniejsza publikacja nie zawiera szczegółowych informacji na ich temat.
- W maju indeks akcji europejskich banków umocnił się około 10%. Przyczyn takiego zachowania upatrujemy w kolejnych doniesieniach dotyczących europejskiego budżetu i planu odbudowy. Komisja Europejska przedstawiła plan wg którego nowy instrument NEXT Generation EU miałby zasilić budżet UE w latach 2021-24 o dodatkowe 750 mld EUR. Co więcej podstawowy budżet na lata 2021-2027 również miałby zostać zwiększony. Oczywiście, mamy do czynienia dopiero z propozycją KE, ale perspektywa wpompowania dodatkowych 750 mld EUR w realną gospodarkę częściowo zmniejszyła długoterminowe obawy o stan sektora bankowego.
- Uważamy, że Kruk przedstawił solidny zestaw cyfr za 1Q'20 pomimo wyższej niż oczekiwaliśmy straty. Strata została głównie wygenerowana przez znaczącą rewaluację (125 mln PLN vs oczekiwane przez nas około 80 mln PLN) przy znacznie lepszych od oczekiwań przychodach odsetkowych. Negatywna rewaluacja powinna już uwzględnić znacząco niższe spłaty (85%) w kwietniu i maju, co ogranicza negatywne niespodzianki w kolejnych kwartałach. Kruk oczekuje znaczącej podaży portfeli pod koniec 2020 roku i w 2021 roku, co potwierdzają także inni regionalni gracze tacy jak Hoist, B2Holding czy Intrum. Kruk z poziomem zadłużenia 1,2x (dług netto/KW) powinien aktywnie uczestniczyć w przetargach, co z kolei będzie dobrze odzwierciedlone w wynikach w średnim okresie.
- **Kluczowe rekomendacje:** Erste Group (kupuj), Pekao (kupuj), PZU (kupuj), Kruk (kupuj)

Chemia

- W 1Q'20 spółki chemiczne nie odczuły negatywnego wpływu COVID-19 na wyniki finansowe i sprzedaż. Pomagał spadek konkurencji wyrobów z Chin w marcu (żywyce w Ciech, alkohole OXO w Grupie Azoty). Względem oczekiwań lepiej w 1Q'20 wypadły wyniki Grupy Azoty. Zawiódł z kolei Ciech.
- Mimo spadkowych cen gazu i sprzyjających marży modelowych na produkcji nawozów Grupie Azoty w 2020 roku nie udało się poprawić zeszlaczonych wyników. Naszym zdaniem w 2Q'20 podobnie jak w 1Q'20 Grupa zanotuje niższe rezultaty. Wyzwaniem jest również

oczekiwany wzrost zadłużenia w efekcie inwestycji w PDH.

- Ciech zawiązał wynikami za 1Q'20 oraz outlookiem na sprzedaż sody w kolejnych kwartałach. Przy spadku wyników i wzroście zadłużenia Spółka szybko nie rozpocznie skupu akcji własnych, a wyniki 2Q'20 znajdują się pod presją negatywnego wpływu COVID-19 na sprzedaż w segmentach organiki i krzemianów.

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 odbije się na popycie na chińskie towary, co naszym zdaniem będzie mieć negatywny wpływ na popyt z tego kraju. Agencja IWCC (International Wrought Copper Council) oczekuje, że popyt na miedź w 2020 roku spadnie o 5,4% r/r, a w 2021 roku odbije się o 4,4% r/r. Jednocześnie ICSG zakłada, że w 2020 roku z powodu COVID-19 produkcja górnicza może być nawet o 950 tys. ton niższa. IWCC zakłada, że nadwyżka w 2020 roku na poziomie 258 tys. ton zwiększy się w 2021 roku do 675 tys. ton. Jeśli prognozy by się spełniły to w 2021 roku czeka nas najwyższa nadpodaż na rynku miedzi od 1997 roku (wyższa niż w 2014 roku).
- Rysikiem 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.
- Rysikiem 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 kwietniu nie zanotował znaczącego załamania sprzedaży miedzi, ale pod presją znalazła się produkcja. Naszym zdaniem wynikać to może z konieczności zmiany organizacji pracy na kopalniach z uwagi na epidemię COVID-19. KGHM przerobił już nadwyżkowe zapasy koncentratów po awarii w Hucie w Głogowie w 2018 roku. W kolejnych okresach sprzedaż i produkcja miedzi powinna być skorelowana z produkcją górniczą, co powoduje ryzyko spadku wolumenów.
- 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). W 2Q'20 według Zarządu dyskonto w sprzedaży węgla spadnie, ale średnie ceny będą niższe q/q. W 2Q'20 oczekujemy bardzo słabych wyników produkcyjnych (ograniczenie ilości zmian pracowników w kopalniach oraz czasowe wstrzymanie pracy na kopalni Pniówek). Wyniki w 2Q'20 również znajdować się będą pod presją, a Spółka może skonsumować całe nadwyżki gotówki na bilansie.
- **Kluczowe rekomendacje:** JSW (sprzedaj), KGHM (sprzedaj)

Paliwa

- Wydaje się, że na rynku ropy najgorsze już za nami. Popyt podnosi się po okresie lockdownu, a redukcja podaży nabiera rozpędu, co z tygodnia na tydzień rozładowuje rekordowo wysokie zapasy. Przekłada się to również na optymizm inwestorów spekulacyjnych, którzy zwiększali swoje pozycje od 7 tygodni. W naszej opinii hamulcem dla dalszych dynamicznych wzrostów cen surowca będzie jednak pokusa łagodzenia administracyjnych cięć produkcji OPEC+ (pierwsze sygnały już się pojawiają). W tym kontekście podtrzymujemy nasze założenie średniej ceny Brent na poziomie 30 USD/Bbl w tym roku i wzrostu do 40 USD w roku kolejnym.
- Pomimo bardzo niskich cen spotowych i wysokich stanów magazynowych w UE, utrzymujemy optymizm w przypadku rynku gazu, gdzie normalny sezon grzewczy 2020/21 i redukcja podaży towarzyszącej złożom ropy łupkowej powinny w perspektywie 2 lat przynieść wzrost do 15 EUR/MWh. Rystad Energy szacuje, że produkcja w USA osiągnie dołek w listopadzie (-12% r/r), a obecnie jesteśmy mniej więcej w połowie tych redukcji podaży. Spadek wydobycia w USA (22% udział w globalnej produkcji) powinien korespondować z oczekiwanym kryzysowym spadkiem popytu w tym roku (-2%). W 2021 roku będzie to procentować wraz z oczekiwanym powrotem wyższej konsumpcji i obserwowanego zjawiska „fuel switch” (węgiel/gaz).
- Nasze tezy o strukturalnej korzystnej zmianie dla sektora downstream pozostają w mocy, jednakże w krótkim terminie zalecamy ostrożność, szczególnie po ostatnich mocnych wzrostach kursów lokalnych rafinerii. Spodziewamy się, że szok popytowy przeniesie się teraz z surowca na produkty, co już znajduje odzwierciedlenie w skokowym wzroście zapasów (zarówno benzyny jak i diesla). W efekcie marże rafineryjne znalazły się pod ogromną presją i od kilku tygodni utrzymują się na ujemnych poziomach. Rafinerie zmniejszyły wykorzystanie mocy przerobowych, ale nie jest to póki co wystarczające dla zbilansowania rynku. Oczekujemy, że niższa produkcja będzie się utrzymywać jeszcze przez wiele tygodni, szczególnie, że konsensus prognoz nie wskazuje na powrót popytu do poziomu sprzed kryzysu nawet w roku 2021 (w 2020 r. spadek rzędu 8-9 mb/d i odbicie w 2021 r. o 5-6 mb/d), a po stronie podażowej czekają na uruchomienie nowe rafinerie w Azji i na Bliskim Wschodzie. Dodatkowym problemem jest obecnie też ujemny dyferencjał Ural/Brent, który może podnieść się dopiero w 2H'20 wraz z luzowaniem restrykcji produkcyjnych w Rosji.
- Indeks oparty o zagregowane i zanonimizowane dane o transakcjach kartowych klientów mBanku na stacjach benzynowych (wartości skorygowane o zmiany cen paliw, co jest pewnym uproszczeniem biorąc pod uwagę strukturę płaconego rachunku i udział usług oraz FMCG) także wskazuje na większą aktywność. Odnosząc dane z kwietnia/maja do stycznia i porównując te relacje do obserwacji z lat 2018/19 (wysoka sezonowość), można dojść do wniosku, że spadek obrotów na stacjach w maju zmniejszył się do ~-16% r/r z ~-35% r/r w kwietniu. Pozytywne trendy na rynku paliw są faktem, ale oczywiście należy pamiętać o skali wcześniejszego spadku. Naszym zdaniem nawet po zdjęciu restrykcji nie należy oczekiwać natychmiastowego powrotu sprzedaży paliw do poziomu sprzed pandemii.
- Segment petrochemiczny po obiecujących odczytach z okresu lockdownu również zaczyna słabnąć (mocne tąpnięcie na marżach zarówno na olefinach jak i polimerach), nie tylko ze względu na drożący surowiec, ale również widoczną presję na cenach produktów. Recesyjny wpływ na stronę popytową pojawia się z

pewnym opóźnieniem, a przypominamy, że popyt na petrochemikalia historycznie wykazywał wysoką dźwignię w relacji do koniunktury gospodarczej (korelacja z PKB na poziomie 1,6x).

- Biorąc powyższe pod uwagę, w krótkim terminie zalecamy ostrożność jeśli chodzi o spółki z segmentu downstream, choć po ostatnich spadkach zamykamy już naszą negatywną rekomendację dla Lotosu. Najciekawszą pozycją w regionie jest naszym zdaniem PGNiG, gdzie obok wspomnianego scenariusza odbicia cen gazu, wsparciem powinny być bardzo mocne wyniki segmentu obrotu, potwierdzone już wstępnym raportem za 1Q.
- **Kluczowe rekomendacje:** PGNiG (kupuj)

Energetyka

- Presja na cenach gazu i węgla wpłynęła na spadek cen energii w okolice 37 EUR/MWh, pomimo nadal zaskakująco drogiej uprawnień do emisji CO₂ (odbicie do 21 EUR/t mimo znacznego spadku emisji i zmiany paliwa z węgla na gaz). Utrzymujemy nasz scenariusz bazowy cofnięcia się certyfikatów do 18 EUR/t i cen energii poniżej 35 EUR/MWh.
- Indeksy utilities w USA i w Europie wzrosły w maju o około 5%, ale wydaje się, że powinny zyskiwać momentum na obserwowanej rotacji ze spółek „growth” do „value” (było to już widoczne w drugiej połowie miesiąca). W ramach spółek zagranicznych szukalibyśmy raczej defensywnych ekspozycji w koncernach regulowanych z Europy Północnej (EON, National Grid). Biorąc pod uwagę planowaną ofensywę inwestycyjną UE w ramach „Zielonego Ładu”, ciekawym pomysłem mogą być też przecenione spółki z sektora OZE, choć mówimy tu o przecenie z rekordowo wysokich poziomów z końcówki 2019 roku.
- W Polsce ceny energii oscylują obecnie na poziomie 220 PLN/MWh, co oznacza że koszty uprawnień do emisji nie zostały jeszcze w pełni przeniesione (modelowa marża spadła m/m o około 6 PLN/MWh). Wydaje się jednak, że to kwestia tymczasowa i wraz z odbiciem popytu (zniesienie restrykcji) rentowność zostanie odbudowana. Nie można jednocześnie zapominać, iż przyszłoroczne wyniki będą znacząco wsparte przychodami z rynku mocy, które dla całego sektora sięgną 6 mld PLN.
- Ubytek wolumenów obciąży tegoroczne wyniki dystrybucji (taryfy ex-ante bez mechanizmu rekompensującego utracone przychody regulowane), co będzie szczególnie dotkliwe dla ENG i TPE. Bardziej długoterminową konsekwencją dla segmentu będzie dalsza kompresja rentowności obligacji, które stanowią podstawę dla regulacyjnego kosztu kapitału. Spółki sygnalizowały jednak przy okazji konferencji wynikowych, że prowadzone są negocjacje z URE w sprawie stabilizacji wyników segmentu, choć nie podały żadnych szczegółów.
- Spadki popytu na energię w okresie zamknięcia gospodarki w Polsce nie przekraczają póki co 10% i nie powinny zaowocować dużymi stratami na zamykaniu niepokrytych zabezpieczeń. Niższe wolumeny produkcji w wytwarzaniu będą z kolei skompensowane odkupem na rynku bilansującym.
- Nadal oczywiście kluczowe katalizatory dla sektora pozostają w rękach polityków, a wszystko wskazuje że część niewiadomych zostanie odkryta w najbliższych tygodniach/miesiącach. Rynek powoli zaczyna wierzyć, że rewolucyjne pomysły zaprezentowane ostatnio przez Prezesa PGE będą zrealizowane (separacja aktywów węglowych do osobnej spółki kontrolowanej przez Skarb Państwa, zobowiązanie dekarbonizacji do 2040 r., brak zaangażowania w atom i PGG). Taki zielony zwrot sektora wpisywałby się w temat rozdziału środków UE na inwestycje w ramach „Zielonego Ładu”.

- W niniejszym raporcie miesięcznym nie prezentujemy prognoz dla Enei z uwagi na opóźnioną publikację raportu rocznego przez tę spółkę.
- **Kluczowe rekomendacje:** CEZ (akumuluj)

Telekomunikacja, media, IT

- T-Mobile poda dość dobre wyniki finansowe. W 1Q'20 spółka odnotowała przychody w wysokości 1,56 mln PLN, co oznacza wzrost o 4% R/R. Większy był także EBITDAaL, który wyniósł 414 mln PLN, czyli także o 4% więcej R/R. Operator odnotował także wzrost przychodów z usług mobilnych o niemal 7% R/R. Baza klientów kontraktowych powiększyła się o 232 tysiące R/R. T-Mobile odnotował rekordowo niski wskaźnik odejść klientów, wynoszący w segmencie kontraktowym 0,7%.
- Tym samym zakończył się sezon wyników za 1Q'20. Wszystkie spółki z sektora telekomunikacyjnego podały dość dobre wyniki finansowe oraz, biorąc pod uwagę skutki gospodarcze COVID-19, relatywnie dobry guidance na resztę roku. Zarówno Play, jak i Orange Polska nie odwołały opublikowanych wcześniej celów na cały rok. Operatorzy wskazują na niższą sprzedaż sprzętu jako główne pole, gdzie dotknięci są pandemią. Z drugiej strony w długim terminie, lock-down oraz społeczne dystansowanie uwypukliły potrzebę wysokiej jakości usług telekomunikacyjnych.
- Operatorzy liczą na dalsze umacnianie się ARPU w sektorze. Głównym bodźcem będzie wzrost konsumpcji danych. Dla przykładu, tempo wzrostu zużycia danych w sieci Orange wyniosło w marcu'20 +13% M/M dla sieci mobilnej i +30% M/M dla sieci stacjonarnej.
- Na rynku powodzeniem cieszy się zwłaszcza nowoczesna sieć stacjonarna. W 1Q'20 Orange Polska dodała 44 tys. użytkowników netto swojej sieci światłowodowej. To była najlepszy pierwszy kwartał w historii tej spółki pod względem rozwoju sieci FTTx.
- Pod koniec maja'20 upłynął termin skróconej ustawą o zmianie niektórych ustaw w zakresie działań osłonowych w związku z rozprzestrzenianiem się wirusa SARS-CoV-2 kadencji Prezesa Urzędu Komunikacji Elektronicznej. Według doniesień prasowych, Kancelaria Premiera formalnie wystosowała nominację dla Krzysztofa Dyla, jako pełniącego obowiązki Prezesa Urzędu Komunikacji Elektronicznej do czasu powołania nowego prezesa w trybie przewidzianym przez Prawo telekomunikacyjne.
- Ministerstwo cyfryzacji liczy, że do aukcji 5G dojdzie jeszcze w 2020 r. Przypominamy, że oferty wstępne - w ogłoszonej 6 marca 2020 r. aukcji na cztery rezerwacje częstotliwości z zakresu 3480-3800 MHz - miały być składane w terminie do 23 kwietnia. W okresie stanu epidemii ogłoszonego z powodu COVID-19 na obszarze Rzeczypospolitej Polskiej, bieg terminu zawieszono. Możliwość składania ofert miała wrócić, gdy ustanie ryzyko epidemiczne. Jednakże w ramach tarczy antykrzysowej 3.0 zawarto przepis, który anulował w całości aukcję 5G. Jako główny powód podano kwestia cyberbezpieczeństwa.
- Pandemia COVID-19 wpływa na rynek reklamowy. Według danych Agory, w 1Q'20 wartość wydatków wzrosła o 0,5% R/R, do 2,1 mld PLN. Na wzrost wpłynęły wydatki na reklamę internetową, które wzrosły o 7,5%. Wszystkie inne segmenty rynku zanotowały spadki (w tym kino o 13,5%, telewizja o 3,0%, radio o 2,0%, outdoor o 3,5%, dzienniki o 11,0% i czasopisma o 7,5%). Agora szacuje, że w 2020 roku wartość rynku reklamy w Polsce spadnie o 20-25%. Największego wpływu skutków pandemii Agora spodziewa się w przypadku segmentów kino, outdoor i prasa. W przypadku Internetu spadek będzie niższy. Agora spodziewa się kilkunastoprocentowej niżki. W przypadku pozostałych segmentów spadek będzie większy, rzędu 25-30%.

- Przypominamy, że w kwietniu wyznaczaliśmy w scenariuszu bazowym prognozę spadku rynku reklam 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.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Play (kupuj), Orange Polska (akumuluj), Wirtualna Polska (redukuj), Asseco SEE (przeważaj)

Gaming

- Lockdown związany z COVID-19 pozytywnie wpływa na sprzedaż gier komputerowych. Istotny wzrost wyników r/r w 1Q'20 odnotowały 11B, CDR, PLW i TEN.
- Kurs CD Projekt wybił się na nowe szczyty, co wynikało z bardzo dobrych wyników za 1Q'20 i oczekiwań dotyczących rozpoczęcia mocniejszego marketingu Cyberpunk 2077. Podwyższyliśmy nasze prognozy dla spółki oraz cenę docelową pozostawiając rekomendację trzymaj.
- 11 bit studios pozytywnie zaskoczył wynikami 1Q'20, co wpłynęło na wzrost kursu spółki. Oczekujemy, że kolejne kwartały już nie będą tak spektakularne. Podnieśliśmy nasze prognozy na 2020 rok oraz zmieniliśmy założenia premiery Projekt 8. Podwyższyliśmy naszą cenę docelową pozostawiając rekomendację trzymaj.
- Ten Square Games zaraportowało bardzo dobre wyniki za 1Q'20 oraz opublikowało, że tempo wzrostu nakładów na marketing istotnie wzrosło r/r w kwietniu-maju. Spółka postanowiła wykorzystać sprzyjającą sytuację na rynku user acquisition. Naszym zdaniem poniesione inwestycje będą pozytywnie wpływały na dynamikę wyników r/r w kolejnych okresach. Biorąc pod uwagę spadek ceny akcji TEN od czasu wydania naszej ostatniej rekomendacji, podnosimy zalecenie inwestycyjne do kupuj z akumuluj. TEN jest naszym top-pick z sektora.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Ten Square Games (kupuj)

Przemysł

- Analitycy obniżają oczekiwania wyników finansowych na 2Q'20 oraz cały 2020 rok. W efekcie indeksy MSCI Industrials w Europie i na świecie notowane są na rekordowych w ostatnich 3-latach wskaźnikach P/E (20-22x) i EV/EBITDA (10-12x).
- Utrzymujemy pozycjonowanie „niedoważaj” dla sektora z uwagi na oczekiwane słabe wyniki 2Q'20 oraz powolny powrót do sprzedaży sprzed epidemii COVID-19.

- Sezon wyników 1Q'20 w spółkach przemysłowych wypadł lepiej od naszych oczekiwań. Obecnie 80% spółek przedstawiło już wyniki, z czego 36% okazało się słabszych r/r, a 50% zanotowało wzrost r/r. Względem oczekiwań 50% wyników wypadło lepiej, a 7% słabiej. Wśród wygranych wyników 1Q'20 zaliczyć można Astartę, Cognor, Kernel i Kęty. Maruderami kwartału można uznać Famur, Mangata, PKP Cargo. Relatywnie w 1Q'20 spółki nie zostały jeszcze dotknięte przez epidemię COVID-19. Spółki korzystały z łagodnej zimy, która pozytywnie wpłynęła na obroty branży budowlanej (Cognor, TIM, Grupa Kęty). Dodatkowo część spółek skorzystała na czasowych problemach konkurencji z Włoch, czy Hiszpanii (Cognor, Grupa Kęty, Alumetal).
- Zarządy spółek przemysłowych dają ostrożny outlook na 2Q'20 oraz 3Q'20 (przykład: Alumetal, Grupa Kęty, Boryszew, Famur, Forte). 2Q'20 będzie prawdopodobnie najsłabszym kwartałem w branży. Zarządy zwracają uwagę na spadek presji płacowej ze strony pracowników. Dodatkowo eksporterom pomaga kurs walutowy.
- Naszym zdaniem największe szanse na wzrost mają przed sobą: Astarta (Ukraina wchodzi w strukturalny deficyt cukru, co implikować będzie wzrost lokalnych cen w 2H'20; oczekujemy, że średni FCF/EV w latach 20-21 sięgnie około 50% EV), Kruszwica (łagodna zima sprzyja zbiorom rzepaku, które w 2020 roku mogą okazać się najwyższe od 2014 roku; spółka według naszych prognoz w latach 2020-21 wygeneruje FCF na poziomie 25% EV, co przy niskim zadłużeniu sprzyjać będzie utrzymaniu polityki dywidendowej), Stelmet (COVID-19 przekłada się na zmianę preferencji do spędzania czasu w zaciszu własnych działek/ogrodów, co może mieć pozytywny wpływ na popyt na architekturę ogrodową; przy spadku długu netto i wysokiej zdolności do generowania gotówki Stelmet ma szansę w kolejnych latach płacić powtarzalną dywidendę) i TIM (w kwietniu i maju sprzedaż wzrosła dwucyfrowo r/r, a w 5M'20 łącznie +12,5% r/r; spółka z ze swoim efektywnym modelem sprzedażowym umocni pozycję rynkową w aktualnym otoczeniu, a wyniki 2020 r. będą wsparte przez kolejny rok rozwoju 3LP).
- Ostrożnie podchodzimy do perspektyw Boryszew z uwagi na wysokie oczekiwane zadłużenia na koniec roku (5,0x) oraz ryzyko wysokich spadków wyników w 1-3Q'20.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Astarta (przeważaj), Boryszew (niedoważaj), Kruszwica (przeważaj), Stelmet (kupuj), TIM (przeważaj)

Handel

- Zgodnie z opublikowanymi danymi odwiedzalność centrów handlowych stopniowo się odbudowuje z każdym tygodniem (początkowe spadki odwiedzalności wynosiły około 50%). Dane o spadkach sprzedaży w sieci stacjonarnej w maju okazały się być nieznacznie lepsze od wcześniej przedstawionych oczekiwań przez spółki. Pozytywnie zaskakuje dynamika w kanale e-commerce w LPP i VRG w maju (CCC nie opublikowało danych za maj).
- Spółki odzieżowe i obuwnicze: w obecnej sytuacji preferowalibyśmy 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 odpowiednio dyskontują perspektywę wyników w LPP i VRG.
- Spółki handlu spożywczego: kursy EUR i JMT cofnęły się po wynikach za 1Q'20 oraz ze względu na update o trendach w sprzedaży w 2Q'20. Kurs DNP powrócił w okolice szczytów po bardzo dobrych wynikach za 1Q'20 oraz po zakupach akcji przez głównego akcjonariusza.

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, a po spadkach kursów zalecamy przeważenie EUR.

- AmRest odwołał guidance na 2020 rok oraz ocenił, że pandemia COVID-19 będzie miała istotny wpływ na wyniki spółki w 2020 roku. Spółka zaraportowała słabe dane za 1Q'20 oraz zapowiedziała, że wyniki za 2Q'20 powinny

ulec pogorszeniu r/r. DN/EBITDA spółki wyniósł 3,6x i był powyżej kowenantów ustalonych z instytucjami finansującymi (spółka uzyskała waiver do 2Q'20 oraz będzie starała się o wydłużenie na kolejne kwartały). 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:** Dino Polska (redukuj), Eurocash (akumuluj)

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

vs.	2017				2018				2019				20	+/- =
konsensus	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	
in minus	11	9	17	15	9	11	15	24	11	14	16	19	21	192
brak zaskoczeń	25	25	28	22	35	19	23	22	28	26	28	16	14	311
in plus	19	23	14	23	18	32	25	19	26	26	24	32	29	310
suma	55	57	59	60	62	62	63	65	65	66	68	67	64	813
in minus (%)	20	16	29	25	15	18	24	37	17	21	24	28	33	24
in plus (%)	35	40	24	38	29	52	40	29	40	39	35	48	45	38

Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank

vs.	2017				2018				2019				20	+/- =
r/r	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	
in minus	24	23	20	25	27	19	19	23	23	28	23	23	31	308
brak zaskoczeń	4	8	12	2	9	11	10	7	9	11	7	8	9	107
in plus	37	35	35	40	32	38	39	38	36	29	38	36	24	457
suma	65	66	67	67	68	68	68	68	68	68	68	67	64	872
in minus (%)	37	35	30	37	40	28	28	34	34	41	34	34	48	35
in plus (%)	57	53	52	60	47	56	57	56	53	43	56	54	38	52

Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu

Sektor		Rynek polski	Rynek amerykański	Rynek europejski
Finanse	SENTYMENT	POZYTYWNY	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	PEO, MIL	BAC US, MS US, VOYA US	ALV GY, EBS AV, TLX GY, UBSG SW
	Spółki na minus	ING		
	Kluczowe katalizatory:	Ostatnia obniżka już zdyskontowana	Wsparcie rotacyjne powinno utrzymać się w czerwcu	
Chemia	SENTYMENT	NEUTRALNY	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus			BAS GY, EVK GY, LXS GY
	Spółki na minus	CIE		1COV GY
	Kluczowe katalizatory:	Spowolnienie w wynikach 2Q'20	Potencjał do kontynuacji odbicia w czerwcu pomimo słabych wyników w 1H'20	
Surowce	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus		ANG SJ, BHP AU, GFI SJ, FRES LN, POLY LN, PLZL RX, RIO LN	
	Spółki na minus	JSW, KGH	AAL LN, FM CN, ANTO LN, OZL AU	
	Kluczowe katalizatory:	Umocnienie PLN, wzrost kosztów	Wzrost cen metali szlachetnych i rudy żelaza; ruch rotacyjny bliski wyczerpania	
Paliwa	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	PGN	EQT US, FANG US	BP LN
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:	Presja na rentowność downstream; oczekiwane odbicie cen gazu	Niekorzystne otoczenie w downstream; pomimo odbicia cen ropy, niekorzystna sytuacja w sektorze	
Energetyka	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	CEZ, ENA, PGE		EOAN GY, FORTUM FH, RWE GY
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:	Dyskusja o zmniejszeniu ekspozycji węglowej sektora	Niekorzystna rotacja vs wsparcie dywidendowe	
Telekomy	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	PLY, OPL	CHTR US	DTE GY, TC1 GY, DRI GY
	Spółki na minus			O2D GY
	Kluczowe katalizatory:	Dobre momentum na wynikach 1Q'20, perspektywa stabilizacji do końca 2020 r.	Niekorzystna rotacja vs wsparcie dywidendowe	
Media	SENTYMENT	NEGATYWNY	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus		DIS US	PSM GY
	Spółki na minus	WPL		SAX GY
	Kluczowe katalizatory:	Słaby 2Q'20, perspektywa długiego powrotu do wzrostów r/r	Segment dołącza do rotacji w spółki cykliczne	
IT	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	ASE	MSFT US, FIS US, MA US, CRM US	DHER GY, IFX GY
	Spółki na minus		SPOT US, NFLX US	TMV GY, RIB GY
	Kluczowe katalizatory:	W długim terminie sektor powinien zyskiwać na COVID-19, niskie zalewarowanie	Wyhamowanie wzrostów przy rotacji w spółki cykliczne	
Gaming	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	TEN		
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:	Spółki po istotnych wzrostach	Wyhamowanie wzrostów przy rotacji w spółki cykliczne	
Przemysł	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	AST, KSW, TIM, STL	URI US	KGX GY, G1A GY, IAG LN
	Spółki na minus	BRS, PKP		AAG GY, VOE AV, KONE AV, VAR1 GY
	Kluczowe katalizatory:	Perspektywa słabego 2Q'20	Dużo problemów, ale segment ma szansę zmniejszyć "underperformance" dzięki trwającej rotacji	
Automotive	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	AML	GM US	VOW3 GY
	Spółki na minus	SNK, BRS, MGT	TSLA US	DAI GY, ZIL2 GY, SFQ GY
	Kluczowe katalizatory:	Słabe wyniki 1H'20, spadek wolumenów	Słaby konsument vs poprawa nastrojów przy wznowieniu produkcji, odłożony popyt	
Handel	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEGATYWNY	NEGATYWNY
	Spółki na plus		LEVI US, JWN US	ADS GY, B2B GY
	Spółki na minus		RAD US, DKS US	
	Kluczowe katalizatory:	Słabe wyniki w 1H'20, słaba konsumpcja	Słaba konsumpcja podważa wsparcie rotacyjne; segment wśród najsilniejszych YTD	

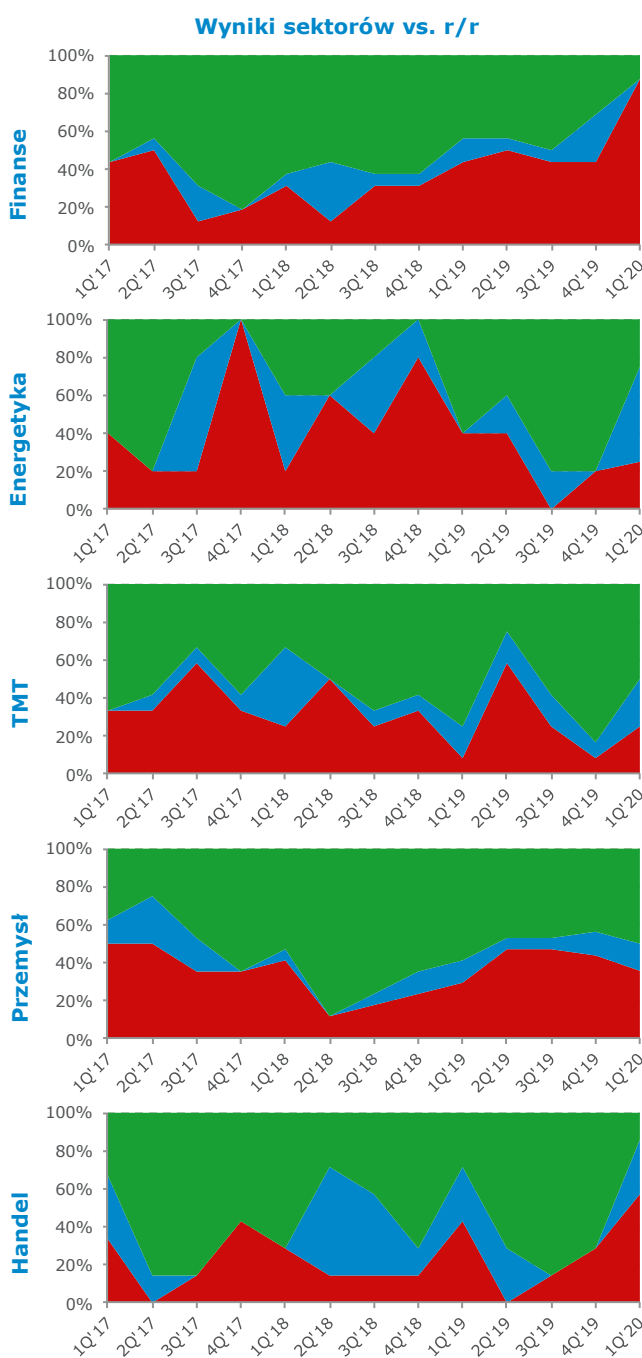
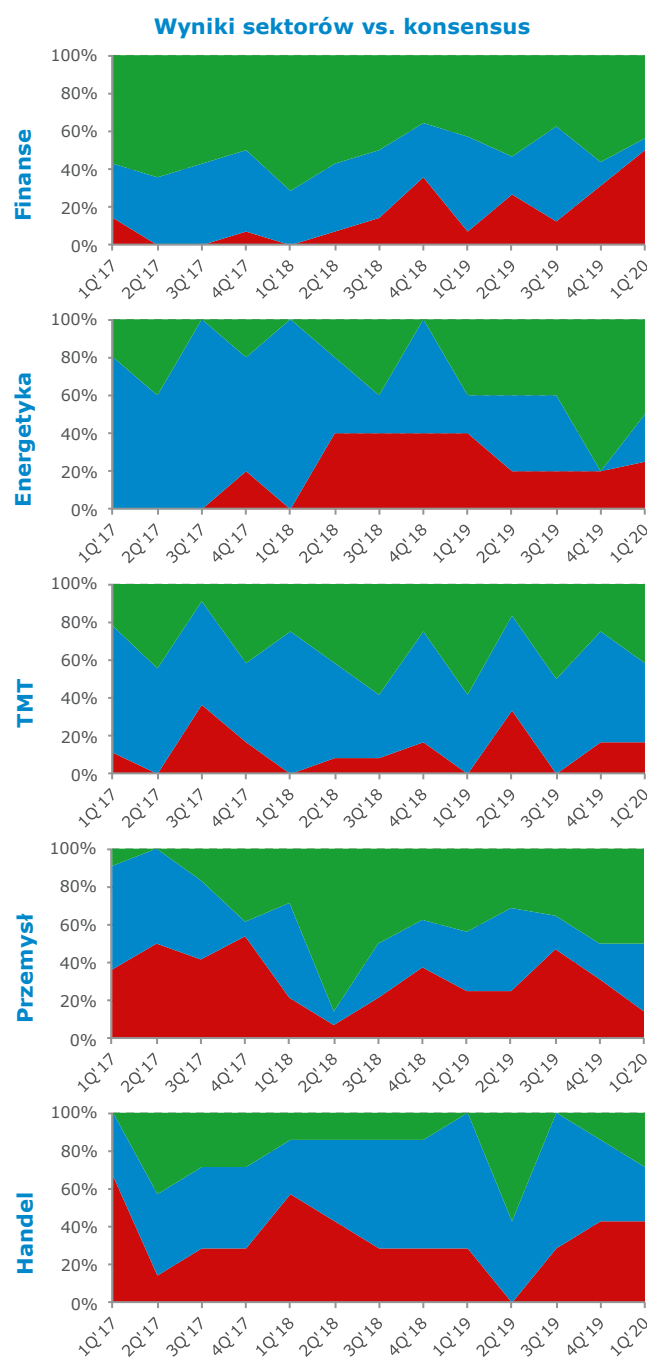
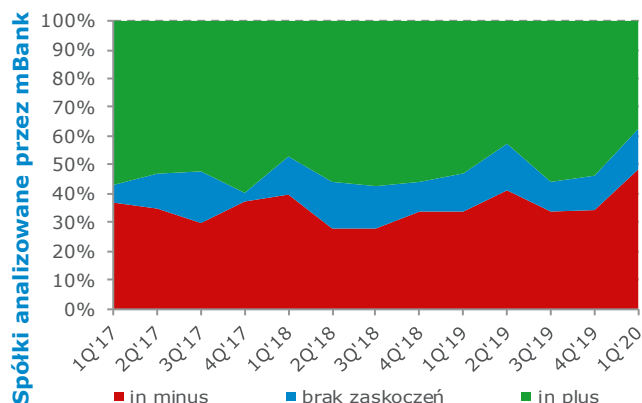
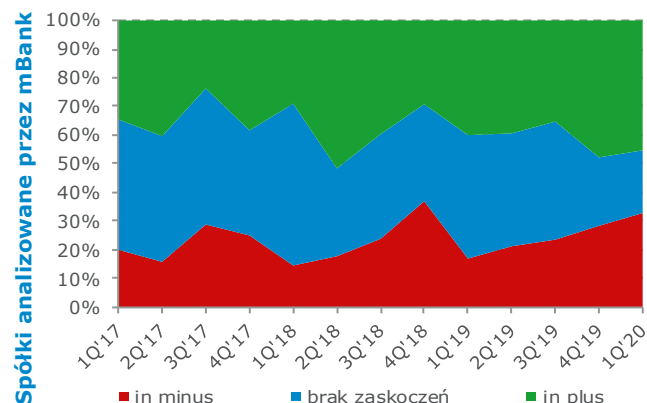
Zaskoczenia na wynikach spółek w poszczególnych kwartałach (vs. konsensus oraz vs. r/r)

vs.	2017	2018	2019	20	+/=
konsensus	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q	
Finanse					
Alior Bank	- + + +	= + = =	= - + - +	+ 77%	
Handlowy	- + + =	+ + - -	- - - -	- 46%	
ING BSK	+ = = =	= - = +	+ + - -	+ 77%	
Millennium	+ = + =	+ + = +	+ + + -	- 85%	
Pekao	+ = = +	= = + +	= = + +	+ 100%	
PKO BP	+ + + +	+ = = =	= + = +	+ 100%	
Santander BP	= + = =	= + = -	= - = +	- 77%	
Komercni	+ + + +	+ + + +	= + = +	+ 100%	
Moneta			+ = +	+ 100%	
Erste Group	= + = +	+ + + +	+ + = +	- 92%	
RBI			+ = + +	+ 100%	
OTP Bank	+ + + +	+ + + =	= + + +	- 92%	
PZU	+ = = +	+ = + =	+ = + +	- 92%	
Kruk	+ + = -	+ + + -	+ - + -	- 62%	
Skarbiec	= + + +	+ + = +	= + = +	- 85%	
GPW	= = + =	+ = - -	= = + -	= 77%	
Chemia					
Ciech	= = = +	= + = -	= = = +	- 85%	
Grupa Azoty	+ - = -	= - - +	+ = + =	+ 69%	
Surowce					
JSW	+ + - -	= + = -	+ + + +	- 69%	
KGHM	+ = = +	= + - -	+ = + -	- 69%	
Paliwa					
Lotos	+ + + =	- + = -	= = - -	- 62%	
MOL	+ + - =	= = + +	= + = +	+ 92%	
PGNiG	+ - - =	- + - -	= + - +	+ 54%	
PKN Orlen	= = - -	= - - +	= + = +	+ 77%	
Energetyka					
CEZ	= = = +	= - + =	= + - +	+ 85%	
Enea	= + = =	= = - -	+ + + +	- 92%	
Energia	= = = -	= = - -	= - - -	- 46%	
PGE	= = = =	= = - -	= = + =	= 77%	
Tauron	+ + = =	= + + =	+ + = +	+ 100%	
Telekomunikacja					
Cyfrowy	+ = = =	+ = = =	= = = =	= 100%	
Netia	= = + +	= = = =	= + = =	= 100%	
Orange PL	= + = =	= + + +	= = + +	+ 100%	
Play		= = + =	+ + + =	= 100%	
Media					
Agora	= + = +	= + + =	+ - + =	+ 92%	
Wirtualna	+ = = =	= = = =	= = = =	- 92%	
IT					
Ailleron		- + = -	+ - = -	- 45%	
Asseco BS	= = = +	= + + =	= + + =	= 100%	
Asseco PL	= = - -	+ + + =	+ = + =	+ 85%	
Asseco SEE	= + = =	= = + +	+ + + +	+ 92%	
Atende		+ = - +	+ - = =	= 70%	
Comarch	- + - -	+ + + +	+ - + -	+ 62%	
Gaming					
11 bit studios	= + - -	= - = +	- - - +	+ 58%	
CD Projekt	+ + - +	= = - -	+ + + +	+ 77%	
Ten Square G		- - - -	- - = +	- 43%	
Przemysł					
AC		= = - +	+ + = +	= 83%	
Alumetal	- = + =	= + = -	- = = +	+ 77%	
Amica	= = - +	- + + +	= = + =	+ 85%	
Apator	= - = -	= + + =	= + = +	+ 77%	
Astarta			- + +	+ 67%	
Boryszew	+ - + -	- = - -	= - - -	- 33%	
Cognor		+ + = -	+ - = +	+ 56%	
Famur	- = + +	+ + + +	+ + - -	= 75%	
Forte	= = - -	= + = -	+ - + +	+ 62%	
Grupa Kęty	= = = -	= + = =	= = + +	+ 92%	
Kernel	- - - +	= - + +	- = + +	+ 62%	
Kruszwica	- - = -	+ + + +	+ + = +	= 69%	
Mangata	- - - -	+ + + +	= + = +	= 62%	
PKP Cargo	= = = -	= + + =	= - - -	- 54%	
Pozbud		+ + = -	+ = - -	- 63%	
Stelmet	- = - +	- + + =	+ + + +	+ 75%	
TIM		+ + + =	= = = =	= 83%	
Handel					
AmRest	- + + +	- - = +	- + = -	- 54%	
CCC	- + - -	- - - -	- + - -	- 15%	
Dino	+ = + +	= = = =	= + = +	+ 100%	
Eurocash	- = - -	= = - -	= = + =	= 62%	
Jeronimo	= = = =	= = = =	= = = =	- 92%	
LPP	= = + =	- + + =	= + - -	+ 77%	
VRG	- - = =	= = = =	= = = +	+ 69%	

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



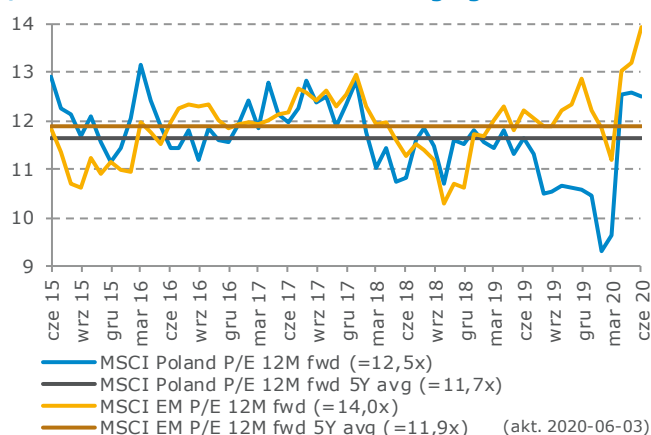
Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank

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

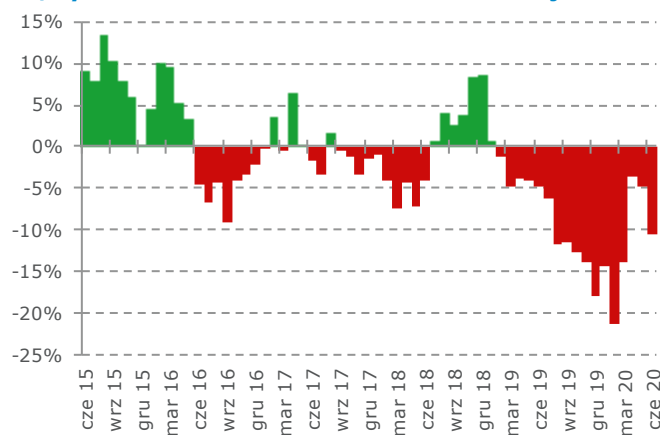
maj 19=0	WIG30		Finanse		Paliwa		Energetyka		Handel		TMT		Chemia		Surowce	
	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank
cze 19	-3%	-1%	-0%	+1%	-2%	+0%	-13%	-6%	-6%	-13%	+4%	+1%	-1%	-13%	-7%	-8%
lip 19	-3%	-1%	-0%	-1%	-4%	+5%	-15%	-6%	-6%	-13%	+4%	+2%	+14%	-13%	-9%	-8%
sie 19	-3%	-2%	-0%	-1%	-4%	+5%	-14%	-6%	-9%	-11%	+12%	+12%	+11%	-36%	-15%	-38%
wrz 19	-4%	-4%	-0%	-5%	-3%	+5%	-18%	-6%	-10%	-11%	+12%	+11%	+5%	-25%	-25%	-38%
paź 19	-6%	-8%	-4%	-7%	-1%	-1%	-20%	-21%	-12%	-13%	+17%	+11%	-17%	-54%	-33%	-25%
lis 19	-7%	-10%	-3%	-12%	-4%	+3%	-23%	-21%	-13%	-14%	+13%	+8%	-38%	-52%	-32%	-35%
gru 19	-8%	-10%	-2%	-12%	-6%	+3%	-25%	-21%	-19%	-14%	+14%	+8%	-42%	-52%	-34%	-35%
sty 20	-13%	-16%	-6%	-12%	-21%	-28%	-26%	-21%	-23%	-15%	+13%	+8%	-65%	-13%	-31%	-27%
lut 20	-17%	-16%	-7%	-12%	-26%	-28%	-40%	-21%	-26%	-18%	+12%	+8%	-36%	+7%	-34%	-42%
mar 20	-28%	-44%	-16%	-41%	-44%	-74%	-40%	-21%	-43%	-62%	+8%	-2%	-21%	+7%	-78%	-94%
kw 20	-48%	-54%	-46%	-53%	-60%	-86%	-45%	-41%	-91%	-70%	+11%	-4%	-38%	-16%	-92%	-94%
maj 20	-48%	-52%	-47%	-55%	-63%	-86%	-46%	-44%	-106%	-65%	+18%	+12%	-38%	-16%	-88%	-57%

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

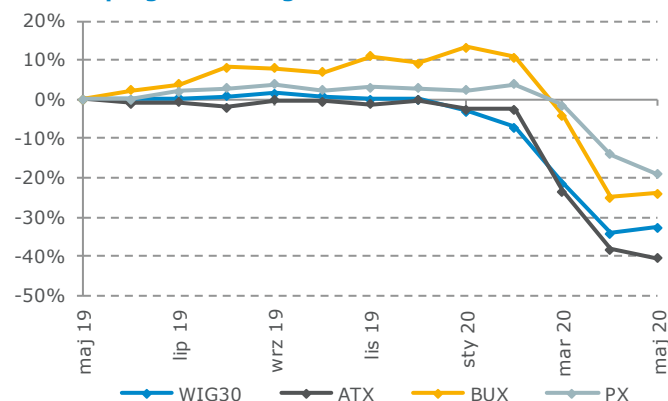


Źródło: Bloomberg, mBank



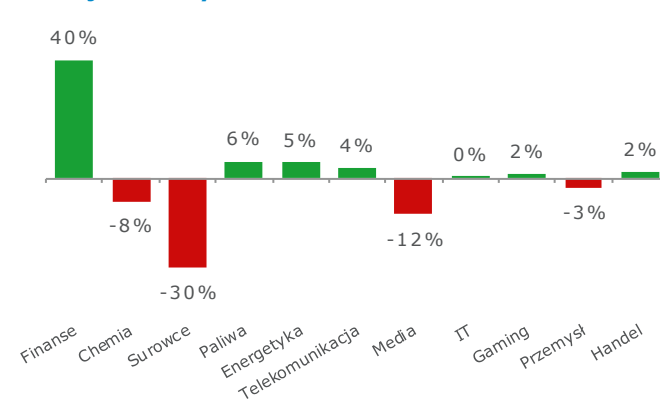
Źródło: Bloomberg, mBank

Zmiana prognozowanego EPS 12M fwd



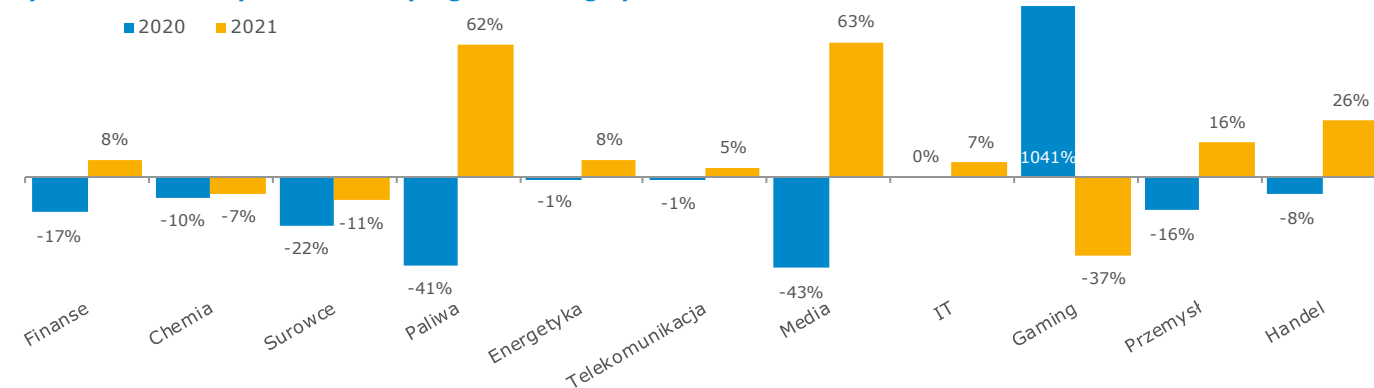
Źródło: Bloomberg, mBank

Potencjał zmiany cen dla sektorów



Źródło: mBank; na podstawie cen docelowych według mBanku

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	2022	2020	2021	2022	
Finanse														
Alior Bank	trzymaj	14,98	8	1	6	23,22	-35,5%	-	+68%	+16%				11
Handlowy	trzymaj	37,64	2	4	5	38,16	-1,4%	-29%	-14%	-10%				8
ING BSK	sprzedaj	117,78	3	2	7	132,89	-11,4%	-4%	-9%	-7%				8
Millennium	kupuj	3,72	5	2	6	3,78	-1,5%	+22%	-13%	-59%				9
Pekao	kupuj	68,90	15	5	0	76,84	-10,3%	-6%	-16%	+3%				14
PKO BP	trzymaj	22,58	7	12	1	28,47	-20,7%	-32%	-16%	-18%				14
Santander BP	akumuluj	179,37	7	9	1	198,72	-9,7%	-34%	-27%	-20%				8
PZU	kupuj	35,93	7	4	1	39,36	-8,7%	-7%	-3%	+6%				6
GPW	trzymaj	41,56	1	4	1	45,49	-8,6%	-7%	-4%	-2%	+7%	+4%	+8%	4/4
Chemia														
Ciech	trzymaj	38,94	10	2	0	49,19	-20,8%	-32%	-8%	-13%	-10%	+1%	-4%	5/4
Grupa Azoty	trzymaj	28,42	4	5	1	34,23	-17,0%	-0%	-	-89%	+4%	-21%	-23%	3/4
Surowce														
JSW	sprzedaj	9,78	0	3	6	11,07	-11,6%	-	-	-	+198%	-8%	-40%	6/5
KGHM	sprzedaj	62,94	1	7	8	68,51	-8,1%	+35%	-45%	-1%	+14%	-26%	-7%	10/10
Paliwa														
Lotos	trzymaj	60,39	8	4	2	72,51	-16,7%	-	-1%	-12%	-65%	-11%	-14%	10/10
MOL	trzymaj	2 072,0	6	7	1	2 316,4	-10,6%	-82%	-41%	-31%	-26%	-16%	-11%	11/10
PGNiG	kupuj	4,91	7	1	2	4,03	+22,0%	+9%	+5%	+43%	+5%	+1%	+16%	6/4
PKN Orlen	trzymaj	66,85	3	11	2	69,33	-3,6%	-	-31%	-40%	-48%	-23%	-25%	13/13
Energetyka														
CEZ	akumuluj	514,80	7	7	1	524,39	-1,8%	-1%	-23%	-47%	+0%	-3%	-12%	8/8
Energa	zawieszona	-	1	3	1	8,56	-	-44%	-35%	-20%	-6%	+0%	+3%	7/6
PGE	zawieszona	-	3	3	5	5,95	-	+19%	+16%	+13%	+5%	+6%	+5%	7/7
Tauron	zawieszona	-	2	5	3	1,56	-	-5%	+11%	+9%	+7%	+0%	+3%	8/7
Telekomunikacja														
Cyfrowy Polsat	trzymaj	24,10	3	9	1	28,21	-14,6%	-1%	+5%	+11%	-3%	-2%	-1%	6/7
Netia	akumuluj	4,40	6	1	0	4,30	+2,3%	+0%	-4%	-12%	+4%	-4%	-7%	3/4
Orange Polska	akumuluj	6,90	4	9	1	6,76	+2,1%	-73%	-10%	+14%	+15%	+18%	+19%	3/1
Play	kupuj	35,70	10	3	1	36,47	-2,1%	-0%	-3%	-9%	-1%	-2%	-3%	11/11
Media														
Wirtualna Polska	redukuj	63,10	5	0	2	73,51	-14,2%	-26%	+5%	+1%	-17%	-4%	-1%	5/5
IT														
Asesco Poland	trzymaj	71,40	2	5	1	61,83	+15,5%	-3%	-9%	-13%	+2%	-0%	+3%	5/5
Asesco SEE	przeważaj	-	2	2	0	27,70	-	-2%	+4%	-	+1%	+11%	-	2/2
Comarch	trzymaj	220,30	3	3	0	220,24	+0,0%	-8%	-3%	-1%	+2%	-3%	-2%	5/5
Gaming														
11 bit studios	trzymaj	476,00	8	3	0	458,87	+3,7%	+36%	-48%	+38%	+26%	-39%	+21%	6/5
CD Projekt	trzymaj	388,10	5	13	4	351,69	+10,4%	+30%	+18%	-22%	+16%	+12%	-29%	11/10
Ten Square Games	kupuj	592,00	10	0	1	489,19	+21,0%	+14%	+22%	+14%	+8%	+23%	+17%	8/8
Przemysł														
AC	równoważ	-	2	1	0	40,80	-	+20%	+7%	-	+15%	+6%	-	3/3
Alumetal	równoważ	-	4	2	0	54,80	-	-25%	-16%	-	-11%	-9%	-	3/3
Amica	równoważ	-	3	2	0	132,10	-	-17%	-9%	-	-11%	-6%	-	2/2
Apator	równoważ	-	1	3	0	19,50	-	-10%	-2%	-	-2%	+2%	-	2/2
Astarta	przeważaj	-	2	2	0	16,77	-	-	-3%	-	-2%	-3%	-	2/2
Boryszew	niedoważaj	-	0	0	1	-	-	-	+0%	-	+13%	+0%	-	2/2
Famur	trzymaj	2,20	2	3	0	3,25	-32,2%	-16%	-20%	-28%	-16%	-15%	-22%	4/4
Forte	równoważ	-	2	4	0	14,00	-	-	+29%	-	+107%	+15%	-	3/3
Grupa Kęty	trzymaj	335,96	5	6	0	404,75	-17,0%	-11%	-3%	-5%	-9%	-1%	-6%	5/4
Kemel	trzymaj	44,58	5	1	0	57,32	-22,2%	-22%	+12%	-22%	-4%	-3%	-17%	5/5
Mangata	równoważ	-	1	2	0	-	-	-10%	+5%	-	-2%	+3%	-	2/2
PKP Cargo	trzymaj	12,37	3	4	1	16,03	-22,8%	-	-	-	-11%	-20%	-20%	5/5
Handel														
CCC	zawieszona	-	4	6	2	77,25	-	-	-	-	-	-	-	5/5
Dino	redukuj	155,60	8	5	5	166,42	-6,5%	+4%	+10%	+9%	+2%	+2%	+2%	11/11

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

Aktualne rekomendacje mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Potencjał zmiany	P/E 2020	P/E 2021	EV/EBITDA 2020	EV/EBITDA 2021
Finanse						+39,1%	10,2	9,3		
Alior Bank	trzymaj	2020-06-03	15,19	14,98	15,19	-1,4%	-	9,7		
Handlowy	trzymaj	2020-06-03	38,00	37,64	38,00	-0,9%	22,0	16,8		
ING BSK	sprzedaj	2020-06-03	145,20	117,78	145,20	-18,9%	20,7	17,6		
Millennium	kupuj	2020-06-03	2,64	3,72	2,64	+41,0%	20,2	12,4		
Pekao	kupuj	2020-06-03	52,40	68,90	52,40	+31,5%	10,4	9,6		
PKO BP	trzymaj	2020-06-03	22,06	22,58	22,06	+2,4%	15,1	11,2		
Santander Bank Polska	akumuluj	2020-06-03	163,60	179,37	163,60	+9,6%	18,6	13,5		
Komercni Banka	kupuj	2019-12-05	792,00	928,20 CZK	531,00	+74,8%	7,0	6,7		
Moneta Money Bank	kupuj	2019-08-28	75,95	94,33 CZK	54,00	+74,7%	6,7	6,7		
Erste Group	kupuj	2020-03-04	29,44	36,61 EUR	21,30	+71,9%	5,7	5,6		
RBI	akumuluj	2019-12-05	21,24	23,05 EUR	16,95	+36,0%	4,6	4,6		
OTP Bank	trzymaj	2019-12-05	14 870	14 681 HUF	10 800	+35,9%	6,8	6,6		
PZU	kupuj	2020-04-28	29,92	35,93	30,04	+19,6%	10,2	9,1		
Kruk	kupuj	2019-12-05	150,90	210,31	107,20	+96,2%	6,0	5,8		
Skarbiec Holding	akumuluj	2020-06-03	19,05	21,20	19,05	+11,3%	7,3	7,9		
GPW	trzymaj	2020-05-20	40,00	41,56	40,65	+2,2%	15,5	14,0		
Chemia						-7,8%	14,2	9,0	6,2	7,1
Ciech	trzymaj	2020-05-29	39,25	38,94	37,15	+4,8%	12,4	9,0	6,1	4,9
Grupa Azoty	trzymaj	2020-04-17	28,00	28,42	34,20	-16,9%	16,0	-	6,4	9,3
Surowce						-30,0%	11,4	22,6	5,1	4,8
JSW	sprzedaj	2020-03-27	12,85	9,78	18,00	-45,7%	-	-	4,8	3,0
KGHM	sprzedaj	2020-06-03	88,10	62,94	88,10	-28,6%	11,4	22,6	5,3	6,6
Paliwa						+5,8%	14,0	9,8	8,2	4,8
Lotos	trzymaj	2020-06-03	60,52	60,39	60,52	-0,2%	-	8,6	26,5	4,8
MOL	trzymaj	2020-06-03	1 916	2 072 HUF	1 916	+8,1%	-	11,5	7,5	5,3
PGNiG	kupuj	2020-06-03	4,31	4,91	4,31	+13,9%	14,0	9,7	5,0	4,1
PKN Orlen	trzymaj	2020-06-03	67,80	66,85	67,80	-1,4%	-	9,9	8,8	4,7
Energetyka						+5,3%	7,5	3,6	4,9	4,3
CEZ	akumuluj	2020-06-03	489,00	514,80 CZK	489,00	+5,3%	12,1	16,9	6,7	7,5
Enea	zawieszona	2020-02-27	6,00	-	6,50	-	2,7	2,1	2,9	2,7
Energia	zawieszona	2020-06-03	8,19	-	8,19	-	10,7	8,3	5,2	4,5
PGE	zawieszona	2020-04-27	4,05	-	5,52	-	7,5	3,6	3,5	2,6
Tauron	zawieszona	2020-05-05	1,14	-	1,40	-	3,7	2,0	4,9	4,3
Telekomunikacja						+3,7%	14,1	17,0	5,5	5,1
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2020-04-01	23,82	24,10	26,86	-10,3%	14,1	11,5	7,4	6,9
Netia	akumuluj	2020-05-05	3,91	4,40	3,86	+14,0%	24,9	22,5	4,1	3,9
Orange Polska	akumuluj	2020-06-03	6,49	6,90	6,49	+6,4%	-	32,3	5,4	5,0
Play	kupuj	2020-05-15	31,02	35,70	29,02	+23,0%	7,9	7,8	5,7	5,3
Media						-12,2%	38,0	22,0	18,0	9,6
Agora	trzymaj	2020-06-03	8,36	8,60	8,36	+2,9%	-	-	21,0	7,8
Wirtualna Polska	redukuj	2020-04-20	67,80	63,10	74,60	-15,4%	38,0	22,0	15,0	11,4
IT						+0,5%	18,5	16,2	7,6	6,1
Aielleron	równoważ	2020-05-05	6,26	-	6,30	-	12,5	9,8	3,8	2,9
Asseco BS	równoważ	2020-05-05	35,80	-	34,20	-	17,0	16,2	10,9	10,3
Asseco Poland	trzymaj	2020-06-03	72,60	71,40	72,60	-1,7%	18,9	16,8	5,7	5,3
Asseco SEE	przeważaj	2020-05-05	31,40	-	40,40	-	22,0	19,2	10,4	9,1
Atende	równoważ	2020-05-05	2,94	-	3,28	-	18,1	11,0	7,7	5,6
Comarch	trzymaj	2020-05-13	210,00	220,30	205,00	+7,5%	22,6	16,2	7,5	6,7
Gaming						+1,7%	20,9	22,7	17,7	18,9
11 bit studios	trzymaj	2020-06-03	475,00	476,00	475,00	+0,2%	39,2	71,7	25,9	40,6
CD Projekt	trzymaj	2020-06-03	388,20	388,10	388,20	-0,0%	13,4	22,7	11,3	18,9
Ten Square Games	kupuj	2020-06-03	505,00	592,00	505,00	+17,2%	20,9	16,1	17,7	13,2
Przemysł						-3,1%	13,3	11,5	6,9	6,3
AC	równoważ	2020-05-21	36,50	-	37,00	-	12,6	12,5	8,0	7,9
Alumetal	równoważ	2020-05-21	37,00	-	39,10	-	20,9	13,8	8,9	7,3
Amica	równoważ	2020-04-01	84,30	-	116,00	-	14,3	10,6	7,6	6,7
Apator	równoważ	2020-04-01	16,20	-	20,20	-	13,5	12,2	7,2	6,8
Astata	przeważaj	2020-05-11	11,75	-	16,00	-	-	2,8	4,3	2,7
Boryszew	niedoważaj	2020-04-01	3,74	-	3,70	-	43,8	12,9	8,5	6,9
Cognor	trzymaj	2020-04-22	0,95	0,94	0,96	-2,5%	79,1	-	6,2	6,3
Famur	trzymaj	2020-04-30	2,08	2,20	2,44	-9,8%	10,3	13,1	4,5	4,6
Forte	równoważ	2020-05-21	17,60	-	22,20	-	16,3	12,2	8,5	7,4
Grupa Kęty	trzymaj	2020-04-07	339,00	335,96	358,00	-6,2%	13,2	12,5	8,8	8,5
Kemel	trzymaj	2020-06-03	43,80	44,58	43,80	+1,8%	9,6	6,6	6,1	5,9
Kruszwica	przeważaj	2020-05-21	59,00	-	60,80	-	12,4	11,5	7,1	6,6
Mangata	równoważ	2020-04-01	50,00	-	50,00	-	13,1	9,0	6,9	5,7
PKP Cargo	trzymaj	2020-05-05	11,46	12,37	13,74	-10,0%	-	-	5,4	4,7
Pozbud	równoważ	2020-04-01	0,81	-	1,57	-	6,4	6,6	5,5	5,5
Stelmet	kupuj	2020-04-01	6,75	9,04	8,20	+10,2%	29,9	6,8	5,0	3,2
TIM	przeważaj	2020-04-01	9,20	-	11,50	-	13,3	11,5	6,6	6,0
Handel						+2,3%	29,3	24,6	9,3	9,7
AmRest	trzymaj	2020-03-04	39,55	40,00	26,00	+53,8%	24,3	19,5	8,1	6,9
CCC	zawieszona	2020-03-19	24,98	-	56,40	-	-	-	-	-
Dino	redukuj	2020-06-03	185,70	155,60	185,70	-16,2%	32,8	24,6	19,5	15,2
Eurocash	akumuluj	2020-06-03	18,50	19,90	18,50	+7,6%	-	-	6,3	6,0
Jeronimo Martins	trzymaj	2020-06-03	15,46	15,30 EUR	15,46	-1,0%	29,3	23,8	9,3	7,9
LPP	trzymaj	2020-06-03	6 980,00	6 900,00	6 980,00	-1,1%	-	25,3	28,0	11,4
VRG	trzymaj	2020-06-03	2,40	2,43	2,40	+1,3%	-	51,7	-	11,7

Zmiany rekomendacji w przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
11 bit studios	trzymaj	trzymaj	476,00 PLN	2020-06-03
Agora	trzymaj	akumuluj	8,60 PLN	2020-06-03
Alior Bank	trzymaj	kupuj	14,98 PLN	2020-06-03
Asseco Poland	trzymaj	trzymaj	71,40 PLN	2020-06-03
CD Projekt	trzymaj	trzymaj	388,10 PLN	2020-06-03
CEZ	akumuluj	akumuluj	514,80 CZK	2020-06-03
Dino	redukuj	redukuj	155,60 PLN	2020-06-03
Energa	zawieszona	zawieszona	- -	2020-06-03
Eurocash	akumuluj	trzymaj	19,90 PLN	2020-06-03
Handlowy	trzymaj	trzymaj	37,64 PLN	2020-06-03
ING BSK	sprzedaj	sprzedaj	117,78 PLN	2020-06-03
Jeronimo Martins	trzymaj	trzymaj	15,30 EUR	2020-06-03
Kernel	trzymaj	trzymaj	44,58 PLN	2020-06-03
KGHM	sprzedaj	sprzedaj	62,94 PLN	2020-06-03
Lotos	trzymaj	redukuj	60,39 PLN	2020-06-03
LPP	trzymaj	trzymaj	6900,00 PLN	2020-06-03
Millennium	kupuj	trzymaj	3,72 PLN	2020-06-03
MOL	trzymaj	trzymaj	2072,00 HUF	2020-06-03
Orange Polska	akumuluj	kupuj	6,90 PLN	2020-06-03
Pekao	kupuj	kupuj	68,90 PLN	2020-06-03
PGNiG	kupuj	kupuj	4,91 PLN	2020-06-03
PKN Orlen	trzymaj	trzymaj	66,85 PLN	2020-06-03
PKO BP	trzymaj	akumuluj	22,58 PLN	2020-06-03
Santander Bank Polska	akumuluj	kupuj	179,37 PLN	2020-06-03
Skarbiec Holding	akumuluj	kupuj	21,20 PLN	2020-06-03
Ten Square Games	kupuj	akumuluj	592,00 PLN	2020-06-03
VRG	trzymaj	trzymaj	2,43 PLN	2020-06-03

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
11 bit studios	trzymaj	trzymaj	422,00 PLN	2020-05-05
AC	równoważ	równoważ	- -	2020-05-21
Ailleron	równoważ	równoważ	- -	2020-05-05
Alumetal	równoważ	równoważ	- -	2020-05-21
Asseco BS	równoważ	równoważ	- -	2020-05-05
Asseco Poland	trzymaj	trzymaj	63,90 PLN	2020-05-05
Asseco SEE	przeważaj	przeważaj	- -	2020-05-05
Astarta	przeważaj	przeważaj	- -	2020-05-11
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
Ciech	trzymaj	kupuj	38,94 PLN	2020-05-29
Comarch	trzymaj	kupuj	220,30 PLN	2020-05-13
Dino	redukuj	trzymaj	151,60 PLN	2020-05-05
Eurocash	trzymaj	trzymaj	20,50 PLN	2020-05-05
Forte	równoważ	niedoważaj	- -	2020-05-21
GPW	trzymaj	kupuj	41,56 PLN	2020-05-20
KGHM	sprzedaj	redukuj	46,83 PLN	2020-05-05
Kruszwica	przeważaj	przeważaj	- PLN	2020-05-13
Kruszwica	przeważaj	przeważaj	- -	2020-05-21
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
Play	kupuj	kupuj	35,70 PLN	2020-05-15
Tauron	zawieszona	zawieszona	- -	2020-05-05
Ten Square Games	trzymaj	kupuj	462,00 PLN	2020-05-05
Ten Square Games	akumuluj	trzymaj	592,00 PLN	2020-05-26

Statystyki rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Biurem maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	3	4,8%	1	4,8%
redukuj	2	3,2%	0	0,0%
niedoważaj	1	1,6%	1	4,8%
trzymaj	25	39,7%	7	33,3%
równoważ	10	15,9%	1	4,8%
akumuluj	7	11,1%	4	19,0%
kupuj	11	17,5%	6	28,6%
przeważaj	4	6,3%	1	4,8%

Kalendarium wydarzeń

Data	Spółka	Wydarzenie
4 cze	Enea	Publikacja wyników za 4Q'19
4 cze 09:00	PGNiG	Publikacja wyników za 1Q'20 i telekonferencja (+48 22 584 42 05 ; ID:60115664#)
5 cze 12:00	Enea	Telekonferencja z Zarządem (https://media.enea.pl/transmisja)
10 cze	Energa	Publikacja wyników za 1Q'20
16 cze	Pozbud	Publikacja wyników za 2019 rok
18 cze	Enea	Publikacja wyników za 1Q'20
25 cze	LPP	Publikacja wyników za 1Q'20
25 cze	Stelmet	Publikacja wyników za 2Q'20
26 cze	Pozbud	Publikacja wyników za 1Q'20
29 cze	Boryszew	Publikacja wyników za 1Q'20

Makroekonomia

PKB w 1Q

Wzrost PKB w I kwartale spowolnił do 2% r/r. To wynik o 0,1pp lepszy od opublikowanego 2 tygodnie temu szybkiego szacunku GUS. To też lepszy wynik niż konsensus oczekiwań analityków z końca kwietnia (my oczekiwaliśmy 1,8%). Wciąż to jednak ekonomiczna archeologia.

Zaskakująca okazała się struktura odczytu. Konsumpcja gospodarstw domowych wzrosła o 1,2% r/r, i to ona oraz spożycie publiczne (przyspieszenie z 3,2% do 4,3%) są głównymi motorami wzrostu w pierwszym kwartale. Zamknięcie części sektorów usługowych w marcu, znaczący spadek wydatków widoczny w danych z kart, jak i w wyniki sprzedaży detalicznej, sugerowały silne spadki w tej kategorii – my oczekiwaliśmy spadku o 0,8%. Rzeczywistość (w danych) okazała się jednak inna i nie doceniliśmy wzrostów w sektorach usługowych w styczniu i lutym. Jest jeszcze inne, alternatywne wytłumaczenie. GUS (i nie tylko) dość mocno wyglądał konsumpcję w epizodach spowolnienia i to dotyczyło przede wszystkim pierwszych odczytów. Naszym zdaniem rewizje PKB, które zobaczymy w przeciągu kilku lat pokażą większą skalę wyhamowania konsumpcji prywatnej. Póki co dołek konsumpcji prywatnej dopiero przed nami i w II kwartale obstawiamy dwucyfrowe spadki r/r.

Rozczarowały inwestycje. Wzrost o 0,9% r/r to wynik dużo gorszy niż nasze oczekiwania (5% r/r). Inwestycje okazały się być pierwszą gospodarczą ofiarą pandemii. W obliczu nadchodzącego kryzysu, spadku produkcji i zamówień, były pierwszymi obszarami ograniczania kosztów. Pewne oznaki dozbierania się firm, pozwalające przenieść część pracowników na home office, widzieliśmy w danych o nakładach inwestycyjnych przedsiębiorstw (50+). Okazały się one jednak niewystarczające. Możliwe też, że proces ograniczania inwestycji rozpoczął się dużo wcześniej niż konsumpcji – wchodziliśmy w ten rok, bez wiedzy o pandemii, z oczekiwaniami spowolnienia wzrostu, w tym obszarze wcześniej widoczne były też globalne zawirowania ze stycznia/lutego związane z wczesnymi problemami w łańcuchu dostaw. Mogło przekładać się to na decyzje inwestycyjne firm. Wisienką na torcie w ograniczaniu inwestycji były prawdopodobnie też samorządy.

Kwartalny odczyt PKB to dopiero początek spadków. Silne tąpnięcie dopiero przed nami – najmocniejsze uderzenie widzimy w II kwartale (-8,4% z ryzykiem w dół) i dopiero od III kwartału rozpocznie się nieśmiały marsz w górę (dynamicznie, bo statystyki r/r pozostaną silnie ujemne).

Sprzedaż detaliczna

Potężne, kwietniowe tąpnięcie o 22,9% r/r w cenach stałych i 22,6% r/r w cenach bieżących szokuje, aczkolwiek nie zaskakuje. Kwarantanna mocno zaburzyła normalny rytm sprzedaży detalicznej. Dołek po-wielkanocny wydarzył się w kwietniu i w maju indeks sprzedaży będzie się już znajdował wyżej – potwierdzają to wewnętrzne dane banków dotyczące transakcji kartowych. Kompozycja nie oferuje wielu niespodzianek. Najszybciej spadały kategorie będące w okresie kwarantanny najmniej potrzebne (samochody, paliwa) lub niedostępne inaczej niż w sprzedaży online (odzież i obuwie). Cała reszta jest po wpływie niższego popytu wynikającego z większej uciążliwości zakupów, samoograniczania się konsumentów i oczywiście ograniczeń chęci zakupów związanych z dużo bardziej pesymistycznym spojrzeniem w przyszłość.

Deflator sprzedaży detalicznej (można założyć, że to inny sposób przedstawienia inflacji w cenach towarów) spadł do 0,3% r/r w kwietniu. To duży spadek, ale w dużej mierze widoczny jest to spadek cen paliw. Można natomiast spokojnie zakładać, że obserwowany ubytek popytu przełoży

się na presję deflacyjną w przyszłych miesiącach i dynamika cen będzie utrzymywać się nisko, jakkolwiek by jej nie mierzyć (czy inflacją CPI, czy deflatorem sprzedaży). Gdyby udało się zmierzyć konsumpcję usług w kwietniu, wynik byłby zapewne dużo gorszy niż sam wynik sprzedaży, bo usługi zostały w większym stopniu dotknięte kwarantanną niż sama sprzedaż towarów. Oczekujemy spadku konsumpcji o 18% w II kwartale i na razie nie widzimy podstaw do rewizji tej prognozy. Powrót do wyższych poziomów konsumpcji będzie silnie rozciągnięty w czasie.

Produkcja przemysłowa

Produkcja sprzedana przemysłu spadła w kwietniu o 24,6% r/r. Zarówno my, jak i pozostali prognozujący analitycy, nie doceniliśmy skali spadków kwietniowej produkcji (nasza prognoza jak i konsensus były na poziomie -12,4%). Kluczem do rozwikłania zagadki tak dużej niespodzianki w przemyśle wydaje się być fakt, że jest to produkcja „sprzedana”, a więc to bardziej odzwierciedlenie popytu na towary produkcyjne niż samej produkcji od strony podażowej – tu mogło wcale nie być tak źle i odłożyły się zapasy. Niestety to tylko spekulacja, której potwierdzić danymi obecnie się nie da. Do zestawu oczywistych wyjaśnień spadku produkcji, tj. wyłączenia części przedsiębiorstw, zmniejszenia liczby zmian, czy braku pracowników, których część przebywa na urloпах opiekuńczych (zgodnie z komentarzem GUS problem ten najbardziej dotyka kategorie produkcji pojazdów samochodowych i mebli), dochodzi więc, coraz wyraźniejsza kwestia braku popytu. Zgodnie z komentarzem GUS do odczytu, głównym powodem spadku produkcji jest spadek nowych zamówień – dotyczy to przede wszystkim produkcji metali, wyrobów z gumy i tworzyw sztucznych, rafinacji ropy, produkcji samochodów i mebli. Maj powinien przynieść poprawę. Następuje odmrażanie gospodarki. Poprawę przemysłowej sytuacji widać też w danych o zapotrzebowaniu na energię elektryczną, które powoli podnosi się po spadkach z kwietnia i marca. Raczej nie ma jednak co liczyć na gwałtowną poprawę.

Struktura odczytu nie zaskakuje. Spadki odnotowano w każdej dużej kategorii – najmocniej tąpnęło przetwórstwo przemysłowe (-27,5% r/r), ale spadek produkcji dotyczył też energii elektrycznej (-15,5% r/r), górnictwa (-9,9% r/r), czy nawet dostawy wody i gospodarowania ściekami (-5,1% r/r). Najbardziej dotkniętą kategorią była produkcja samochodów – tu nakładają się zarówno powody związane z przerwaniem łańcuchem dostaw jak i brakiem zamówień – w efekcie produkcja spadła o prawie 80% r/r. Równie silne spadki dotknęły produkcji skór i wyrobów skórzanych – zanotowano spadek o prawie 70% r/r. Jedyna kategoria na plus to wyroby farmaceutyczne (14,8% r/r), co nie powinno dziwić. Raportowano też zwiększoną produkcję w wybranych kategoriach w produkcji odzieży czy chemikaliów z związku z COVID-19, nie pomogło to jednak dynamikom produkcji w tych grupach wyjść na plus

Rynek pracy

Dane z rynku pracy zaskoczyły nawet największych pesymistów. Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw spadło o 2,1% r/r – znacząco poniżej zarówno konsensusu rynkowego (-0,6% r/r) jak i naszej prognozy (-0,9% r/r). Oznacza to utratę 152 tys. etatów w kwietniu, co jest niespotykanym spadkiem w całej znanej nam historii szeregu. Nie jest to tylko rekord kwietnia, co obrazujemy poniżej, ale wszystkich miesięcy (wyłączając styczniowe dostosowania próby). Musimy jednak pamiętać, że nie oznacza to automatycznie utraty takiej liczby miejsc pracy. Część tej zmiany to osoby przebywające na zasiłkach opiekuńczych lub chorobowych, które GUS wlicza do zmiany zatrudnienia. Szacujemy, że liczba osób na zasiłkach znacząco zwiększyła się w porównaniu do marcowego

odczytu – okres zamknięcia szkół czy przebywania na kwarantannie obejmował cały miesiąc, a nie tylko 2 ostatnie tygodnie. Złe wróży to też majowym danym – liczba osób na zasiłkach nie będzie znacząco spadać. Nie zmienia to jednak faktu, że dużą część spadków można przypisać utracie miejsc pracy. Nieprzedłużane są umowy terminowe, rozwiązywane są umowy na czas nieokreślony. W grę wchodzi też obniżanie wymiaru etatu (a dane przeliczane są na pełne etaty). Pierwsza fala wypowiedzeń umów o pracę następowała z końcem marca – ubytki w zatrudnieniu rozkładać się będą więc na najbliższe miesiące, a kwiecień to dopiero początek. Uruchomienie tarczy finansowej, która uzależnia umorzenie środków od niezmienności liczby zatrudnionych mogło powstrzymać część drugiej fali zwolnień. Należy tu jednak otwarcie przyznać, że nie znamy proporcji osób, które faktycznie straciły pracę i tych, którzy nadal związani są z przedsiębiorstwem, ale świadczą pracę w mniejszym zakresie lub przebywają na zasiłku. Nie wiemy jak w ostatecznym rozrachunku będzie wyglądał rachunek ekonomiczny firm korzystających z pomocy PFR. Czy bodziec ekonomiczny w postaci możliwości uzyskania subwencji zwycięży, czy górę weźmie optymalizacja w dłuższym horyzoncie czasowym. Nie można też wykluczyć sytuacji, że część firm „przechomikuje” zatrudnionych do kwietnia 2021 i zwolnienia zaczną się na nowo po tej dacie.

Wyhamowuje też wzrost płac. Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 1,9% r/r, poniżej zarówno naszej prognozy 3,8% r/r jak i konsensu oczekiwań analityków 4,4% r/r. Taki roczny wzrost wynagrodzeń oznacza solidne spadki w ujęciu miesięcznym – przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw spadło z 5489 PLN do 5285 PLN miesięczne. Spadki płac można przypisać zarówno korzystaniu ze świadczenia postojowego w firmach, jak i niezależnych od rządowej pomocy negocjacji płacowych w przedsiębiorstwach, gdzie zdecydowano się na zbiorowe obniżanie wynagrodzeń o określony procent. Typowe negocjacje płacowe, dotyczące podwyżek pensji, zatrzymały się w marcu. Znajduje to przełożenie na kwietniowy odczyt. W efekcie, spadki zarówno zatrudnienia jak i płac skutkują solidnym tąpnięciem w funduszu płac. Pod tym względem maj nie zanosí się na lepszy miesiąc. Procesy, które opisywaliśmy powyżej często odbywały się w marcu, tak by zatrudnienie i płace mogły zmniejszać się w następnym miesiącu. Część przedsiębiorstw podobne procesy przechodziła w pierwszych tygodniach kwietnia. Maj zapowiada się więc równie pesymistycznie.

Inflacja

Inflacja w maju spadła do 2,9% (flash), ale bazowa wzrosła... Jeśli wstępny odczyt flash zostanie potwierdzony w połowie miesiąca, kompozycja inflacji za maj będzie bardzo ciekawa. Spadkowi inflacji do 2,9% towarzyszył bowiem najprawdopodobniej wzrost inflacji bazowej z 3,6% do 3,7%. Co ciekawe udało nam się precyzyjnie wytypować nie tylko poziom, ale i strukturę inflacji (konsensus na inflację i inflację bazową opiewał odpowiednio na 3,0% oraz 3,6%).

Przede wszystkim w dalszym ciągu spadki cen będą determinowały kategorie, które w zasadzie pozostają egzogeniczne względem polityki pieniężnej (paliwa, żywność). Kategorie bazowe póki co nie chcą spadać. Częściowo wynika to z faktu, że pomiar cen jest utrudniony. Częściowo wynika to również z pewnego rozpędzenia inflacji, które dokonało się jeszcze w czasie domknięcia luki popytowej w 2019 roku. Według wszelkich standardowych narzędzi cyklicznych, inflacja bazowa będzie spadać. Pozostaje jeszcze ustalenie tempa tego spadku i docelowego poziomu inflacji bazowej. Skłaniamy się ku stwierdzeniu, że inflacja CPI będzie za 12 miesięcy niższa niż obecnie. Najniższe odczyty wystąpią na początku 2021 roku i wtedy otrzymamy się o deflację, ale będzie to raczej krótki fenomen. Skala stymulacji monetarnej, fiskalnej (krajowo i globalnie) i

kolejne środki z UE sprawiają, że luka PKB powstała w wyniku zatrzymania aktywności gospodarczej będzie zasypywana szybciej niż pierwotnie sądziliśmy. Liczne pakiety pomocowe zmniejszają też ryzyko negatywnych efektów wtórnych. Pamiętajmy też, że w wyniku utrudnień w przemieszczaniu ludzi (zakaz a potem niechęć) i towarów (ograniczenia podaży) duża część popytu zostanie przekierowana na rynek krajowy (przykład: bon wakacyjny), część usług straci efekty skali pozwalające ustalać niskie koszty. Oczywiście część z tych fenomenów może być kontrowana ze strony zmiany wag inflacyjnych (ale na razie nie ma co dzielić skóry na niedźwiedziu, bo nie wiadomo jak do tego ostatecznie podejdziesz GUS). Z niecierpliwością czekamy na dalsze odczyty inflacji.

Deficyt budżetowy

Ministerstwo Finansów opublikowało szacunkowe wykonanie budżetu za kwiecień – budżetu już obciążonego wpływem pandemii, co widać w wynikach. Dochody ogółem za okres styczeń-kwiecień 2020 rosły do 129,6 mld PLN, a wydatki do 148,5 mld PLN, co skutkuje deficytem budżetu państwa w kwiecień 18,9 mld PLN.

Dochody ogółem po kwietniu są niższe o 0,3 mld w porównaniu do roku ubiegłego - porównując same kwietnie, czyli okres już bezpośrednio objęty pandemią, dochody obniżyły się o 15,7% r/r. Jest to wypadkowa dwóch czynników. Pierwszy to bezpośredni efekt funkcjonowania tzw. tarczy antykryzysowej, która wprost pozwala, np. na odroczenie płatności w PIT i CIT (to sugerowałoby przesunięcie dochodów na późniejsze okresy), ale też np. skracanie etatów i wypłata świadczeń. Drugi czynnik to typowe zachowania cykliczne – spowolnienie gospodarcze, zamrożenie pensji, cięcie etatów, jak i wprost zamknięcie pewnych obszarów działalności (np. usługi), to mniejsze wpływy do budżetu. Przekłada się to na strukturę dochodów. Największy ubytek w budżecie dotyczył podatków dochodowych, tj. tych gdzie oddziaływanie ma zarówno tarcza jak i cykl. Dochody z CITu za okres styczeń – kwiecień były niższe w porównaniu do roku ubiegłego o 28,9% (porównując same kwietnie to spadek o 58,3% r/r). Dochody z PIT były niższe o 10,9% (porównując same kwietnie to spadek o ponad 31% r/r). Mniejsze straty zanotowano w podatkach pośrednich – tu oddziaływał głównie spadek PKB i zamknięcie działalności. Dochody z VAT w pierwszych 4 miesiącach 2020 roku były niższe o 1,7%, a z akcyzy o 1,4% r/r (porównując same kwietnie spadki są już bardziej widoczne, odpowiednio 16,8% i 21,1% r/r). Wynik dochodów nieco ratują wpływy niepodatkowe, które rosły o 8,3 mld PLN r/r (84%), głównie za sprawą dochodów z tytułu premii i odsetek od obligacji skarbowych (w ustawie budżetowej zaplanowano z tego tytułu 1,5 mld PLN, realizacja to już 7,5 mld PLN). Wydatki natomiast rosły, porównując okres styczeń – kwiecień o 18,5 mld PLN, czyli 14,2% r/r. Główny powód to wyższa dotacja do FUS i wyższa subwencja ogólna dla jednostek samorządu terytorialnego. Najbliższe miesiące to dalszy wzrost wydatków, powodowany m.in. skalą działań związanych z tarczą antykryzysową (np. finansowanie świadczenia postojowego, co będzie przekładało się na dalsze dotacje do FUS). Z uwagi na powołane do tego celu fundusze (COVID-19 w BGK) lub wykorzystanie funduszy istniejących (PFR) obciążenie budżetu centralnego będzie zapewne dużo bardziej skromne niż w alternatywnej wersji wydatkowania przechodzącego przez sektor centralny. W sektorze centralnym widoczne będą przede wszystkim ubytki dochodów. Część wydatkowa może w tym roku zaskakiwać in minus.

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

Finanse

Alior Bank

trzymaj (obniżona)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

W 1Q Alior miło nas zaskoczył wynikiem odsetkowym, co było efektem niższego kosztu finansowania, a także słabszym, negatywnym wpływem tzw. „małego TSUE” na wynik odsetkowy. Nie ukrywamy jednak, że Alior jest niezwykle wrażliwy na obniżki stóp procentowych (zarówno wynikowo, jak i wycenowo) dlatego majowe cięcie stopy referencyjnej, spowoduje znaczny ubytek w wyniku Alior Banku. Ostatecznie nasze prognozy na 2021 i 2022 rok spadają o 31%/16%, zaś w 2020 r. wg naszych prognoz będziemy obserwować pogłębienie straty do 89 mln PLN. Zwracamy jednak uwagę, że szorujące po dnie notowania Aliora oraz akumulacja kapitałów przez największe podmioty na rynku finansowym mogą stać się zaczynem dla wezwania na akcje banku, co na pewno wspomogłoby wycenę Aliora. W tym kontekście szczególnie spoglądamy na Grupę PZU, która ma 32% udział w kapitale banku i zapowiedziała zmiany w obszarze swojej bankowości. Ostatecznie obniżamy naszą cenę docelową do 14,98 PLN, a rekomendację do trzymaj.

Cena bieżąca

15,19 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

14,98 PLN

-1,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	14,98 PLN	2020-06-03	
poprzednia	kupuj	21,00 PLN	2020-04-16	
Podstawowe dane			ALR PW	vs. WIG
Ticker	ALR PW	Zmiana 1M	+0,8%	-5,2%
ISIN	PLALIOR00045	Zmiana YTD	-47,0%	-31,6%
Liczba akcji (mln)	129,3	Średni obrót 1M	13,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 963,4	Średni obrót 6M	13,5 mln PLN	
		P/E 12M fwd	48,8	+316,4%
Free float	74,8%	P/E 5Y avg	11,7	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	3 085	3 181	2 740	2 601	2 771
WNDB	4 124	4 140	3 617	3 505	3 718
Koszty	-1 847	-1 976	-1 685	-1 649	-1 650
Saldo rezerw	-1 080	-1 443	-1 774	-1 328	-1 298
Zysk netto	713	253	-89	203	384
P/E	2,5	7,1	-	8,9	4,7
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
ROE	10,8%	3,8%	-	3,0%	5,4%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy			-3,6%	-5,5%	-5,5%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			-1,5%	-1,5%	-1,5%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			-295,9%	-26,9%	-20,1%

RZiS

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	3 085	3 181	2 740	2 601	2 771
Wynik prowizyjny	436	667	608	624	657
Wynik handlowy	476	149	119	121	124
Pozostałe przychody netto	127	143	151	158	166
Wynik pozaodsetkowy	1 039	959	878	903	946
WNDB	4 124	4 140	3 617	3 505	3 718
Koszty operacyjne	1 847	1 705	1 685	1 649	1 650
Zysk operacyjny	2 277	2 164	1 933	1 856	2 068
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	159	528	770
Podatek	275	242	33	111	162
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	208	226	215	214	224
Zysk netto	713	253	-89	203	384

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	5 122	6 101	6 471
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	0
Kapitały własne	6 486	6 759	6 670	6 873	7 388

Wskaźniki

(%)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
NIM	4,5%	4,5%	3,8%	3,7%	3,8%
C/I	44,8%	47,7%	46,6%	47,0%	44,4%
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%	13,6%	13,3%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2020-22)	0	0%
Korekta o PV	321	7%
Etap II (2023-37)	2 713	61%
Etap III (2038-57)	749	17%
Wartość rezydualna	654	15%
Wartość godziwa	4 437	100%
Liczba akcji (mln)	129	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	34,33	
Cena docelowa za 9M (PLN)	36,52	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	7 419	174%
Etap I (2020-22)	-710	-17%
Korekta o PV	142	3%
Etap II (2023-37)	-1 840	-43%
Etap III (2038-57)	-752	-18%
Wartość godziwa	4 260	100%
Liczba akcji (mln)	129	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	32,96	
Cena docelowa za 9M (PLN)	35,06	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	4 437
Zyski ekonomiczne	50%	4 260
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		33,64
Podatek bankowy		-19,56
Wartość godziwa na akcję		14,08
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		14,98

Handlowy trzymaj (podtrzymana)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Kolejna obniżka stóp procentowych z pewnością bardzo mocno zaciąży wynikom Banku Handlowego, które i tak w 1Q 2020 nie były najlepsze. W efekcie obniżamy nasze prognozy na lata 2020-22 o 28-10%, a cenę docelową do 37,64 PLN. W 1Q wbrew oczekiwaniom, bank nie zdołał pokazać dobrego wyniku na działalność skarbcowej, głównie ze względu na negatywną wycenę części instrumentów pochodnych, nie powinno to się powtórzyć w kolejnych kwartałach. Biorąc pod uwagę powyższe oraz fakt, że bank kupował obligacje w 1Q uważamy, że wynik handlowy w całym 2020 r. nadal może być solidny. Do tej pory bank zawiązał około 53 mln PLN rezerw w związku z COVID-19, zwracamy jednak uwagę na dużą ekspozycję Handlowego na eksporterów oraz relatywnie wysokie zobowiązania pozabilansowe, co może ciążyć na kosztach ryzyka. Spadek naszej wyceny amortyzuje dodatkowa dywidenda w 2022 roku z zysku niepodzielonego za 2019 rok. Ostatecznie utrzymujemy rekomendację trzymaj.

Cena bieżąca

38,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

37,64 PLN

-0,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	37,64 PLN	2020-06-03	
poprzednia	trzymaj	39,86 PLN	2020-04-16	
Podstawowe dane			BHW PW	vs. WIG
Ticker	BHW PW	Zmiana 1M	+3,7%	-2,3%
ISIN	PLBH000000012	Zmiana YTD	-26,6%	-11,2%
Liczba akcji (mln)	130,7	Średni obrót 1M	2,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 965,1	Średni obrót 6M	2,4 mln PLN	
		P/E 12M fwd	14,7	+17,8%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	12,5	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	1 108	1 154	1 013	863	938
WNDB	2 159	2 256	2 126	2 007	2 124
Koszty	-1 180	-1 254	-1 246	-1 264	-1 295
Saldo rezerw	-64	-238	-432	-201	-124
Zysk netto	639	487	226	296	419
P/E	7,4	9,8	21,0	16,0	11,3
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
ROE	9,1%	6,9%	3,1%	4,1%	5,8%
DPS	4,10	3,74	0,00	2,55	3,57
DYield	10,8%	9,8%	0,0%	6,7%	9,4%
Zmiana prognoz					
Wynik odsetkowy			+6,3%	-4,6%	-3,8%
Wynik prowizyjny			+2,8%	+3,6%	+4,4%
Koszty razem			+1,7%	+2,5%	+2,4%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			-28,0%	-15,4%	-9,8%

RZiS

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	1 108	1 154	1 013	863	938
Wynik prowizyjny	550	565	555	573	595
Wynik handlowy	487	491	511	522	540
Pozostałe przychody netto	15	46	46	48	50
Wynik pozaodsetkowy	1 052	1 102	1 112	1 144	1 185
WNDB	2 159	2 256	2 126	2 007	2 124
Koszty operacyjne	1 180	1 254	1 246	1 264	1 295
Zysk operacyjny	980	1 002	879	743	829
Saldo rezerw	64	238	432	201	124
Udział w jednostkach zał	0	0	0	0	0
Wynik brutto	916	764	447	543	704
Podatek	190	180	101	122	158
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	87	98	121	124	127
Zysk netto	639	487	226	296	419

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Kredyty netto	19 802	20 589	20 840	21 566	22 252
Pozostałe aktywa	29 503	31 397	30 093	31 195	32 145
Aktywa razem	49 305	51 986	50 933	52 761	54 398
Depozyty	31 057	35 231	35 039	36 233	37 616
Pozostałe zobowiązania	11 191	9 674	8 587	9 257	9 560
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	0
Kapitały własne	7 057	7 081	7 307	7 271	7 223

Wskaźniki

(%)	2018	2019	2020P	2022P	2021P
NIM	2,5%	2,4%	2,1%	1,7%	1,8%
C/I	54,6%	55,6%	58,6%	63,0%	61,0%
CoR	0,3%	1,1%	2,0%	0,9%	0,5%
NPL Ratio	3,0%	3,4%	3,5%	3,5%	3,5%
Tier 1	16,8%	16,7%	18,5%	18,0%	17,3%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2020-22)	648	10%
Korekta o PV	479	8%
Etap II (2023-37)	4 482	71%
Etap III (2038-57)	410	6%
Wartość rezydualna	296	5%
Wartość godziwa	6 315	100%
Liczba akcji (mln)	131	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	48,33	
Cena docelowa za 9M (PLN)	51,41	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	8 659	143%
Etap I (2020-22)	-830	-14%
Korekta o PV	202	3%
Etap II (2023-37)	-1 579	-26%
Etap III (2038-57)	-414	-7%
Wartość godziwa	6 038	100%
Liczba akcji (mln)	131	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	46,21	
Cena docelowa za 9M (PLN)	49,16	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	6 315
Zyski ekonomiczne	50%	6 038
Średnia wartość godziwa		6 177
na akcję (PLN)		47,27
Podatek bankowy		-11,89
Wartość godziwa na akcję		35,39
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		37,64

ING BSK sprzedaj (podtrzymana)

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

Wyniki 1Q w ING były obiecujące zwłaszcza na linii przychodów odsetkowych oraz saldzie rezerw bez wpływu COVID-19. Co ciekawe, zaskoczenie na wyniku odsetkowym jest w tym przypadku wyższe niż kwartalny efekt cięcia stóp procentowych, przez co nasza prognoza na 2020 r. minimalnie rośnie. Tak jak w przypadku innych banków zakładamy wyższe opłaty i prowizje oraz niższy wynik handlowy. Sumarycznie nasze prognozy rosną o odpowiednio 1%/2%/2% w latach 2020-22, nie zmienia to jednak faktu, że spodziewamy się spadku EPS w 2020 o 45% R/R wobec spadku kursu o 29% YTD. Choć uważamy, że relatywnie wysoka na tle sektora rentowność zasługuje na premię, to nie aż taką na jaką wskazuje rynek, dlatego zalecamy sprzedawać walory ING z ceną docelową na poziomie 117,78 PLN.

Cena bieżąca	145,20 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	117,78 PLN	-18,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	sprzedaj	117,78 PLN	2020-06-03
poprzednia	sprzedaj	114,14 PLN	2020-04-16
Podstawowe dane			
			ING PW vs. WIG
Ticker	ING PW	Zmiana 1M	+8,8% +2,9%
ISIN	PLBSK0000017	Zmiana YTD	-26,9% -11,4%
Liczba akcji (mln)	130,1	Średni obrót 1M	3,0 mln PLN
MC (mln PLN)	18 890,5	Średni obrót 6M	2,6 mln PLN
		P/E 12M fwd	17,8 +19,4%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	14,9 premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	3 760	4 294	4 388	4 344	4 521
WNDB	5 233	5 790	5 934	5 927	6 166
Koszty	-2 327	-2 497	-2 671	-2 746	-2 826
Saldo rezerw	-501	-606	-1 483	-1 174	-860
Zysk netto	1 526	1 659	915	1 076	1 423
P/E	11,0	10,1	18,4	15,6	11,8
P/BV	1,4	1,2	1,2	1,2	1,1
ROE	12,1%	11,6%	5,9%	6,7%	8,5%
DPS	3,20	3,50	0,00	3,52	4,13
DYield	2,2%	2,4%	0,0%	2,4%	2,8%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy			+2,2%	+0,6%	+1,0%
Wynik prowizyjny			+6,8%	+7,7%	+7,7%
Koszty razem			+4,1%	+3,1%	+3,1%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			+1,3%	+1,8%	+2,2%

RZiS

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	3 760	4 294	4 388	4 344	4 521
Wynik prowizyjny	1 305	1 372	1 401	1 435	1 495
Wynik handlowy	154	130	130	133	136
Pozostałe przychody netto	14	-6	14	14	15
Wynik pozaodsetkowy	1 473	1 496	1 546	1 582	1 645
WNDB	5 233	5 790	5 934	5 927	6 166
Koszty operacyjne	2 327	2 497	2 671	2 746	2 826
Zysk operacyjny	2 906	3 292	3 263	3 181	3 340
Saldo rezerw	501	606	1 483	1 174	860
Udział w jednostkach zał	0	7	17	17	17
Wynik brutto	2 405	2 694	1 798	2 024	2 497
Podatek	507	599	403	453	559
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	372	436	480	495	515
Zysk netto	1 526	1 659	915	1 076	1 423

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Kredyty netto	103 126	118 288	123 228	123 831	133 518
Pozostałe aktywa	38 477	40 323	45 369	47 445	48 485
Aktywa razem	141 603	158 611	168 598	171 276	182 003
Depozyty	117 683	130 474	141 064	142 175	149 790
Pozostałe zobowiązania	10 584	12 914	11 759	12 804	14 863
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	0
Kapitały własne	13 336	15 223	15 775	16 296	17 350

Wskaźniki

(%)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
NIM	2,9%	2,9%	2,7%	2,6%	2,6%
C/I	44,5%	43,1%	45,0%	46,3%	45,8%
CoR	0,5%	0,5%	1,2%	0,9%	0,7%
NPL Ratio	2,8%	3,0%	3,2%	3,6%	3,6%
Tier 1	14,8%	14,5%	16,6%	17,2%	16,9%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2020-2022)	810	4%
Korekta o PV	1 427	7%
Etap II (2023-37)	12 178	59%
Etap III (2038-57)	3 895	19%
Wartość rezydualna	2 243	11%
Wartość godziwa	20 553	100%
Liczba akcji (mln)	130	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	157,98	
Cena docelowa za 9M (PLN)	168,05	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	16 306	82%
Etap I (2020-22)	104	1%
Korekta o PV	660	3%
Etap II (2023-37)	2 082	11%
Etap III (2038-57)	620	3%
Wartość godziwa	19 772	100%
Liczba akcji (mln)	130	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	151,98	
Cena docelowa za 9M (PLN)	161,66	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	20 553
Zyski ekonomiczne	50%	19 772
Średnia wartość godziwa		20 163
na akcję (PLN)		154,98
Podatek bankowy		-44,26
Wartość godziwa na akcję		110,72
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		117,78

Millennium kupuj (podwyższona)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Obniżamy nasze prognozy wyniku odsetkowego bardziej niż sugerowała ostatnia obniżka, ze względu na pierwotne niedoszacowanie wrażliwości banku na cięcie stóp procentowych. Z drugiej strony wyniki za 1Q pozytywnie zaskoczyły nas pod względem bazy kosztowej przez co obniżamy koszty w kolejnych latach prognozy o około 6%. Rezerwa na tzw. „małe TSUE” również okazała się niższa niż zakładaliśmy (100 mln PLN), co dodatkowo poprawi wynik w 2020 r. Środowisko niskich stóp procentowych oraz bardzo dobre wyniki w 1Q skłoniły nas do podwyższenia wyniku prowizyjnego. Wszystkie powyższe czynniki sprawiają, że podwyższamy nasze prognozy dla Millennium w latach 21-22 o 12-14%, pomimo ostatniego ruchu po stronie RPP. Obecnie wyceniamy bank na 0,5x P/BV, ze względu na niską rentowność i brak dywidend, niemniej jednak wyższe prognozy implikują cenę docelową na poziomie 3,72 PLN i rekomendację kupuj.

Cena bieżąca

2,64 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

3,72 PLN

+41,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	3,72 PLN	2020-06-03
poprzednia	trzymaj	3,38 PLN	2020-04-16
Podstawowe dane			MIL PW vs. WIG
Ticker	MIL PW	Zmiana 1M	-6,3% -12,2%
ISIN	PLBIG0000016	Zmiana YTD	-54,9% -39,4%
Liczba akcji (mln)	1 213,1	Średni obrót 1M	19,9 mln PLN
MC (mln PLN)	3 200,2	Średni obrót 6M	7,5 mln PLN
		P/E 12M fwd	11,5 -2,5%
Free float	50,0%	P/E 5Y avg	11,8 dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	1 817	2 437	2 460	2 410	2 576
WNDB	2 778	3 552	3 633	3 564	3 779
Koszty	1 332	-1 842	-1 927	-1 875	-1 867
Saldo rezerw	-222	-627	-1 153	-1 002	-1 164
Zysk netto	761	561	158	259	303
P/E	3,7	5,0	17,6	10,8	9,2
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
ROE	9,4%	6,5%	1,8%	3,0%	3,4%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy			-4,7%	-5,8%	-5,9%
Wynik prowizyjny			+6,4%	+7,0%	+7,9%
Koszty razem			-11,0%	-6,9%	-7,1%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			+427,6%	+13,7%	+12,1%

RZiS

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	1 817	2 437	2 460	2 410	2 576
Wynik prowizyjny	661	699	745	773	809
Wynik handlowy	248	318	328	279	287
Pozostałe przychody netto	51	98	100	103	107
Wynik pozaodsetkowy	960	1 115	1 173	1 155	1 203
WNDB	2 778	3 552	3 633	3 564	3 779
Koszty operacyjne	1 332	1 842	1 927	1 875	1 867
Zysk operacyjny	1 445	1 710	1 707	1 689	1 912
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	553	688	748
Podatek	264	275	119	148	161
Zyski mniejszościowych	959	0	0	0	0
Podatek bankowy	198	248	276	281	285
Zysk netto	761	561	158	259	303

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Kredyty netto	52 712	69 755	70 307	71 826	74 386
Pozostałe aktywa	27 747	28 301	27 805	28 630	29 773
Aktywa razem	80 459	98 056	98 112	100 456	104 159
Depozyty	66 244	81 455	81 845	83 921	87 365
Pozostałe zobowiązania	5 831	7 660	7 764	7 822	7 837
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	0
Kapitały własne	8 384	8 942	8 503	8 714	8 957

Wskaźniki

(%)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
NIM	2,5%	2,8%	2,6%	2,5%	2,6%
C/I	47,9%	51,8%	53,0%	52,6%	49,4%
CoR	0,5%	0,7%	1,4%	0,9%	0,6%
NPL Ratio	4,5%	4,5%	4,3%	4,3%	4,3%
Tier 1	19,8%	17,8%	17,2%	17,0%	16,8%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2020-22)	0	0%
Korekta o PV	414	7%
Etap II (2023-37)	3 836	61%
Etap III (2038-57)	1 202	19%
Wartość rezydualna	870	14%
Wartość godziwa	6 321	100%
Liczba akcji (mln)	1 213	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	5,21	
Cena docelowa za 9M (PLN)	5,54	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	9 657	110%
Etap I (2020-22)	-908	-10%
Korekta o PV	153	2%
Etap II (2023-37)	378	4%
Etap III (2038-57)	-514	-6%
Wartość godziwa	8 766	100%
Liczba akcji (mln)	1 213	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	7,23	
Cena docelowa za 9M (PLN)	7,69	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	6 321
Zyski ekonomiczne	50%	8 766
Średnia wartość godziwa		7 544
na akcję (PLN)		6,22
Podatek bankowy		-2,72
Wartość godziwa na akcję		3,49
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		3,72

Pekao kupuj (podtrzymana)

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

Zarząd Pekao oczekuje, że koszt ryzyka w 2020 wzrośnie 2x-3x względem znormalizowanego poziomu, zaś marża odsetkowa w 2020 roku obniży się o 45 p.b. odzwierciedlając spadek stopy bazowej o 140 p.b. W obliczu słabości wyniku odsetkowego zwracamy uwagę na silny wynik poza odsetkowy Pekao, który w 2019 roku wyniósł aż 35%. Co więcej w naszych prognozach zakładamy, że bank chociaż częściowo będzie chciał odrobić kolejne cięcia stóp poprzez zwiększenie części opłat i prowizji. Dodatkowo wyniki mogą być nadal wsparte przez zwolnienia grupowe, na które rezerwa została już utworzona w 1Q'20 oraz dalszą redukcję oddziałów. Uważamy, że koszt ryzyka w Pekao w 2020 roku powinien znajdować się także poniżej średniej ze względu na odporny na stresy korporacyjny portfel kredytowy. W 2021 r. zakładamy wysoką dywidendę, zawierającą 75% zysku netto z 2019 roku. Ostatecznie obniżyliśmy nasze prognozy o 20%/16%/7% w latach 2020-22, co zaowocowało ceną docelową 68,90 PLN i utrzymaniem rekomendacji kupuj.

Cena bieżąca	52,40 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	68,90 PLN	+31,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	68,90 PLN	2020-06-03
poprzednia	kupuj	77,70 PLN	2020-04-16
Podstawowe dane			
	PEO PW	Zmiana 1M	+0,8% -5,2%
Ticker	PLPEKAO000016	Zmiana YTD	-47,8% -32,4%
Liczba akcji (mln)	262,5	Średni obrót 1M	108,2 mln PLN
MC (mln PLN)	13 753,4	Średni obrót 6M	79,5 mln PLN
		P/E 12M fwd	9,8 -17,1%
Free float	67,2%	P/E 5Y avg	11,8 dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	4 994	5 468	4 977	4 703	5 217
WNDB	7 830	8 282	7 743	7 592	8 225
Koszty	-3 710	-3 992	-3 824	-3 768	-3 831
Saldo rezerw	-511	-696	-1 423	-1 160	-836
Zysk netto	2 287	2 165	1 321	1 439	2 088
P/E	5,7	6,1	9,9	9,1	6,3
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5
ROE	9,9%	9,4%	5,5%	5,9%	8,5%
DPS	7,90	6,60	0,00	9,96	4,11
DYield	15,1%	12,6%	0,0%	19,0%	7,8%
Zmiana prognoz			2020P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy			-5,0%	-10,5%	-8,9%
Wynik prowizyjny			+3,2%	+4,2%	+5,6%
Koszty razem			-0,7%	-2,9%	-4,2%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			-20,1%	-16,5%	-7,1%

RZiS

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	4 994	5 468	4 977	4 703	5 217
Wynik prowizyjny	2 463	2 534	2 484	2 562	2 669
Wynik handlowy	237	237	211	260	265
Pozostałe przychody netto	137	44	71	67	74
Wynik pozaodsetkowy	2 836	2 814	2 766	2 888	3 008
WNDB	7 830	8 282	7 743	7 592	8 225
Koszty operacyjne	3 710	3 992	3 824	3 768	3 831
Zysk operacyjny	4 120	4 290	3 919	3 824	4 394
Saldo rezerw	511	696	1 423	1 160	836
Udział w jednostkach zał	0	0	0	0	0
Wynik brutto	3 609	3 594	2 496	2 664	3 558
Podatek	760	836	574	613	818
Zyski mniejszościowych	-1	-2	-2	-2	-2
Podatek bankowy	562	591	600	610	650
Zysk netto	2 287	2 165	1 321	1 439	2 088

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2020-22)	3 066	12%
Korekta o PV	1 760	7%
Etap II (2023-37)	15 818	63%
Etap III (2038-57)	2 761	11%
Wartość rezydualna	1 635	7%
Wartość godziwa	25 039	100%
Liczba akcji (mln)	262	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	95,45	
Cena docelowa za 9M (PLN)	101,53	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	26 264	109%
Etap I (2020-22)	143	1%
Korekta o PV	804	3%
Etap II (2023-37)	-1 476	-6%
Etap III (2038-57)	-1 651	-7%
Wartość godziwa	24 084	100%
Liczba akcji (mln)	262	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	91,76	
Cena docelowa za 9M (PLN)	97,61	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	25 039
Zyski ekonomiczne	50%	24 084
Średnia wartość godziwa		24 562
na akcję (PLN)		93,60
Podatek bankowy		-28,83
Wartość godziwa na akcję		64,77
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		68,90

PKO BP trzymaj (obniżona)

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

Znacznie lepszy od naszych oczekiwań wynik odsetkowy w 1Q daje nadzieję na częściową amortyzację majowej obniżki stóp procentowych w ramach naszych prognoz. W naszych prognozach odzwierciedlamy podwyżki prowizji, które będą odpowiedzią banków na środowisko niskich stóp procentowych. Wbrew naszym wcześniejszym oczekiwaniom bank nie zdecydował się na realizację zysku z obligacji, przez co korygujemy w dół nasze prognozy dotyczące wyniku handlowego w 2020 roku. Nie zmieniamy naszej prognozy dotyczącej salda rezerw, chociaż tak samo jak w przypadku innych banków zaznaczamy, że skokowego wzrostu kosztów ryzyka należy się spodziewać po zakończeniu okresu moratoriów, czyli pod koniec 2020 r. lub nawet na początku 2021 r. Spodziewamy się, że zatrzymanie niepodzielonego zysku za 2019 r., zaowocuje bardzo wysoką dywidendą w 2021 i 2022 roku. Ostatecznie nasza cena docelowa to 22,58 PLN, zaś rekomendacja to trzymaj.

Cena bieżąca	22,06 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	22,58 PLN	+2,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	22,58 PLN	2020-06-03
poprzednia	akumuluj	24,85 PLN	2020-04-16
Podstawowe dane			
Ticker	PKO PW	Zmiana 1M	+0,2%
ISIN	PLPKO0000016	Zmiana YTD	-36,0%
Liczba akcji (mln)	1 250,0	Średni obrót 1M	84,6 mln PLN
MC (mln PLN)	27 575,0	Średni obrót 6M	91,0 mln PLN
		P/E 12M fwd	9,9
Free float	70,6%	P/E 5Y avg	12,0
		dyskonto	

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	9 353	10 279	9 801	9 476	10 115
WNDB	13 660	15 038	14 273	14 318	15 270
Koszty	6 218	-6 967	-6 695	-6 867	-7 172
Saldo rezerw	-1 451	-1 261	-3 915	-2 958	-2 785
Zysk netto	3 741	4 031	1 830	2 455	3 092
P/E	7,0	6,5	14,4	10,7	8,5
P/BV	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
ROE	9,9%	10,0%	4,3%	5,7%	7,0%
DPS	0,55	1,33	0,00	2,07	2,22
DYield	2,5%	6,0%	0,0%	9,4%	10,1%
Zmiana prognoz					
Wynik odsetkowy			+2,0%	-2,3%	-3,8%
Wynik prowizyjny			+8,4%	+7,0%	+9,5%
Koszty razem			+2,1%	+2,1%	+2,1%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			-7,1%	-9,5%	-9,7%

RZiS

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	9 353	10 279	9 801	9 476	10 115
Wynik prowizyjny	3 013	3 047	3 148	3 187	3 473
Wynik handlowy	664	807	373	657	624
Pozostałe przychody netto	630	905	950	998	1 058
Wynik pozaodsetkowy	4 307	4 759	4 471	4 841	5 155
WNDB	13 660	15 038	14 273	14 318	15 270
Koszty operacyjne	6 218	6 967	6 695	6 867	7 172
Zysk operacyjny	7 442	8 071	7 577	7 450	8 097
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	3 695	4 527	5 349
Podatek	-1 336	-1 787	-813	-996	-1 123
Zyski mniejszościowych	-1	-1	-1	-1	-1
Podatek bankowy	950	1 022	1 052	1 075	1 133
Zysk netto	3 741	4 031	1 830	2 455	3 092

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2020-22)	4 365	11%
Korekta o PV	2 235	6%
Etap II (2023-37)	27 728	69%
Etap III (2038-57)	4 190	10%
Wartość rezydualna	1 677	4%
Wartość godziwa	40 195	100%
Liczba akcji (mln)	1 250	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	32,16	
Cena docelowa za 9M (PLN)	34,21	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	45 902	117%
Etap I (2020-22)	-1 409	-4%
Korekta o PV	1 312	3%
Etap II (2023-37)	-4 414	-11%
Etap III (2038-57)	-2 119	-5%
Wartość godziwa	39 271	100%
Liczba akcji (mln)	1 250	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	31,42	
Cena docelowa za 9M (PLN)	33,42	

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	43 684	48 800	53 405
Udziały mniejszościowe	-10	-9	-9	-10	-10
Kapitały własne	39 111	41 587	43 417	43 290	44 437

Wskaźniki

(%)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
NIM	3,2%	3,2%	2,9%	2,8%	2,8%
C/I	45,5%	46,3%	46,9%	48,0%	47,0%
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%	40 195
Zyski ekonomiczne	50%	39 271
Średnia wartość godziwa		39 733
na akcję (PLN)		31,79
Podatek bankowy		-10,56
Wartość godziwa na akcję		21,22
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		22,58

Santander Bank Polska akumuluj (obniżona)

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

Podobnie jak w przypadku innych banków w 1Q Santander zaskoczył nas pozytywnie na linii przychodów odsetkowych, przez co w naszych prognozach efekt cięcia stóp procentowych będzie umiarkowany. Oprócz wyniku odsetkowego w naszych prognozach obniżamy wynik handlowy, ponieważ Santander nie zdecydował się na znaczącą realizację zysków. Z drugiej strony spodziewamy się, że Santander podwyższy cennik opłat i prowizji, co chociaż częściowo będzie pozwalało odrobić utracone przychody z odsetek. Cały czas uważamy, że Santander ma jeszcze nie w pełni zrealizowane synergije kosztowe z fuzji z Deutsche Bankiem, co również może wspierać wyniki banku. Zakładamy również relatywnie wysoką dywidendę w 2021 roku. Dodatkowo uważamy, że bank może nadal nas pozytywnie zaskoczyć na linii salda rezerw gdzie prognozujemy koszt ryzyka na poziomie 167 p.b., czyli jednym z najwyższych pośród analizowanych przez nas banków. Ostatecznie obniżyliśmy nasze prognozy na lata 2020-22 o 10%/17%/10%, przez co cena docelowa spadła do 179,37 PLN, a rekomendacja do akumuluj.

Cena bieżąca	163,60 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	179,37 PLN	+9,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	akumuluj	179,37 PLN	2020-06-03
poprzednia	kupuj	194,52 PLN	2020-04-16
Podstawowe dane		SPL PW	vs. WIG
Ticker	SPL PW	Zmiana 1M	+0,4% -5,6%
ISIN	PLBZ000000044	Zmiana YTD	-46,8% -31,3%
Liczba akcji (mln)	102,1	Średni obrót 1M	22,3 mln PLN
MC (mln PLN)	16 701,6	Średni obrót 6M	20,6 mln PLN
		P/E 12M fwd	11,2 -13,0%
Free float	31,7%	P/E 5Y avg	12,9 dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	5 742	6 580	5 953	5 846	6 287
WNDB	8 296	9 485	8 792	8 829	9 451
Koszty	-3 769	-4 489	-4 103	-4 010	-4 051
Saldo rezerw	-1 085	-1 219	-2 487	-2 179	-2 119
Zysk netto	2 363	2 138	896	1 240	1 730
P/E	6,4	7,2	17,2	12,4	8,9
P/BV	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6
ROE	10,1%	8,5%	3,5%	4,7%	6,4%
DPS	3,10	19,72	0,00	16,25	17,25
DYield	1,9%	12,1%	0,0%	9,9%	10,5%
Zmiana prognoz		2020P	2021P	2022P	
Wynik odsetkowy		-3,0%	-7,8%	-6,4%	
Wynik prowizyjny		+7,4%	+4,9%	+5,6%	
Koszty razem		-2,1%	-1,4%	-1,5%	
Saldo rezerw		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		-10,0%	-17,1%	-9,6%	

RZiS

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	5 742	6 580	5 953	5 846	6 287
Wynik prowizyjny	2 058	2 128	2 141	2 207	2 373
Wynik handlowy	282	500	450	518	523
Pozostałe przychody netto	214	276	248	258	269
Wynik pozaodsetkowy	2 554	2 904	2 839	2 983	3 164
WNDB	8 296	9 485	8 792	8 829	9 451
Koszty operacyjne	3 769	4 489	4 103	4 010	4 051
Zysk operacyjny	4 527	4 996	4 690	4 819	5 400
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	2 269	2 707	3 348
Podatek	727	800	477	568	703
Zyski mniejszościowych	-334	-306	-305	-305	-304
Podatek bankowy	-500	-599	-591	-593	-612
Zysk netto	2 363	2 138	896	1 240	1 730

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2020-22)	1 895	8%
Korekta o PV	1 481	6%
Etap II (2023-37)	15 610	64%
Etap III (2038-57)	3 948	16%
Wartość rezydualna	1 305	5%
Wartość godziwa	24 238	100%
Liczba akcji (mln)	99	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	244,25	
Cena docelowa za 9M (PLN)	259,82	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	25 791	111%
Etap I (2020-22)	-867	-4%
Korekta o PV	421	2%
Etap II (2023-37)	-1 203	-5%
Etap III (2038-57)	-964	-4%
Wartość godziwa	23 178	100%
Liczba akcji (mln)	99	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	233,57	
Cena docelowa za 9M (PLN)	248,46	

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	22 790	23 892	26 619
Udziały mniejszościowe	1 564	1 548	1 535	1 522	1 510
Kapitały własne	25 031	25 432	26 328	26 297	27 830

Wskaźniki

(%)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
NIM	3,3%	3,3%	3,0%	2,9%	2,9%
C/I	45,4%	47,3%	46,7%	45,4%	42,9%
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%	16,1%	15,9%

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	24 238
Zyski ekonomiczne	50%	23 178
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		238,91
Podatek bankowy		-70,29
Wartość godziwa na akcję		168,62
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		179,37

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 po trzech obniżkach stóp jest znacznie mniej rentowny. 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. Uważamy, że wyniki 1Q'20 były najsłabsze w roku i obecnie należy oczekiwać ich znaczącego odbicia w 2Q. PZU w wynikach za 1Q'20 spisało 516 mln PLN goodwill związanego z Alior, co nadal pozostawia nam zapas 200 mln PLN w naszych prognozach na kolejne odpisy. Uważamy, że PZU jest jedną z najbezpieczniejszych alternatyw w sektorze finansowym na czasy pandemii i pozostawiamy bez zmian nasze zalecenie kupuj.

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 banł	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	

30,04 PLN **potencjał zmiany****Cena bieżąca**35,93 PLN **+19,6%****Cena docelowa**

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

Podstawowe dane	PZU PW	Zmiana 1M	PZU vs. WIG
Ticker	PZU PW	Zmiana YTD	-0,8% -6,8%
ISIN	PLPZU0000011	Średni obrót 1M	-25,0% -9,5%
Liczba akcji (mln)	863,5	Średni obrót 6M	60,3 mln PLN
MC (mln PLN)	25 940,2	P/E 12M fwd	76,2 mln PLN
Free float	64,8%	P/E 5Y avg	8,5 -13,8%
			9,8 dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Skł. przyp. brutto	23 470	24 191	24 145	24 643	25 309
Odszkodowania	-14 563	-15 695	-15 391	-15 808	-16 225
Wynik inw.	892	2 210	1 611	1 671	1 826
Koszty razem	-4 750	-5 119	-5 133	-5 296	-5 418
Zysk netto	3 213	3 295	2 555	2 853	3 090
P/E	8,1	7,9	10,2	9,1	8,4
P/BV	1,7	1,6	1,4	1,3	1,3
ROE	21,7%	21,2%	14,6%	14,9%	15,4%
DPS	2,70	2,80	0,00	2,37	2,64
DYield	9,0%	9,3%	0,0%	7,9%	8,8%
Zmiana prognoz		2020P	2021P	2022P	
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	

Skarbiec Holding akumuluj (obniżona)

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

Ze względu na znaczący wzrost kursu akcji obniżamy naszą rekomendację kupuj do akumuluj pozostawiając bez zmian cenę docelową. 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 spadała 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 19%. 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.

Cena bieżąca	19,05 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	21,20 PLN	+11,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	akumuluj	21,20 PLN	2020-06-03
poprzednia	kupuj	21,20 PLN	2020-03-04
Podstawowe dane			
		SKH PW	vs. WIG
Ticker	SKH PW	Zmiana 1M	+4,1% -1,9%
ISIN	PLSKRBH00014	Zmiana YTD	+0,3% +15,7%
Liczba akcji (mln)	6,8	Średni obrót 1M	0,0 mln PLN
MC (mln PLN)	130,0	Średni obrót 6M	0,1 mln PLN
		P/E 12M fwd	5,7 -3,4%
Free float	25,4%	P/E 5Y avg	5,9 dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	18/19	19/20P	20/21P	21/22P
Przychody ogółem	112,9	76,3	83,6	84,2
opłata stała	78,3	65,4	60,0	58,4
opłata zmienna	33,2	9,6	22,4	24,5
Koszty razem	-75,0	-61,3	-62,7	-65,0
Zysk netto	31,2	13,0	17,7	16,4
P/E	4,0	9,6	7,0	7,6
P/BV	1,3	1,2	1,2	1,2
ROE	30,3%	12,0%	16,3%	15,3%
DPS	4,45	0,50	3,69	1,80
DYield	23,3%	2,6%	19,4%	9,4%
Zmiana prognoz				
	2020P	2021P	2022P	
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 działalno:	-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	

Podsumowanie wyceny

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

Wycena na akcję

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

GPW trzymaj (bez zmian)

Nikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 mikolaj.lemanczyk@mbank.pl

Od czasu naszej pozytywnej rekomendacji ze stycznia, notowania GPW pobiły indeks WIG o około 20%. Niewątpliwie GPW była bezpośrednim beneficjentem zamieszania na światowych rynkach, co znajduje potwierdzenie w rekordowych obrotach na rynku akcji, które rozpoczęły się w marcu i były kontynuowane w kwietniu. Część dodatkowych obrotów można przypisać do wzmożonej aktywności inwestorów indywidualnych, co dodatkowo będzie podbijało przychody z rynków finansowych w pierwszej połowie 2020 r., ze względu na wyższą prowizję. Wysoka zmienność promowała lokalny rynek derywatów. Solidne w Q1 zaprezentowała się również giełda towarowa TGE. Przestrzegamy przed nadmiernym optymizmem. Po pierwsze obecny spadek aktywności ekonomicznej z pewnością znajdzie swoje odzwierciedlenie w zużyciu energii elektrycznej i gazu, co może być widoczne w obrotach na TGE w dalszej części roku. Po drugie odpływ środków z funduszy akcyjnych, przerwanie implementacji PPK oraz niski poziom zaufania do rynku kapitałowego, mogą przełożyć się na strukturalnie niższe obroty na GPW w średnim terminie, zwłaszcza jeżeli minie „gorączka inwestorów indywidualnych”. Co więcej zgodnie z oczekiwaniami baza kosztowa będzie wzrastać w najbliższych latach. Zwracamy również uwagę na aspekt wycenowy, obecnie GPW jest notowana na 13-14x P/E, czyli blisko historycznych szczytów. Uważamy, że istnieje niewielka przestrzeń do wzrostu, ale o dużo wyższą wycenę może być trudno, biorąc pod uwagę „nieprzejmowność” polskiego operatora giełdowego. Nasza cena docelowa to 41,56 PLN, zaś rekomendacja to trzymaj.

Cena bieżąca	40,65 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	41,56 PLN	+2,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	41,56 PLN	2020-05-20

Podstawowe dane			GPW PW	vs. WIG
Ticker	GPW PW	Zmiana 1M	+0,6%	-5,4%
ISIN	PLGPW0000017	Zmiana YTD	+3,4%	+18,9%
Liczba akcji (mln)	42,0	Średni obrót 1M		2,2 mln PLN
MC (mln PLN)	1 706,2	Średni obrót 6M		2,1 mln PLN
EV (mln PLN)	1 684,1	EV/EBITDA 12M fwd	9,5	+25,7%
Free float	64,8%	EV/EBITDA 5Y avg	7,6	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	347	336	339	349	356
EBITDA	205	205	192	179	185
marża EBITDA	59,0%	61,0%	56,6%	51,2%	52,0%
EBIT	173	173	156	141	144
Zysk netto	184	119	110	122	124
P/E	9,3	14,3	15,5	14,0	13,8
P/BV	1,9	2,0	1,9	1,9	1,9
EV/EBITDA	8,6	8,2	8,8	9,3	8,9
DPS	2,20	3,18	2,40	2,50	2,60
DYield	5,4%	7,8%	5,9%	6,2%	6,4%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży	347	336	339	349	356
rynek finansowy	192	185	201	206	211
z czego obrót akcjami	94	87	97	99	100
pozostałe	98	98	104	108	111
rynek towarowy	154	150	137	142	144
z czego obsługa obrotu	79	75	71	75	76
pozostałe	75	75	65	67	68
pozostałe przychody	1	1	1	1	1
EBIT	173	156	141	144	145
EBITDA	205	188	177	183	186
Udział w zyskach jednostek	11	11	13	13	13
Wynik na działalność finans.	45	-17	-14	-4	-1
Zysk brutto	226	150	140	154	157
Podatek dochodowy	-42	-31	-29	-32	-33
Zysk netto	184	119	110	122	124

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa	1 217	1 257	1 270	1 285	1 300
Aktywa trwałe	581	590	597	592	591
Aktywa obrotowe	637	667	673	693	709
Zobowiązania i kapitały	1 217	1 257	1 270	1 285	1 300
Zobowiązania długotermin	269	284	283	282	281
Zobowiązania krótkotermin	61	100	103	104	104
Kapitały własne	888	873	883	900	915

Wskaźniki

	2018	2019	2020P	2021P	2022P
P/E	9,1	14,1	15,2	13,8	13,5
P/BV	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8
P/S	4,8	5,0	5,0	4,8	4,7
EV/EBITDA	8,5	8,8	9,4	9,0	8,7
DYield	5,5%	7,4%	6,0%	6,3%	6,5%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

	(PLN)	%
Etap I (2020-21)	6,78	17,0%
Etap II (2022-36)	11,91	30,0%
Wartość rezydualna	21,06	53,0%
Wartość godziwa	39,75	100%
CoE (%)	8,5%	
Cena docelowa za 9M (PLN)	42,28	

Podsumowanie modelu DCF

(mln PLN)	wycena
Wartość rezydualna	1 610
Zdyskontowana wartość rezydualna	700
Zdyskontowana wartość FCF w okresie	837
Dług netto	-75
Udziały w spółkach	0
Wartość firmy	1 611
Liczba akcji (mln)	42
Wartość godziwa na akcję (PLN)	38,38
CoE (%)	8,5%
Cena docelowa za 9M (PLN)	40,83

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
Wycena DDM	50%	39,75
Wycena DCF	50%	38,38
cena wynikowa		39,07
cena docelowa za 9 m-cy		41,56

Analiza scenariuszowa

scenariusz	wycena	różnica
bazowy	41,56	-
optymistyczny	47,08	+13,3%
pesymistyczny	35,74	-24,1%

Chemia Ciech

trzymaj (bez zmian)

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

Gorsze od oczekiwań wyniki 1Q'20 oraz bardziej pesymistyczny outlook Zarządu w zakresie perspektyw sprzedaży sody i soli w kolejnych kwartałach, skłoniły nas w końcu maja do zweryfikowania założeń prognoz segmentu sody w 2020 i 2021 roku. Na konferencji po wynikach za 1Q'20 Zarząd przyznał, że w segmencie sody zauważalne są pierwsze symptomy spadku popytu ze strony klientów Automotive i branży budowlanej. Spółka w przypadku braku odbioru zakontraktowanych wolumenów sody będzie zmuszona do poszukiwania klientów na rynku spotowym. W raporcie z 29 maja obniżyliśmy nasze prognozy wolumenu sprzedaży sody w 2020 i 2021 roku o 4% oraz wynik EBITDA segmentu o 12% w 2020 roku i 4% w 2021 roku. Naszym zdaniem wyniki finansowe Spółki znajdują się również pod presją w 2Q'20 z uwagi na negatywny wpływ COVID-19 na sprzedaż segmentów organicznego i krzemianowego. Według naszych prognoz zadłużenie netto do EBITDA na koniec 2020 roku wzrośnie do 2,8x, co nie pozwoli na rozpoczęcie, w perspektywie nadchodzących miesięcy, programu skupu akcji własnych. Nie zmieniamy naszej ceny docelowej (38,94 PLN/akcja) oraz rekomendacji trzymaj.

Cena bieżąca	37,15 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	38,94 PLN	+4,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	38,94 PLN	2020-05-29

Podstawowe dane			CIE PW	vs. WIG
Ticker	CIE PW	Zmiana 1M	-6,1%	-12,1%
ISIN	PLCIECH000018	Zmiana YTD	-6,4%	+9,1%
Liczba akcji (mln)	52,7	Średni obrót 1M	2,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 957,8	Średni obrót 6M	2,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 656,9	EV/EBITDA 12M fwd	5,4	-7,0%
Free float	33,0%	EV/EBITDA 5Y avg	5,8	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	3 673	3 549	3 171	3 493	3 633
EBITDA skor.	633	663	600	716	727
marża EBITDA	17,2%	18,7%	18,9%	20,5%	20,0%
EBIT skor.	358	353	275	340	359
Zysk netto skor.	166	187	158	217	235
P/E skor.	11,8	10,5	12,4	9,0	8,3
P/BV	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA skor.	5,4	5,2	6,1	4,9	4,6
DPS	7,50	0,00	0,00	0,90	2,06
DYield	20,2%	0,0%	0,0%	2,4%	5,5%
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	2022P
EBITDA soda	540	488	554	622	629
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	600	716	727
Przepływy oper.	454	532	555	650	660
Amortyzacja	275	310	325	376	368
Kapitał obrotowy	-97	56	7	-6	-2
Przepływy inv.	-627	-407	-699	-383	-323
CAPEX	595	385	699	383	323
Przepływy fin.	-125	-17	-66	-212	-269
Dywidenda/buyback	-395	0	0	-47	-108
FCF	-170	174	-145	268	337
FCF/EBITDA	-26%	30%	-24%	37%	46%
CFQ/EBITDA	69%	92%	92%	91%	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)	1 630	1 730	1 800	1 800	1 800	1 800	1 800	1 800	1 800	1 800	1 800
Przychody	3 171	3 493	3 633	3 664	3 687	3 701	3 716	3 731	3 747	3 763	3 783
EBITDA	600	716	727	718	705	692	681	669	657	645	633
marża EBITDA	18,9%	20,5%	20,0%	19,6%	19,1%	18,7%	18,3%	17,9%	17,5%	17,1%	16,7%
EBIT	275	340	359	351	344	339	317	299	281	266	251
Podatek	52	59	64	64	63	63	58	55	52	48	46
CAPEX	-699	-383	-323	-334	-351	-364	-356	-367	-373	-379	-382
Kapitał obrotowy	7	-6	-2	-1	0	0	0	0	0	0	0
FCF	-145	268	337	319	290	265	266	247	232	217	206
PV FCF	-139	241	283	250	212	180	168	145	127	111	
WACC	6,7%	6,9%	7,0%	7,1%	7,1%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,3%	7,3%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa	4 831	5 046	5 105	5 259	5 323
Aktywa trwałe	3 559	3 734	4 109	4 118	4 074
Kapitał własny	1 970	1 978	2 136	2 305	2 432
Udział mniejszości	0	-1	-1	-1	-1
Dług netto	1 464	1 490	1 700	1 545	1 377
Dług netto/EBITDA (x)	2,2	2,6	2,8	2,2	1,9
Dług netto/kap. wł. (x)	0,7	0,8	0,8	0,7	0,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	2,5	2,6	2,2	5,1	4,8	3,9
Maksimum	69,0	19,3	17,3	14,6	10,4	9,7
Mediana	12,3	11,9	9,9	7,8	6,3	5,7
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 579
Dług netto	1 490
Inne korekty	-202
Wycena DCF na akcję (PLN)	35,48

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	37,79
DCF	50%	35,48
Cena wynikowa		36,63
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		38,94

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. 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. Wyniki za 1Q'20 okazały się lepsze od oczekiwań rynkowych i nieznacznie powyżej naszych prognoz. Mimo doskonałego otoczenia segment nawozów zanotował słabsze od oczekiwań wyniki, co zrekomensowały tworzywa sztuczne i produkty chemiczne. Przy wynikach Zarząd podniósł swoje oczekiwania na wolumen sprzedaży nawozów w całym roku i oczekuje mniejszych niż wcześniej strat z powodu suszy. Nie zmieniamy naszej ceny docelowej (28,42 PLN/akcja) oraz rekomendacji trzymaj.

Cena bieżąca

34,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

28,42 PLN

-16,9%

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

Podstawowe dane			ATT PW	vs. WIG
Ticker	ATT PW	Zmiana 1M	+29,1%	+23,1%
ISIN	PLZATRM00012	Zmiana YTD	+16,8%	+32,3%
Liczba akcji (mln)	99,2	Średni obrót 1M		3,8 mln PLN
MC (mln PLN)	3 392,5	Średni obrót 6M		3,1 mln PLN
EV (mln PLN)	7 708,6	EV/EBITDA 12M fwd	6,6	+6,4%
Free float	29,0%	EV/EBITDA 5Y avg	6,2	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	9 999	11 308	9 614	10 239	10 629
EBITDA skor.	805	1 496	1 211	960	1 084
marża EBITDA	8,1%	13,2%	12,6%	9,4%	10,2%
EBIT skor.	122	685	407	120	207
Zysk netto skor.	43	431	211	-4	41
P/E skor.	79,6	7,9	16,0	-	81,8
P/BV	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA skor.	7,8	4,6	6,4	9,3	9,3
DPS	1,20	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	3,5%	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%
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). 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, czy ograniczenie produkcji w Dąbrowie Górniczej). W efekcie oczekujemy, że trudna sytuacja na europejskim rynku stali utrzyma się co najmniej do końca 1H'20, a pod presją znajdują 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 krótkim terminie negatywnie na sentyment wpłynąć będą słabe wyniki 2Q'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 inw.	-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%
CFQ/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

18,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

9,78 PLN

-45,7%

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

Podstawowe dane			JSW PW	vs. WIG
Ticker	JSW PW	Zmiana 1M	+31,5%	+25,5%
ISIN	PLJSW0000015	Zmiana YTD	-15,8%	-0,3%
Liczba akcji (mln)	117,4	Średni obrót 1M	15,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 113,4	Średni obrót 6M	18,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	2 891,4	EV/EBITDA 12M fwd	5,5	+87,9%
Free float	44,8%	EV/EBITDA 5Y avg	2,9	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	9 810	8 672	7 504	8 469	8 419
EBITDA skor.	3 101	1 839	600	901	957
marża EBITDA	31,6%	21,2%	8,0%	10,6%	11,4%
EBIT skor.	2 335	806	-495	-234	-237
Zysk netto skor.	1 802	548	-452	-245	-249
P/E skor.	1,2	3,9	-	-	-
P/BV	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA skor.	-	0,7	4,8	3,0	3,1
DPS	0,00	1,71	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	9,5%	0,0%	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%	50%	50%

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 sprzedaż (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Mimo oczekiwanego spowolnienia gospodarczego ceny metali przemysłowych w maju zachowywały się bardzo dobrze wraz z płynącymi dobrymi informacjami z Chin (spadek monitorowanych zapasów, dobra sprzedaż samochodów, brak zdecydowanych działań w potencjalnej wojnie handlowej między USA, a Chinami). Grupie KGHM pomagały również rosnące wraz ze złotem ceny srebra oraz ucieczka inwestorów z krótkich pozycji na akcjach polskiego producenta miedzi. Nasze główne negatywne tezy zalecenia inwestycyjnego dla KGH pozostają bez zmian. Oczekujemy spadku popytu na miedź w efekcie spowolnienia gospodarczego (IWCC mówi nawet o 0,7 mln ton nadpodaży surowca w 2021 roku), co nie będzie pozwalać na szybki powrót cen na wyższe poziomy. Dodatkowo spadek cen ropy naftowej naszym zdaniem obniżył krzywą kosztową producentów miedzi o około 10%, co nie dotyczy Grupy KGHM – głównie opartej na energii elektrycznej. Dane wolumenowe Spółki za IV'20 implikują spadkiem produkcji we wszystkich lokalizacjach, co wynika z konieczności podjęcia działań prewencyjnych przeciwko rozprzestrzenianiu się epidemii COVID-19. Aktualizujemy nasze ceny metali w 2020 roku do bieżących poziomów. Mimo tego według naszych prognoz Grupa KGHM zanotuje 15% spadek r/r wyniku EBITDA Grupy. Podwyższamy naszą prognozę EBITDA na 2020 rok o 37% z uwagi na wyższe założone ceny miedzi (+6% vs. Dotychczasowe prognozy) i srebra (+10%). Mimo wyższej ceny docelowej 62,94 PLN/akcja (vs. 46,83 PLN/akcja dotychczas), wciąż rekomendujemy sprzedaż akcji Grupy KGHM.

Cena bieżąca

88,10 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

62,94 PLN

-28,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	sprzedaż	62,94 PLN	2020-06-03
poprzednia	sprzedaż	46,83 PLN	2020-05-05
Podstawowe dane			
Ticker	KGH PW	Zmiana 1M	+14,4% +8,5%
ISIN	PLKGHM000017	Zmiana YTD	-7,8% +7,7%
Liczba akcji (mln)	200,0	Średni obrót 1M	56,3 mln PLN
MC (mln PLN)	17 620,0	Średni obrót 6M	56,2 mln PLN
EV (mln PLN)	23 528,1	EV/EBITDA 12M fwd	5,7 +21,3%
Free float	63,2%	EV/EBITDA 5Y avg	4,7 premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	20 526	22 723	21 777	20 953	22 457
EBITDA skor.	4 972	5 229	4 439	3 606	4 507
marża EBITDA	24,2%	23,0%	20,4%	17,2%	20,1%
EBIT skor.	3 176	3 309	2 408	1 428	2 355
Zysk netto skor.	1 888	2 230	1 546	780	1 496
P/E skor.	9,3	7,9	11,4	22,6	11,8
P/BV	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA skor.	5,0	4,7	5,3	6,6	5,0
DPS	0,00	0,00	0,00	1,55	1,95
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	1,8%	2,2%
Zmiana prognoz					
EBITDA (skor.)			+37,4%	+11,2%	+4,9%
Zysk netto (skor.)			+156,2%	+58,9%	+12,9%
Miedź (USD/t)			+6,0%	0,0%	0,0%
Srebro (USD/oz)			+16,7%	+6,3%	0,0%
Molibden (USD/t)			+10,0%	+10,0%	+10,0%
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	3 743	3 123	3 792
Amortyzacja	1 796	1 920	2 031	2 178	2 152
Kapitał obrotowy	1 412	1 227	8	7	-13
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	-157	-467	-548
Dywidenda/buyback	0	0	0	-309	-390
FCF	1 924	2 310	1 198	367	1 442
FCF/EBITDA	41%	51%	27%	10%	32%
CFQ/EBITDA	77%	97%	84%	87%	84%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Miedź (USD/t)	5 300	5 800	6 350	6 500	6 500	6 500	6 500	6 500	6 500	6 500	6 500
Srebro (USD/oz)	17,5	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0
Molibden (USD/t)	22 000	22 000	22 000	22 000	22 000	22 000	22 000	22 000	22 000	22 000	22 000
Przychody	21 777	20 953	22 457	22 752	22 683	22 486	21 286	21 284	21 286	21 211	21 146
EBITDA	4 439	3 606	4 507	4 677	4 549	4 308	4 250	4 212	4 167	4 073	3 992
marża EBITDA	11,1%	6,8%	10,5%	11,3%	11,1%	10,0%	10,3%	10,0%	9,7%	10,1%	9,7%
EBIT	2 408	1 428	2 355	2 565	2 508	2 256	2 183	2 134	2 059	2 137	2 062
Podatek	704	490	702	751	739	690	675	665	650	662	645
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	8	7	-13	-3	1	2	11	0	0	1	1
FCF	1 198	367	1 442	1 993	1 848	1 625	1 558	1 488	1 426	1 482	1 417
PV FCF	1 151	329	1 201	1 536	1 319	1 075	952	838	740		
WACC	7,2%	7,1%	7,3%	7,5%	7,6%	7,7%	7,8%	7,9%	7,9%	8,1%	8,1%
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	37 237	39 409	40 701	40 951	42 461
Aktywa trwałe	29 375	31 669	32 182	32 761	32 959
Kapitał własny	19 133	20 110	21 656	22 127	23 233
Udział mniejszości	92	92	92	92	92
Dług netto	6 992	6 857	5 816	5 916	5 021
Dług netto/EBITDA (x)	1,5	1,5	1,3	1,6	1,1
Dług netto/kap. wł. (x)	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	8,7	7,3	5,5	1,7	1,3	1,4
Maksimum	158,4	54,3	20,2	14,7	10,0	9,2
Mediana	12,3	11,4	9,7	7,0	5,7	4,9
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	9 845
Dług netto	6 857
Inne korekty	90
Wycena DCF na akcję (PLN)	56,82

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	61,60
DCF	50%	56,82
Cena wynikowa		59,21
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		62,94

Paliwa Lotos trzymaj (podwyższona)

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

Majowe spadki sprowadziły kurs Lotosu w pobliże naszej ceny docelowej i dlatego zamykamy już naszą negatywną rekomendację. Jednocześnie korygujemy nieznacznie naszą wycenę do 60,39 PLN z uwagi na aktualizację mnożników w metodzie porównawczej. W krótkim terminie nadal jednak trudno o jakieś pozytywne katalizatory dla notowań Spółki, zarówno z uwagi na kolejne przesunięcie terminów w procesie fuzji z PKN, jak i dramatycznie słabe odczyty modelowych marż w rafinerii (ujemne poziomy z bardzo niskim crackiem na dieslu). 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 łądowej). Dobrą informacją dla segmentu wydobywczego jest odbicie cen ropy, ale przypominamy że znacznie większy udział w produkcji ma gaz, a jednostkowe koszty wydobycia są relatywnie wysokie (~19 USD/boe). Po zaskakująco dobrym wyniku tego obszaru w 1Q (przykrył on negatywne zaskoczenie w rafinerii), kolejne mogą być już znacznie trudniejsze. Perspektywa dodatnich FCF również może być zagrożona, biorąc pod uwagę deklarowane pomysły nowych inwestycji (w tym kapitałochłonnych projektów B8 i Yme), czy zobowiązania do partycypacji w projekcie PDH. Zwracamy także uwagę, że Lotos jest wciąż wyceniany z premią do PKN na EV/EBITDA LIFO (+6% dla lat 2020-22), podczas gdy w obecnym otoczeniu to w przypadku Orlenu widzimy większy potencjał do pozytywnych zaskoczeń po okresie epidemii.

Cena bieżąca	60,52 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	60,39 PLN	-0,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	60,39 PLN	2020-06-03	
poprzednia	redukuj	59,22 PLN	2020-04-07	
Podstawowe dane			LTS PW	vs. WIG
Ticker	LTS PW	Zmiana 1M	-3,0%	-8,9%
ISIN	PLLOTOS000025	Zmiana YTD	-27,6%	-12,1%
Liczba akcji (mln)	184,9	Średni obrót 1M	21,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	11 188,5	Średni obrót 6M	25,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	13 480,9	EV/EBITDA 12M fwd	6,1	+12,8%
Free float	46,8%	EV/EBITDA 5Y avg	5,4	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	30 122	29 493	16 891	19 225	23 283
EBITDA	3 704	2 879	509	2 813	3 231
marża EBITDA	12,3%	9,8%	3,0%	14,6%	13,9%
EBIT	2 981	1 970	-502	1 776	2 150
Zysk netto	1 587	1 153	-561	1 304	1 463
P/E	7,0	9,7	-	8,6	7,7
P/BV	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8
EV/EBITDA	3,5	4,9	26,5	4,8	4,2
DPS	1,00	3,00	1,00	3,00	3,00
DYield	1,7%	5,0%	1,7%	5,0%	5,0%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA LIFO			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			-	0,0%	0,0%
Brent (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
USD/PLN			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	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.	4,1	4,8	5,8	5,7	4,9
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	29P	+
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%

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		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	2,5	2,0	4,6	1,8	1,5	2,1
Maksimum	35,1	20,3	15,7	15,1	12,8	10,3
Mediana	18,9	10,1	7,2	5,7	5,1	4,2
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

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

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	56,52
DCF	50%	57,10
Cena wynikowa		56,81
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		60,39

MOL**trzymaj (podtrzymana)**

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Wyniki za 1Q przyniosły duże pozytywne zaskoczenie w segmencie downstream i choć w dużym stopniu należy traktować te dodatkowe zyski jako zdarzenie jednorazowe (bezprecedensowy spadek cen ropy i rozszerzenie marż dystrybucyjnych oraz premii lądowej), to korygujemy naszą tegoroczną prognozę CCS EBITDA o 11%. W nowych szacunkach uwzględniamy również wcześniejszą konsolidację przejętego złoża ACG oraz lepsze wyniki w segmencie gazowym. Jednocześnie aktualizujemy wycenę porównawczą (widoczny wzrost notowań spółek zarówno z segmentu downstream jak i upstream) i w efekcie podnosimy naszą cenę docelową do 2 072 HUF, utrzymując neutralną rekomendację. Ostatnie wzrosty cen ropy sugerują co prawda nieco bardziej optymistyczny scenariusz dla segmentu wydobywczego (nasze założenia dla Brent na lata 2020/21 to odpowiednio 30/40 USD/Bbl), ale w ostatnich tygodniach znacznie słabiej prezentują się spotowe ceny gazu oraz modelowe marże rafineryjne. W naszej opinii segment downstream (w tym petrochemia) może z pewnym opóźnieniem odczuć szok popytowy, a powrót do normalnej utylizacji mocy przerobowych nie nastąpi od razu z odmrożeniem gospodarek i zniesieniem restrykcji. W tym kontekście po mocnym 1Q teraz czekają nas co najmniej dwa słabe kwartały pod względem wyników, a aktualna waluacja EV/CCS EBITDA nie jest szczególnie atrakcyjna na tle wieloletnich średnich. W krótkim terminie katalizatorem mogłaby być kwestia INA (ostatnio rząd chorwacki sugerował, że w czerwcu będzie gotowa wycena), aczkolwiek w obecnych warunkach może być trudno o satysfakcjonującą waluację biznesu wydobywczego.

Cena bieżąca

1 916 HUF

potencjał zmiany**Cena docelowa**

2 072 HUF

+8,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	2 072 HUF	2020-06-03	
poprzednia	trzymaj	1 927 HUF	2020-03-31	
Podstawowe dane			MOL HB	vs. WIG
Ticker	MOL HB	Zmiana 1M	-6,2%	-12,2%
ISIN	HU0000153937	Zmiana YTD	-34,8%	-19,3%
Skor. l. akcji (mln)	753,1	Średni obrót 1M	3 011,7 mln HUF	
MC (mln HUF)	1 442 856,2	Średni obrót 6M	2 579,7 mln HUF	
EV (mln HUF)	3 052 523,0	EV/EBITDA 12M fwd	4,9	+15,3%
Free float	53,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,3	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mld HUF)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	5 169	5 267	2 993	3 511	3 973
EBITDA	764	685	406	591	720
marża EBITDA	14,8%	13,0%	13,5%	16,8%	18,1%
EBIT	353	294	0	148	279
Zysk netto	301	223	11	126	201
P/E	4,8	6,5	130,6	11,5	7,2
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA	2,7	3,4	7,5	5,3	4,2
DPS	127,50	142,44	0,00	69,72	73,20
DYield	6,7%	7,4%	0,0%	3,6%	3,8%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
CCS EBITDA			+8,8%	+1,1%	+0,9%
Zysk netto			-	+4,2%	+2,8%
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	2022P
EBITDA LIFO skor.	728	709	484	564	698
upstream	344	305	154	232	311
rafineria	183	169	167	169	197
detal	115	137	125	145	149
petchem	87	83	31	11	34
gaz	50	54	55	56	55
koszty ogólne	-51	-40	-48	-49	-49
EV/EBITDA LIFO skor.	2,9	3,3	5,9	5,6	4,3
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	4,8	5,1	5,7
upstream \$ EBITDA/boe	34,8	28,0	12,5	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	5,5	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
USD/HUF	302	272	272	272	272	272	272	272	272	272	272
Przychody	2 772	3 258	3 681	3 709	3 711	3 713	3 715	3 717	3 719	3 721	3 721
EBITDA	252	359	409	421	423	425	428	430	432	434	434
marża EBITDA	9,1%	11,0%	11,1%	11,4%	11,4%	11,5%	11,5%	11,6%	11,6%	11,7%	11,7%
EBIT	29	111	158	172	180	180	178	175	172	169	211
Podatek	16	31	43	48	50	50	49	48	47	46	40
CAPEX	-511	-366	-230	-223	-223	-223	-223	-223	-223	-223	-223
Kapitał obrotowy	94	-33	-30	-1	1	1	1	1	0	0	0
FCF	-181	-72	106	149	152	154	157	160	163	166	171
PV FCF	-173	-65	89	118	111	104	98	92	87	82	
WACC	6,5%	6,4%	6,6%	6,9%	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	2022P
CF operacyjny	596	704	527	551	648
CFO/EBITDA LIFO skor.	82%	99%	109%	98%	93%
Capex	380	596	1 197	543	406
Kapitał obrotowy	300	286	192	225	255
Kapitał własny	1 994	2 151	2 097	2 156	2 286
Dług netto	314	559	1 314	1 386	1 248
Dług netto/EBITDA (x)	0,4	0,8	2,7	2,5	1,8

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	2,5	2,0	4,6	1,8	1,5	2,1
Maksimum	35,1	20,3	15,7	15,1	12,8	10,3
Mediana	20,4	9,6	7,6	5,6	5,0	4,4
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mld HUF)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdykontowana wartość FCF	1 756
Dług netto i korekty	337
Segment wydobywczy	30
Wycena DCF na akcję (HUF)	2 033

Wycena

(HUF)	waga	cena
Porównawcza	50%	1 864
DCF	50%	2 033
Cena wynikowa		1 949
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		2 072

PGNiG

kupuj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Z pewnymi oporami i sporym opóźnieniem, ale w końcu rynek zaczął dyskontować w kursie PGNiG pozytywne informacje o dostosowaniu się Gazpromu do wyroku arbitrażu (otwiera to drogę do uzyskania płatności retroaktywnej, która po opodatkowaniu dodaje do wyceny 0,65 PLN/akcję), czy bardzo dobrych wynikach za 1Q. Szczególnie podkreślamy kwestię strukturalnej zmiany w segmencie obrotu, gdzie neutralizacja ryzyka niedopasowania formuł sprzedażowo/zakupowych powinna wpływać na zmianę podejście do wyceny tego biznesu. W tym roku marża segmentu jest dodatkowo wsparta przez specyfikę rozliczeń z własnym wydobywaniem (zakupy po cenie spotowej i naturalny hedging kontraktu katarskiego), ale wzrost rentowności związany z urynkowaniem zakupów gazu rosyjskiego pozostanie w Spółce na dłużej. Nasze długoterminowe prognozy EBITDA tego obszaru na 0,5 mld PLN rocznie uważamy za konserwatywne (wynik na magazynach, marża detaliczna, spekulacja sezonowa na magazynach), nawet zakładając permanentną stratę na „starym” kontrakcie z Qatargas. Podtrzymujemy nasze bazowe założenia odbicia cen gazu w przyszłym roku (dostosowania podaży, powrót normalnego popytu w sezonie grzewczym i konwersja węgiel-gaz w energetyce), co zapewni powrót EBITDA na wzrostową trajektorię. Dług netto na koniec tego roku będzie wynosił zaledwie 0,6x EBITDA, co może przełożyć się na wyższą dywidendę w przyszłym roku lub na ciekawe akwizycje złóż. Utrzymujemy rekomendację kupuj, a po aktualizacji wyceny porównawczej podnosimy cenę docelową do 4,91 PLN. Przypominamy, że nasze tegoroczne prognozy konserwatywnie uwzględniają negatywny wpływ lockdown w kwocie 0,6 mld PLN.

Cena bieżąca

4,31 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

4,91 PLN

+13,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	4,91 PLN	2020-06-03
poprzednia	kupuj	4,44 PLN	2020-04-07
Podstawowe dane			
		PGN PW	vs. WIG
Ticker	PGN PW	Zmiana 1M	+16,1% +10,1%
ISIN	PLPGNIG00014	Zmiana YTD	-0,4% +15,1%
Liczba akcji (mln)	5 778,3	Średni obrót 1M	24,1 mln PLN
MC (mln PLN)	24 916,1	Średni obrót 6M	25,1 mln PLN
EV (mln PLN)	28 121,3	EV/EBITDA 12M fwd	4,4 -7,2%
Free float	28,1%	EV/EBITDA 5Y avg	4,8 dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	41 234	42 023	34 498	33 289	36 918
EBITDA	7 115	5 504	5 673	6 717	7 332
marża EBITDA	17,3%	13,1%	16,4%	20,2%	19,9%
EBIT	4 395	2 448	2 309	3 265	3 845
Zysk netto	3 212	1 371	1 785	2 575	2 879
P/E	7,8	18,2	14,0	9,7	8,7
P/BV	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	3,5	5,2	5,0	4,1	3,9
DPS	0,07	0,11	0,09	0,12	0,22
DYield	1,6%	2,6%	2,2%	2,9%	5,2%
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%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln 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
distribucja	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 mln 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 mld 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

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
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%

Bilans i CF

(mln 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		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	2,2	2,5	2,1	2,6	2,8	2,4
Maksimum	34,8	19,9	15,1	15,3	12,5	11,8
Mediana	16,1	12,3	10,2	6,9	6,0	5,3
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln 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	33%	5,67
DYield-porównawcza	17%	2,18
DCF	50%	3,34
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		4,91

PKN Orlen trzymaj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

W maju notowania akcji Orlenu były jeszcze pod wpływem bardzo dobrych wyników 1Q (przypominamy jednocześnie o konieczności oczyszczania raportowanych wyników o wycenę otwartych pozycji hedgingowych) oraz rosnącego indeksu sektorowego Stoxx Oil&Gas (ta korelacja ze spółkami wydobywczymi chyba nigdy nie przestanie nas dziwić), co pozwoliło póki co na ignorowanie bardzo słabych odczytów modelowych marż rafineryjnych i petrochemicznych. Bezprecedensowe ujemne benchmarki to potwierdzenie naszej tezy, że najbliższe miesiące mogą przynieść trochę turbulencji z uwagi na szok popytowy, utrzymującą się nadpodaż produktów i wysokie zapasy. W tych okolicznościach wskaźniki wykorzystania mocy przerobowych mogą dłużej utrzymywać się na obniżonych poziomach, szczególnie w kontekście planowych uruchomień nowych instalacji w Azji. Kryzys z opóźnieniem puka także do petrochemii, która historycznie wykazywała znacznie większą dźwignię do globalnego PKB niż rafineria. Stąd, pomimo iż podtrzymujemy opinię, iż Orlen w dłuższym terminie będzie relatywnym beneficjentem ostatnich zawirowań na rynkach surowcowych, to w najbliższych miesiącach kurs może być pod presją. Niemniej po aktualizacji wyceny porównawczej (zaskakujące jest dla nas zwłaszcza mocne odbicie spółek petrochemicznych), podnosimy cenę docelową do 66,85 PLN, a rekomendacja trzymaj pozostaje bez zmian. Wkrótce zaktualizujemy model o sfinalizowane przejęcie Energi, które buduje dodatkową wartość w scenariuszu rezygnacji z budowy węglowego bloku w Ostrołęce i neutralizacji ryzyka dokapitalizowania PGG.

Cena bieżąca

67,80 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

66,85 PLN

-1,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	66,85 PLN	2020-06-03	
poprzednia	trzymaj	58,61 PLN	2020-05-05	
Podstawowe dane			PKN PW	vs. WIG
Ticker	PKN PW	Zmiana 1M	+8,7%	+2,7%
ISIN	PLPKN0000018	Zmiana YTD	-21,0%	-5,5%
Liczba akcji (mln)	427,7	Średni obrót 1M	85,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	28 998,7	Średni obrót 6M	101,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	34 499,2	EV/EBITDA 12M fwd	5,0	-4,9%
Free float	67,6%	EV/EBITDA 5Y avg	5,2	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	109 706	111 203	54 524	66 177	82 438
EBITDA	9 888	8 862	3 921	7 764	8 187
marża EBITDA	9,0%	8,0%	7,2%	11,7%	9,9%
EBIT	7 215	5 365	148	3 810	3 744
Zysk netto	5 556	4 300	-46	2 923	2 825
P/E	5,2	6,7	-	9,9	10,3
P/BV	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA	3,5	4,0	8,8	4,7	4,7
DPS	3,00	3,50	1,00	3,00	3,08
DYield	4,4%	5,2%	1,5%	4,4%	4,5%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA LIFO			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			-	0,0%	0,0%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Marża petchem (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
USD/PLN			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	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.	4,1	3,7	4,8	5,2	5,2
Effekt 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		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	9,5	6,6	5,5	2,9	2,4	2,1
Maksimum	34,7	26,2	18,1	19,2	16,1	14,9
Mediana	17,1	9,8	7,6	6,3	5,9	4,8
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

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

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	69,54
DCF	50%	56,22
Cena wynikowa		62,88
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		66,85

Energetyka

CEZ

akumuluj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Wyniki za 1Q'20 okazały się 16% lepsze od oczekiwań i naszym zdaniem stanowią dobry prognostyk na kolejne okresy. Szacunkowy negatywny wpływ COVID na roczny zysk EBITDA jest częściowo kompensowany przez pozytywne zaskoczenia w generacji i ostatecznie oczekiwania konsensusu wciąż zawierają się w przedziale oczekiwanym przez Zarząd. 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 r. 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. W efekcie aktualizacji mnożników w metodzie porównawczej korygujemy cenę docelową do 514,80 CZK i utrzymujemy rekomendację akumuluj.

Cena bieżąca

489,00 CZK

potencjał zmiany

Cena docelowa

514,80 CZK

+5,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	akumuluj	514,80 CZK	2020-06-03
poprzednia	akumuluj	527,86 CZK	2020-05-05
Podstawowe dane			
		CEZ CP	vs. WIG
Ticker	CEZ CP	Zmiana 1M	+6,1% +0,1%
ISIN	CZ0005112300	Zmiana YTD	-4,0% +11,5%
Liczba akcji (mln)	538,0	Średni obrót 1M	121,3 mln CZK
MC (mld CZK)	263,1	Średni obrót 6M	158,1 mln CZK
EV (mld CZK)	427,5	EV/EBITDA 12M fwd	6,9 -2,0%
Free float	30,2%	EV/EBITDA 5Y avg	7,1 dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln CZK)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	184 486	206 192	222 619	217 213	217 452
EBITDA	49 664	60 305	63 772	57 884	53 957
marża EBITDA	26,9%	29,2%	28,6%	26,6%	24,8%
EBIT	19 759	26 429	35 543	29 156	25 258
Zysk netto	10 327	14 373	21 761	15 534	11 834
P/E	25,5	18,3	12,1	16,9	22,2
P/BV	1,1	1,0	1,0	1,1	1,1
EV/EBITDA	8,4	7,1	6,7	7,5	8,1
DPS	32,71	23,86	34,00	36,40	25,99
DYield	6,7%	4,9%	7,0%	7,4%	5,3%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Energia (EUR/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
EUR/CZK			0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

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
obróć	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	29P	+
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%

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		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	11,3	12,5	11,1	5,1	5,2	5,1
Maksimum	28,4	25,9	22,4	13,2	13,0	11,7
Mediana	15,7	14,0	13,8	9,4	9,0	9,5
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln CZK)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana 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%	463,53
DYield-porównawcza	17%	502,33
DCF	50%	498,78
Koszt kapitału 9M		5,6%
Cena docelowa za 9M		514,80

Energa zawieszona (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Po mocno opóźnionej publikacji raportu rocznego, aktualizujemy nasz model i prognozy. Nasza rekomendacja inwestycyjna pozostaje zawieszona do czasu finalnych rozstrzygnięć w temacie Ostrołęki C. Niemniej jednak na potrzeby szacunków na najbliższe lata nie zakładamy żadnych dodatkowych nakładów na ten węglowy projekt, jak również kar umownych dla wykonawcy (ostatnie spekulacje prasowe wskazywały, że kontrakt nie przewiduje takich płatności, ale GE może domagać się pokrycia już poniesionych wydatków). Aplikujemy nowe bardziej konserwatywne scenariusze dla cen energii, węgla i CO₂ (te uwzględnione już w ostatnich aktualizacjach prognoz dla PGE i TPE), a także potencjalny wpływ kryzysu COVID-19 (utrata regulowanych przychodów w dystrybucji, straty na zamykaniu części pozycji zabezpieczających na nieodebraną energię w kwietniu i maju). W efekcie obniżamy szacunek EBITDA da tego roku o ponad 11%, ale w kolejnych latach utrzymujemy dotychczasowe prognozy bez większych zmian (-3%). W przyszłym roku segment wytwarzania powinien korzystać na dodatkowych przychodach z rynku mocy (wpływ netto po ubytku przychodów z RUS to około 100 mln PLN), normalizacji produkcji w elektrowniach wodnych (po tegorocznej suszy), całorocznej kontrybucji farmy Przykona oraz wzrostu cen spotowych energii. W obrocie oczekujemy poprawy marżowości w taryfie G, a dodatkowo nie pojawiają się już negatywne efekty lockdownu. W dystrybucji powinny wrócić normalne wolumeny, ale problemem będzie spadający WACC, który zneutralizuje efekt wyższego WRA. Zarząd na ostatniej konferencji sygnalizował, że rozmowy z URE na temat zmiany formuły zwrotu z kapitału są obiecujące (stabilizacja wyników w otoczeniu spadających rentowności obligacji), ale na razie trudno ocenić jak te negocjacje się zakończą.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
EBITDA skor.	2 039	2 164	1 883	2 102	2 102
EBITDA	1 877	2 039	1 883	2 102	2 102
wytwarzanie konw./CHP	137	29	-38	134	111
OZE	191	233	213	222	215
dystrybucja	1 704	1 648	1 625	1 629	1 660
obrót	-85	182	144	180	181
pozostałe	-70	-53	-62	-63	-65
Saldo finansowe	-223	-1 218	-311	-308	-305
Produkcja energii TWh	3,9	3,5	3,2	3,3	3,3
w tym OZE	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6
Wolumen obrotu TWh	19,8	19,7	18,9	19,6	19,8
dynamika r/r	-4,1%	-0,5%	-4,0%	4,0%	0,8%
marża obrotu PLN/MWh	3,9	15,6	7,6	9,1	9,1
WRA w mld PLN	12,2	12,6	13,0	13,2	13,3
zwrot na WRA (EBIT)	7,7%	6,4%	5,3%	4,5%	4,7%

Cena bieżąca

8,19 PLN

Cena docelowa

-

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	zawieszona		2020-06-03	
poprzednia	zawieszona		2020-02-27	
Podstawowe dane			ENG PW	vs. WIG
Ticker	ENG PW	Zmiana 1M	+5,3%	-0,7%
ISIN	PLENERG00022	Zmiana YTD	+15,7%	+31,2%
Liczba akcji (mln)	414,1	Średni obrót 1M		1,2 mln PLN
MC (mln PLN)	3 391,2	Średni obrót 6M		4,6 mln PLN
EV (mln PLN)	9 729,2	EV/EBITDA 12M fwd	4,8	+9,0%
Free float	48,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,4	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	10 337	12 172	12 413	11 753	11 725
EBITDA	1 877	2 039	1 883	2 102	2 102
marża EBITDA	18,2%	16,8%	15,2%	17,9%	17,9%
EBIT	1 176	459	704	812	816
Zysk netto	739	-952	318	409	414
P/E	4,6	-	10,7	8,3	8,2
P/BV	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA	4,2	4,7	5,2	4,5	4,4
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,15
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,8%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA			-11,7%	-2,1%	-3,7%
Zysk netto			-42,3%	-32,8%	-30,3%
Energia (PLN/MWh)			0,0%	-0,1%	-11,9%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	0,0%	-9,0%
CO ₂ (EUR/t)			0,0%	-25,0%	-25,0%

Bilans i CF

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
CF operacyjny	1 859	1 253	1 780	2 084	2 008
CFO/EBITDA	99%	61%	95%	99%	96%
Capex	1 638	1 675	1 634	1 494	1 512
Kapitał obrotowy	1 499	1 443	1 472	1 393	1 390
Kapitał własny	10 295	9 253	9 571	9 980	10 333
Dług netto	4 457	6 161	6 327	6 045	5 915
Dług netto/EBITDA (x)	2,4	3,0	3,4	2,9	2,8

PGE

zawieszona (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Wyniki za 1Q okazały się zgodne z naszymi oczekiwaniami, a co ważniejsze potwierdziły przypuszczenia, że słabszy CF operacyjny to tylko zjawisko krótkoterminowe (wzrost depozytów zabezpieczających, spływ należności za sprzedawane darmowe uprawnienia CO2 w kwietniu). Nie widzimy obecnie podstaw do rewizji naszych prognoz, które na poziomie EBITDA wciąż plasują się średnio 6% powyżej konsensusu, a implikowany wskaźnik EV/EBITDA spada w przyszłym roku do zaledwie 2,5x (3,1x przy uwzględnieniu rezerwy na rekultywację netto) wobec 3,4x 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 PGG oraz 3) inwestycji w nową kopalnię węgla brunatnego w Żłoczewie. Do czasu rozstrzygnięcia tych zagadnień nasza rekomendacja dla PGE pozostaje zawieszona. Ostatnie wypowiedzi prezesa PGE dają jednak szanse na pozytywny scenariusz (separacja aktywów węglowych, wyjście z węgla w 20 lat).

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%

Cena bieżąca

5,52 PLN

Cena docelowa

-

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

Podstawowe dane			PGE PW	vs. WIG
Ticker	PGE PW	Zmiana 1M	+33,9%	+27,9%
ISIN	PLPGER000010	Zmiana YTD	-30,7%	-15,2%
Liczba akcji (mln)	1 869,8	Średni obrót 1M	18,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	10 321,2	Średni obrót 6M	16,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	22 303,6	EV/EBITDA 12M fwd	3,4	-21,8%
Free float	42,6%	EV/EBITDA 5Y avg	4,3	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	25 946	37 627	41 772	40 002	39 617
EBITDA	6 375	7 141	6 349	8 351	8 162
marża EBITDA	24,6%	19,0%	15,2%	20,9%	20,6%
EBIT	2 482	-4 175	2 225	3 885	3 577
Zysk netto	1 498	-3 961	1 380	2 864	2 554
P/E	6,9	-	7,5	3,6	4,0
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	3,3	3,1	3,5	2,6	2,6
DPS	0,00	0,00	0,00	0,18	0,38
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	3,3%	6,9%
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%

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 (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Bardzo dobre wyniki za 1Q nie mogą być co prawda 1:1 ekstrapolowane na kolejne okresy, ale pozytywne zaskoczenie w dystrybucji i obrocie stanowią dobry prognostyk dla całego roku, szczególnie w kontekście wcześniejszych dość konserwatywnych wypowiedzi Zarządu. Realizacja naszej rocznej prognozy skor. EBITDA po 3 miesiącach wynosi 31% i nie widzimy obecnie podstaw do rewizji tych szacunków. Jeśli chodzi o wpływ COVID-19 to w modelu uwzględniamy około 77 mln PLN odpisów na należności (Spółka dokonała już pewnych rezerw w tym zakresie w poczet kosztów finansowych). Wyniki za 1Q potwierdziły naszą tezę, iż segment obrotu powinien raportować wzrost realizowanej marży (klienci korporacyjni) i rozpoznać wynik na bilansowaniu sprzedanej a 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 (toczą się obecnie rozmowy z URE nad zmianami w regulacjach). 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 14 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.

Cena bieżąca

1,40 PLN

Cena docelowa

-

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	zawieszona		2020-05-05

Podstawowe dane			TPE PW	vs. WIG
Ticker	TPE PW	Zmiana 1M	+23,3%	+17,3%
ISIN	PLTAURN00011	Zmiana YTD	-14,8%	+0,7%
Liczba akcji (mln)	1 752,5	Średni obrót 1M		6,4 mln PLN
MC (mln PLN)	2 448,3	Średni obrót 6M		7,5 mln PLN
EV (mln PLN)	17 371,8	EV/EBITDA 12M fwd	4,4	-3,5%
Free float	59,6%	EV/EBITDA 5Y avg	4,6	dyskonto

Prognoza Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	18 122	20 511	20 708	19 886	19 996
EBITDA	3 492	3 597	3 542	3 865	4 105
marża EBITDA	19,3%	17,5%	17,1%	19,4%	20,5%
EBIT	791	295	1 392	1 597	1 814
Zysk netto	205	-11	660	1 205	1 206
P/E	11,9	-	3,7	2,0	2,0
P/BV	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/EBITDA	3,6	4,6	4,9	4,3	3,9
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%
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.	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%

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 Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Podtrzymujemy neutralne podejście do Cyfrowego Polsatu i uważamy spółkę, zważając na jej obecną wycenę rynkową tj. EV/EBITDA'20 = 7,3x, jako najmniej atrakcyjny typ w sektorze telekomunikacyjnym. Pierwszym głównym argumentem jest duża niepewność na rynku reklamy TV i spadek wyników segmentu produkcji i nadawania TV R/R, którego oczekujemy. Drugim argumentem jest widoczny odpływ klientów payTV (> 100 tys. klientów payTV ex. Multiroom mniej R/R w 1Q'20). Spółka zapowiedziała, że jej celem jest powtórzenie wyniku EBITDA R/R, a stabilnym FCF będzie dobrym osiągnięciem. Poziom dywidendy, tj. 3,6% nie wyróżnia się na tle średniej dla telekomów (choć oczywiście wypada dobrze na tle Orange Polska). Stąd nie widzimy obecnie potencjału wzrostowego w przypadku Cyfrowego Polsatu. Dodatkowym ryzykiem jest zawieszenie trwającego do niedawna postępowania aukcyjnego dot. rozdysponowania częstotliwości 5G. Nie możemy wykluczyć, że warunku w kolejnej aukcji nie pogorszą się.

Cena bieżąca

26,86 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

24,10 PLN

-10,3%

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

Podstawowe dane			CPS PW	vs. WIG
Ticker	CPS PW	Zmiana 1M	+5,1%	-0,9%
ISIN	PLCFRPT00013	Zmiana YTD	-3,9%	+11,6%
Liczba akcji (mln)	639,5	Średni obrót 1M	16,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	17 178,1	Średni obrót 6M	16,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	29 910,6	EV/EBITDA 12M fwd	7,0	+4,2%
Free float	33,5%	EV/EBITDA 5Y avg	6,7	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	10 686	11 676	11 376	11 661	12 002
EBITDA	3 698	4 197	4 026	4 234	4 353
marża EBITDA	34,6%	35,9%	35,4%	36,3%	36,3%
EBIT	1 727	1 967	1 850	2 156	2 365
Zysk netto	834	1 101	1 221	1 490	1 649
P/E	20,6	15,6	14,1	11,5	10,4
P/BV	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1
EV/EBITDA	7,6	7,2	7,4	6,9	6,7
DPS	0,00	0,93	0,93	0,93	1,27
DYield	0,0%	3,5%	3,5%	3,5%	4,7%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
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
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 (bez zmian)

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). Biorąc pod uwagę dodatkowo: (1) atrakcyjną wycenę na EV/EBITDA'20, (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

3,86 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

4,40 PLN

+14,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	4,40 PLN	2020-05-05

Podstawowe dane		NET PW	vs. WIG
Ticker	NET PW	Zmiana 1M	-1,3% -7,3%
ISIN	PLNETIA00014	Zmiana YTD	-12,7% +2,8%
Liczba akcji (mln)	337,0	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN
MC (mln PLN)	1 301,0	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN
EV (mln PLN)	1 809,3	EV/EBITDA 12M fwd	3,8 -22,1%
Free float	33,0%	EV/EBITDA 5Y avg	4,9 dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	1 373	1 297	1 280	1 278	1 290
EBITDA	356	457	439	439	436
marża EBITDA	25,9%	35,2%	34,3%	34,3%	33,8%
EBIT	76	71	77	85	88
Zysk netto	65	48	52	58	60
P/E	20,1	27,3	24,9	22,5	21,6
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	4,2	3,9	4,1	3,9	3,6
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	
Przychody		0,0%	0,0%	0,0%	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
EBIT		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
CAPEX		0,0%	0,0%	0,0%	

*zmiana prognoz z pominięciem MSSF16

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	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 akumuluj (obniżona)

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. 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

6,49 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

6,90 PLN

+6,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	akumuluj	6,90 PLN	2020-06-03
poprzednia	kupuj	6,90 PLN	2020-03-27
Podstawowe dane			
	OPL PW	Zmiana 1M	-7,0% -13,0%
Ticker	PLTLKPL00017	Zmiana YTD	-8,9% +6,6%
Liczba akcji (mln)	1 312,0	Średni obrót 1M	11,3 mln PLN
MC (mln PLN)	8 508,3	Średni obrót 6M	14,3 mln PLN
EV (mln PLN)	16 832,1	EV/EBITDA 12M fwd	6,1 +30,3%
Free float	49,3%	EV/EBITDA 5Y avg	4,7 premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	11 087	11 406	11 151	11 323	11 524
EBITDA	2 889	3 165	3 113	3 305	3 468
marża EBITDA	26,1%	27,8%	27,9%	29,2%	30,1%
EBIT	345	417	378	613	824
Zysk netto	10	91	63	263	422
P/E	850,8	93,2	135,8	32,3	20,1
P/BV	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA	5,3	5,3	5,4	5,0	4,8
DPS	0,00	0,00	0,00	0,25	0,25
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	3,9%	3,9%
Zmiana prognoz					
			2020P	2021P	2022P
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

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

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%	
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 Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Podtrzymujemy pozytywne podejście do Play. Spółka zaraportowała dobre wyniki za 1Q'20. Wzrost APRU o 4,7% R/R jest imponujący i świadczy o poprawie stanu rynku telekomunikacyjnego w Polsce. Ubytek klientów postpaid wyniósł tylko 47 tys. (zaledwie 0,5% bazy), co utwierdza nas w przekonaniu, że spółka nie zmieni swojej strategii nastawionej na wartość w miejsce wolumenów. W dodatku Play wygenerował imponujący FCFE (po leasingach) rzędu 340 mln PLN (blisko 2x więcej R/R). Sądzymy, że Play wygeneruje wynik EBITDA na poziomie odpowiednio 2 500/2 573 mln w roku 2020/2021. Tym samym spółka jest notowana na atrakcyjnych poziomach wskaźnika EV/EBITDA rzędu 5,7/5,3x na lata 2020 i 2021. Co ważne, nasza prognoza FCFE, tj. 919 mln PLN implikuje wysoki FCFE Yield, który wynosi > 12%, co będzie naszym zdaniem kluczowym argumentem wspierającym Play w średnim terminie. Ryzykiem dla Play jest zawieszenie trwającego do niedawna postępowania aukcyjnego dot. rozdysponowania częstotliwości 5G. Nie możemy wykluczyć, że warunki w kolejnej aukcji nie pogorszą się.

Cena bieżąca

29,02 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

35,70 PLN

+23,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	35,70 PLN	2020-05-15

Podstawowe dane			PLY PW	vs. WIG
Ticker	PLY PW	Zmiana 1M	-12,8%	-18,8%
ISIN	LU1642887738	Zmiana YTD	-8,2%	+7,3%
Liczba akcji (mln)	253,7	Średni obrót 1M	25,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	7 362,4	Średni obrót 6M	19,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	14 138,1	EV/EBITDA 12M fwd	5,5	-6,5%
Free float	49,4%	EV/EBITDA 5Y avg	5,9	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	6 839	7 041	7 102	7 211	7 361
EBITDA	2 160	2 406	2 500	2 573	2 653
marża EBITDA	31,6%	34,2%	35,2%	35,7%	36,0%
EBIT	1 371	1 500	1 567	1 574	1 627
Zysk netto	744	867	927	941	944
P/E	9,9	8,5	7,9	7,8	7,8
P/BV	-	22,9	8,9	5,5	3,9
EV/EBITDA	6,5	5,8	5,7	5,3	5,2
DPS	2,57	1,45	1,65	1,65	1,65
DYield	8,9%	5,0%	5,7%	5,7%	5,7%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
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
Aktywni klienci (tys.)	12 653	12 678	12 291	12 176	12 130
ARPU (PLN)	32,3	33,3	35,4	35,7	36,3
Przychody	6 839	7 041	7 102	7 211	7 361
przychody z usług	5 083	5 296	5 634	5 516	5 589
obróć sprzętem	1 756	1 745	1 468	1 696	1 771
Koszty	4 679	4 635	4 601	4 639	4 708
interkonekt	1 922	1 770	1 902	1 688	1 646
koszty kontraktów	421	405	405	415	416
sprzęt	1 442	1 437	1 230	1 441	1 515
koszty osobowe	255	298	331	344	358
usługi obce	515	571	572	638	669
pozostałe	124	154	162	112	104
EBITDA skoryg.	2 159	2 436	2 530	2 603	2 683
marża	31,6%	34,6%	35,6%	36,1%	36,5%
Zysk netto	744	867	927	941	944

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Przychody	7 102	7 211	7 361	7 454	7 535	7 613	7 685	7 753	7 816	7 875	7 875
EBITDA	2 500	2 573	2 653	2 740	2 780	2 813	2 840	2 861	2 879	2 893	2 893
marża EBITDA	35,5%	36,2%	36,8%	37,2%	37,3%	37,3%	37,3%	37,2%	37,1%	37,0%	37,0%
Amortyzacja	934	999	1 026	1 064	1 083	1 084	1 066	1 046	1 035	1 060	1 060
EBIT	1 567	1 574	1 627	1 676	1 697	1 729	1 774	1 815	1 844	1 833	1 833
Podatek	298	299	309	318	322	328	337	345	350	348	348
NOPLAT	1 269	1 275	1 318	1 357	1 375	1 400	1 437	1 470	1 494	1 485	1 485
CAPEX	-1 416	-944	-1 373	-1 241	-1 069	-784	-792	-799	-1 477	-811	-811
Kapitał obr. + inne	-164	-252	-314	-298	-295	-294	-295	-294	-299	-299	-299
FCF	623	1 078	657	882	1 093	1 406	1 416	1 423	753	1 434	1 434
PV FCF	594	955	542	676	779	930	868	807	395	695	
WACC	7,4%	7,5%	7,5%	7,5%	7,6%	7,7%	7,9%	8,1%	8,1%	8,3%	8,3%
Dług netto / EV	46,3%	44,8%	45,2%	44,5%	43,3%	40,7%	37,7%	34,4%	34,5%	30,6%	30,6%
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 i CF

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
CF operacyjny	2 037	2 230	2 192	2 251	2 260
CFO/EBITDA skor.	94%	92%	87%	86%	84%
Capex	-781	-843	-1 416	-944	-1 373
Aktywa ogółem	8 521	8 885	9 693	9 780	10 408
Kapitał własny	-201	322	829	1 350	1 875
Dług netto	6 653	6 572	6 776	6 395	6 504
Dług netto/EBITDA (x)	3,1	2,7	2,7	2,5	2,4

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	18,7	14,6	12,8	4,5	4,3	4,2
Maksimum	74,6	40,5	27,9	11,3	10,7	10,1
Mediana	12,5	10,8	10,5	5,2	5,2	5,1
waga	0%	0%	0%	33%	33%	33%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,3
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdykontowana wartość FCF	15 604
Skorygowany dług netto	6 001
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	37,85

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	23,92
DCF	67%	37,85
Cena wynikowa		33,21
Koszt kapitału 9M		7,5%
Cena docelowa za 9M		35,70

Media Agora trzymaj (obniżona)

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

Po wzroście kursu Agory w maju'20 o >9%, potencjał do naszej ceny docelowej jest już niewielki i wynosi zaledwie 3,6%. Stąd obniżamy zalecenie inwestycyjne do trzymaj z akumuluj. Sądzymy, że potencjał spółki do dalszych wzrostów wyczerpał się. Agora zaraportowała wyniki za 1Q'20 powyżej naszych oczekiwań. Skorygowany zysk EBITDA ex. MSSF16 wyniósł 27,2 mln PLN i był > 30% wyższy R/R. W kluczowym segmencie Film i Książka, Agora zanotowała >11% spadek obrotów ze względu na (1) niższą sprzedaż biletów do kin o 19,8% oraz (2) spadek sprzedaży w barach o 16,5%. W tym miejscu warto mieć na uwadze, że przed spółką dwa bardzo trudne kwartały w tym segmencie. Dodatkowo rynek reklamy będzie bardzo słaby w 2020 r. (sama Agora podała szacunki spadku na poziomie 20-25%, nasza prognoza to obecnie -19% R/R). Tym samym sentyment do spółki powinien w krótkim terminie ochłodzić się. Dodatkowo wskazujemy, że Agora odwołała zapowiadane wyniki finansowe w strategii 2018-2022. Nie jest to dla nas duże zaskoczenie, jednak czynnik ten powinien uwypuklić chaotyczne środowisko w którym obecnie porusza się spółka oraz ograniczone pole manewru Zarządu w sytuacji pogorszenia się obecnej sytuacji rynkowej (mimo wszystko doceniamy szybkie i zdecydowane działania oszczędnościowe, które Zarząd podjął po wybuchu pandemii COVID-19).

Cena bieżąca 8,36 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 8,60 PLN **+2,9%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	8,60 PLN	2020-06-03
poprzednia	akumuluj	8,60 PLN	2020-04-15
Podstawowe dane			
	AGO PW	Zmiana 1M	+9,1% +3,1%
Ticker	PLAGORA00067	Zmiana YTD	-19,6% -4,1%
ISIN			
Liczba akcji (mln)	46,6	Średni obrót 1M	0,2 mln PLN
MC (mln PLN)	389,4	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN
EV (mln PLN)	1 164,2	EV/EBITDA 12M fwd	7,1 +29,8%
Free float	76,9%	EV/EBITDA 5Y avg	5,5 premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	1 141	1 250	892	1 080	1 191
EBITDA	84	183	56	147	186
marża EBITDA	7,4%	14,6%	6,2%	13,6%	15,6%
EBIT	0	25	-112	-19	22
Zysk netto	5	4	-137	-43	-5
P/E	85,1	110,1	-	-	-
P/BV	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	4,6	5,9	21,0	7,8	6,2
DPS	0,50	0,50	0,00	0,00	0,50
DYield	6,0%	6,0%	0,0%	0,0%	6,0%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
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%
Zdyskontowana 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, podtrzymujemy nasze niekonsensusowe negatywne podejście do Wirtualnej Polski biorąc pod uwagę: mało atrakcyjne poziomy wskaźnika EV/EBITDA'20/'21 na tle branży oraz słabe wyniki finansowe za 1Q'20 (spadek wyniku EBITDA ex. MSSF16 i bez projektu TV rzędu 14,1% R/R!), dość niski FCFE Yield oraz wejście Cyfrowego Polsatu na główny rynek działalności WPL

Cena bieżąca

74,60 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

63,10 PLN

-15,4%

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

Podstawowe dane			WPL PW	vs. WIG
Ticker	WPL PW	Zmiana 1M	+11,3%	+5,4%
ISIN	PLWRTPL00027	Zmiana YTD	+6,9%	+22,4%
Liczba akcji (mln)	29,7	Średni obrót 1M		1,4 mln PLN
MC (mln PLN)	2 212,0	Średni obrót 6M		1,3 mln PLN
EV (mln PLN)	2 528,0	EV/EBITDA 12M fwd	11,3	+11,1%
Free float	53,0%	EV/EBITDA 5Y avg	10,2	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	567	709	593	729	812
EBITDA	163	209	169	219	243
marża EBITDA	28,7%	29,5%	28,5%	30,0%	29,9%
EBIT	107	130	91	142	164
Zysk netto	74	69	58	101	121
P/E	29,9	32,1	38,0	22,0	18,2
P/BV	4,7	4,3	4,1	3,6	3,2
EV/EBITDA	15,5	12,2	15,0	11,4	10,0
DPS	0,96	1,00	1,00	1,00	1,72
DYield	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	2,3%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
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

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		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
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%

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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana 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

Asseco Poland

trzymaj (podtrzymana)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Asseco Poland zaraportowało zestaw dobrych wyników za 1Q'20. Zysk netto dla akcjonariuszy jednostki dominującej wyniósł 81,7 mln PLN i był 3% wyższy R/R i >14% wyższy od naszych wstępnych prognoz. Struktura wyników w 1Q'20 zaskoczyła nas pozytywnie. Spółka nie rozpoznała żadnych istotnych zdarzeń jednorazowych. Widoczna jest poprawa trendów zwłaszcza w spółce matce. Spółka podała informacje o portfelu zamówień na 2020 r. Z wyłączeniem wpływu zmienności walut portfel jest 13% wyższy R/R, a 17% w segmencie polskim. W związku z (1) wyższymi od naszych oczekiwań wynikami za 1Q'20, (2) wysokim portfelem zamówień, (3) wzrostem poziomu wskaźników spółek porównywalnych oraz (4) wzrostem wyceny giełdowej Formula Systems, aktualizujemy nasz model wyceny i podnosimy poziom ceny docelowej do 71,40 PLN. Podtrzymujemy neutralne podejście do spółki. Defensywny charakter spółki oraz stabilna i wysoka dywidenda to argumenty wspierające sentyment do spółki.

Cena bieżąca

72,60 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

71,40 PLN

-1,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	71,40 PLN	2020-06-03
poprzednia	trzymaj	63,90 PLN	2020-05-05
Podstawowe dane			
Ticker	ACP PW	Zmiana 1M	+8,5% +2,5%
ISIN	PLSOFTB000016	Zmiana YTD	+14,1% +29,5%
Liczba akcji (mln)	83,0	Średni obrót 1M	7,0 mln PLN
MC (mln PLN)	6 025,8	Średni obrót 6M	6,3 mln PLN
		P/E 12M fwd	15,8 +40,7%
Free float	68,0%	P/E 5Y avg	11,3 premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	9 329	10 667	10 879	10 937	11 370
EBITDA	1 256	1 612	1 621	1 711	1 801
marża EBITDA	13,5%	15,1%	14,9%	15,6%	15,8%
EBIT	797	976	981	1 073	1 151
Zysk netto	333	322	319	358	389
P/E	18,1	18,7	18,9	16,8	15,5
P/BV	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0
P/S	0,65	0,56	0,55	0,55	0,53
DPS	3,01	3,07	3,01	3,01	3,01
DYield	4,1%	4,2%	4,1%	4,1%	4,1%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
Przychody			+0,9%	+0,7%	+0,8%
EBITDA			+9,2%	+2,7%	+2,8%
EBIT			+15,7%	+4,1%	+4,2%
Zysk brutto			+15,8%	+4,1%	+4,2%
Zysk netto			+8,8%	+3,9%	+4,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	9 329	10 667	10 879	10 937	11 370
zmiana	19,1%	14,4%	2,0%	0,5%	4,0%
rynek polski	1 614	1 486	1 480	1 611	1 710
rynek pd-wsch. Europy	670	890	1 043	1 186	1 284
rynek zachodnioeur.	705	697	662	695	709
rynek środkowoeur.	957	1 060	1 029	1 059	1 091
rynek izraelski	5 403	6 554	6 657	6 377	6 568
rynek wschodnioeur.	4	8	8	8	8
EBIT	797	976	981	1 073	1 151
Amortyzacja	460	635	640	638	651
EBITDA	1 256	1 612	1 621	1 711	1 801
marża	13,5%	15,1%	14,9%	15,6%	15,8%
Jednostki stowarzyszone	-260	-381	-450	-489	-523
Podatek	-182	-191	-205	-218	-228
Zysk netto	333	322	319	358	389

Bilans i CF

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
CF operacyjny	1 001	1 501	1 387	1 472	1 511
CFO/EBITDA	80%	93%	86%	86%	84%
Capex	-240	-320	-381	-437	-455
Aktywa ogółem	12 642	14 598	14 977	15 497	16 114
Kapitał własny	5 718	5 762	5 832	5 940	6 079
Dług netto	305	1 103	709	186	-321
Dług netto/EBITDA (x)	0,2	0,7	0,4	0,1	-0,2

Analiza porównawcza

	20P	P/E 21P	22P
Maximum	26,2	24,9	22,4
Minimum	9,7	8,7	7,6
Mediana	19,9	17,4	17,2
waga	33%	33%	33%

Skrót z modeli DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Asseco Poland (matka)											
Przychody	860	959	1 010	1 033	1 058	1 082	1 108	1 134	1 160	1 187	1 187
EBITDA	185	215	229	231	233	236	238	241	244	246	246
NOPLAT	102	123	132	134	136	138	139	141	143	145	145
FCF	105	126	142	143	143	143	144	144	144	146	146
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%	1 921
ACE	12x PE'20	93%	855
ABS	DCF	43%	1 120
ASEE	DCF	51%	1 850
R. zachodnioeurop.	12x PE'20	100%	318
Formula Systems	rynek	26%	4 570
Pozostałe	10x PE	0%	218
Razem			5 881
Wycena 1 akcji			70,85

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	63,38
SOTP	50%	70,85
Cena wynikowa		67,12
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		71,40

Comarch trzymaj (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

W majowym raporcie analitycznych na Comarch, obniżyliśmy nasze prognozy finansowe dla Comarchu i nasze zalecenie inwestycyjne do trzymaj. W 2020 r. zakładamy tylko niewielki wzrost przychodów w 2020 r. (tj. +1,8% R/R) oraz spadek zysku EBITDA o 7,1% R/R. Spółka jest wciąż wyceniana na dość atrakcyjnym poziomie EV/EBITDA'20 = 7,5x, jednak spadek wyników R/R może ochłodzić sentyment inwestorów do spółki. Comarch pomimo dobrej sytuacji kredytowej oferuje niską dywidendę (DYield = tylko 0,7%). Spółka zaraportowała wysokie wyniki za 1Q'20. Jednak sądzimy, że to ostatnie tak dobre odczyty finansowe spółki w tym roku. Spodziewamy się pewnego ochłodzenia koniunktury na rozwiązania IT. Pomimo tego Comarch, jak zapowiedział już na konferencji po 1Q'20 dyrektor finansowy spółki, nie zmieni nastawienia ani do wzrostu zatrudniania ani do nakładów inwestycyjnych. Odbija się to na wysokości generowanego FCFE.

Cena bieżąca

205,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

220,30 PLN

+7,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	220,30 PLN	2020-05-13

Podstawowe dane			CMR PW	vs. WIG
Ticker	CMR PW	Zmiana 1M	-1,0%	-7,0%
ISIN	PLCOMAR00012	Zmiana YTD	+9,6%	+25,1%
Liczba akcji (mln)	8,1	Średni obrót 1M		1,1 mln PLN
MC (mln PLN)	1 667,3	Średni obrót 6M		1,0 mln PLN
EV (mln PLN)	1 581,9	EV/EBITDA 12M fwd	7,0	-4,6%
Free float	60,9%	EV/EBITDA 5Y avg	7,4	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	1 370	1 437	1 463	1 593	1 692
EBITDA	153	228	212	232	242
marża EBITDA	11,2%	15,9%	14,5%	14,6%	14,3%
EBIT	88	143	125	144	151
Zysk netto	31	105	74	103	108
P/E	54,5	15,9	22,6	16,2	15,5
P/BV	1,9	1,7	1,6	1,5	1,4
EV/EBITDA	11,3	7,1	7,5	6,7	6,3
DPS	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
DYield	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
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	1 370	1 437	1 463	1 593	1 692
TMT	316	336	363	384	404
finanse i bankowość	205	191	195	203	211
handel i usługi	202	252	257	295	316
przemysł i utilities	138	179	183	198	207
sektor publiczny	193	130	143	158	173
SME	260	291	262	293	317
inne	54	58	61	62	64
Zysk brutto na sprzedaży	362	421	412	448	469
marża	26,4%	29,3%	28,1%	28,1%	27,7%
koszty sprzedaży	139	146	147	160	170
koszty ogólnego zarządu	106	128	134	140	145
EBIT	88	143	125	144	151
marża	6,4%	10,0%	8,6%	9,1%	8,9%
Zysk netto	30,6	104,8	73,8	103,0	107,9

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Przychody	1 463	1 593	1 692	1 765	1 840	1 913	1 983	2 051	2 121	2 193	
EBITDA	212	232	242	249	255	263	269	275	280	286	
marża EBITDA	14,5%	14,6%	14,3%	14,1%	13,9%	13,7%	13,6%	13,4%	13,2%	13,1%	
Amortyzacja	87	88	91	94	97	101	104	108	112	116	
EBIT	125	144	151	155	158	162	165	166	168	170	
Podatek	33	39	41	42	43	44	44	45	45	46	
NOPLAT	92	106	110	113	116	118	120	122	123	124	
CAPEX	-79	-107	-107	-85	-89	-89	-90	-92	-93	-97	
Kapitał obrotowy	-4	-24	-19	-17	-19	-21	-21	-22	-23	-24	
FCF	96	62	76	104	106	109	113	116	119	119	122
PV FCF	91	54	61	78	72	69	66	62	59	54	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Dług netto / EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Risk-free rate	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	160	179	182	170	183
CFO/EBITDA	105%	78%	86%	73%	76%
Capex	-87	-45	-79	-107	-107
Aktywa ogółem	1 740	1 843	1 920	2 058	2 192
Kapitał własny	876	971	1 032	1 123	1 219
Dług netto	46	-58	-104	-132	-173
Dług netto/EBITDA (x)	-0,2	-0,3	-0,5	-0,6	-0,7

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	24,7	23,1	20,7	16,6	15,8	14,3
Maksimum	9,3	8,4	7,7	5,5	5,2	5,1
Mediana	16,5	15,6	14,1	9,2	9,1	9,0
waga	33%	33%	33%	33%	33%	33%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 519
Dług netto MSSF16	-58
Inne korekty	19
Wycena DCF na akcję (PLN)	191,60

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	40%	230,34
DCF	60%	191,60
cena wynikowa		207,10
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		220,30

Gaming

11 bit studios

trzymaj (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Spółka zaraportowała bardzo dobre wyniki za 1Q'20 realizując naszą poprzednią prognozę zysku netto dla 2020 roku. Bardzo dobre wyniki to efekt udanego debiutu dodatku do gry Frostpunk wspierającego sprzedaż podstawowej wersji gry oraz rozpoznanie wcześniej otrzymanej zaliczki w wyniku. Jednocześnie spółka kontynuuje wysoką sprzedaż gier w segmencie wydawniczym. Zalecenie pozostania w domach w związku z COVID-19 pozytywnie wpływa na sprzedaż gier wideo. Oczekujemy, że spółka nie będzie w stanie powtórzyć tak wysokich wyników w kolejnych kwartałach. 11b powinno w 2020 roku dalej wspierać sprzedaż obecnego portfolio gier przez wydawanie dodatków oraz wersji gier na nowe platformy. W 2020 roku nie oczekujemy premier gier z segmentu wydawniczego, a w 2021 roku zakładam premierę jednego projektu. Oczekujemy, że pozostałe dwa z trzech projektów w segmencie wydawniczym w zostaną wydane w 2022 roku. Jednocześnie przesuwamy nasze założenie dotyczące premiery gry Projekt 8 z końca 2021 roku na 2022 rok, co istotnie wpływa na prognozy dla tych lat. Zaprezentowane przez spółkę założenia programu motywacyjnego na lata 2020-23/24 są poniżej naszych oczekiwań oraz oczekiwań rynkowych na poziomie przychodów i zysku brutto. Podnosimy prognozy na 2020 rok oraz nieznacznie podwyższamy założenia dotyczące sprzedaży kolejnych produkcji, co przekłada się na wzrost ceny docelowej.

Cena bieżąca

475,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

476,00 PLN

+0,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	476,00 PLN	2020-06-03
poprzednia	trzymaj	422,00 PLN	2020-05-05
Podstawowe dane			
		11B PW	vs. WIG
Ticker	11B PW	Zmiana 1M	+9,2% +3,2%
ISIN	PL11BTS00015	Zmiana YTD	+18,8% +34,2%
Liczba akcji (mln)	2,4	Średni obrót 1M	6,9 mln PLN
MC (mln PLN)	1 157,7	Średni obrót 6M	5,6 mln PLN
EV (mln PLN)	1 060,1	EV/EBITDA 12M fwd	27,1 +106,3%
Free float	79,4%	EV/EBITDA 5Y avg	13,1 premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	82,1	71,2	79,9	67,5	196,7
EBITDA	51,4	30,3	41,0	26,1	143,5
marża EBITDA	62,6%	42,5%	51,3%	38,6%	72,9%
EBIT	46,9	23,9	30,8	15,2	127,8
Zysk netto	49,6	20,8	29,5	16,2	124,1
P/E	21,9	55,6	39,2	71,7	9,3
P/BV	12,1	9,7	7,6	6,9	4,0
EV/EBITDA	20,2	35,8	25,9	40,6	6,8
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA			+67,7%	-73,2%	+67,8%
Zysk netto			+113,2%	-79,4%	+101,9%
Frostpunk (S)			+32,5%	-4,5%	-4,3%
Projekt 8 (S)			0,0%	-100,0%	+104,2%
Wydawnicza (S)			-49,1%	-28,0%	+13,6%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
TWOM (S)	18,3	13,7	17,0	16,2	15,3
Frostpunk (S)	53,8	44,3	37,7	18,8	18,1
Projekt 8 (S)	0,0	0,0	0,0	0,0	125,0
Zewn. projekty (S)	15,2	25,5	21,5	47,0	94,5
Usługi obce	-16,5	-26,4	-24,8	-27,5	-39,3
OCF/EBITDA	75,9%	137,5%	98,9%	112,3%	81,4%
Przepływy oper.	39,0	41,6	40,5	29,3	116,9
Amortyzacja	4,5	6,4	10,2	10,9	15,6
Kapitał obrotowy	-8,0	-1,9	6,4	2,2	-22,9
Przepływy inv.	-55,6	-49,3	-14,8	-27,3	-30,1
CAPEX	-26,6	-14,4	-24,8	-27,3	-30,1
CFO/EBITDA	1260%	-167%	15%	0%	0%
FCF	22,8	6,3	2,2	-14,1	88,2
FCF/EBITDA	44%	21%	5%	-54%	61%
FCF Yield	2%	1%	0%	-1%	8%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
TWOM (tys. szt.)	435	413	392	373	0	0	0	0	0	0	0
Frostpunk (tys. szt.)	710	461	438	328	246	185	120	120	120	120	0
Kolejne projekty (tys. szt.)	0	1 750	3 809	2 205	1 849	4 015	2 727	2 163	1 921	0	0
Przychody	80	68	197	249	212	152	202	224	159	113	119
EBITDA	41	26	143	191	153	92	140	165	102	74	78
marża EBITDA	51,2%	38,6%	72,9%	76,5%	72,2%	60,7%	69,4%	73,8%	64,2%	65,7%	65,7%
EBIT	31	15	128	172	138	79	126	152	98	71	74
Podatek	4	2	10	13	10	6	9	11	7	5	7
CAPEX	-25	-27	-30	-33	-36	-40	-44	-49	-54	-59	-15
Kapitał obrotowy	-10	-11	-16	-19	-15	-13	-14	-14	-4	-4	3
FCF	2	-14	88	126	91	33	73	92	37	6	49
PV FCF	2	-13	73	96	64	21	43	51	19	3	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa trwałe	41,3	49,8	64,7	81,2	95,6
Należności	14,6	17,8	14,2	12,0	34,9
Produkcja w toku	17,1	24,9	32,8	49,2	63,6
Środki pieniężne	24,3	14,9	40,8	42,7	129,5
Lokaty	27,0	67,3	57,2	57,2	57,2
Dług netto	-45,0	-71,8	-97,6	-99,5	-186,3
Dług netto/EBITDA (x)	-0,3	-0,1	-0,7	-1,2	-0,8

Analiza porównawcza

	P/E 12M fwd 4Y avg	EV/EBIT 12M fwd 4Y avg
Minimum	15,4	7,4
Maksimum	26,0	16,9
Mediana	20,0	13,5
waga	50%	50%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	5,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 043
Dług netto	-72
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	457,60

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	436,70
DCF	50%	457,60
cena wynikowa		447,15
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		476,00

CD Projekt trzymaj (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Grupa opublikowała bardzo dobre wyniki za 1Q 2020, które były efektem wysokiej sprzedaży Wiedźmina 3 oraz dodatków. Rezultaty były powyżej oczekiwań rynkowych i naszych oczekiwań. Przychody były napędzane przez utrzymującą się wysoką sprzedaż gier z uniwersum Wiedźmina (pozytywny wpływ sukcesu serialu Wiedźmin od Netflix), wspierający wpływ lockdown w związku z COVID-19 oraz osłabienie się PLN względem innych walut. Zgodnie z komentarzem spółki wrześniowa premiera gry nie jest zagrożona. CD Projekt zakłada przeprowadzenie sesji hands-on w czerwcu, po której po upływie okresu embargo zostaną ukazane pierwsze recenzje gry. Decyzja o pokazaniu gry osobom spoza firmy świadczy o wysokim stopniu zaawansowania pracy nad grą. Zgodnie z komentarzem spółki nadal prowadzone są prace optymalizacyjne oraz eliminacja błędów na grze. Oczekujemy zwiększenia aktywności CD Projekt na polu marketingowym w czerwcu (m.in. zapowiedziany event na 25 czerwca). Dalsze budowanie hype powinno pozytywnie wpływać na zachowanie się kursu spółki. W maju kapitalizacja CD Projekt wyprzedziła kapitalizację Ubisoft. Naszym zdaniem obecny kurs akcji dyskontuje duży sukces gry Cyberpunk 2077 i widzimy ograniczone pole do pozytywnego zaskoczenia. Nieznacznie podwyższamy nasze oczekiwania dotyczące sprzedaży Cyberpunk 2077 do 25 mln sztuk w 2020 roku oraz podnosimy nasze oczekiwania dla kolejnych produkcji. Podwyższamy naszą cenę docelową i pozostawiamy rekomendację trzymaj.

Cena bieżąca

388,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

388,10 PLN

-0,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	388,10 PLN	2020-06-03	
poprzednia	trzymaj	342,50 PLN	2020-05-05	
Podstawowe dane			CDR PW	vs. WIG
Ticker	CDR PW	Zmiana 1M	+8,6%	+2,6%
ISIN	PLOPTTC00011	Zmiana YTD	+38,9%	+54,4%
Liczba akcji (mln)	102,1	Średni obrót 1M	132,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	39 643,0	Średni obrót 6M	120,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	36 394,7	EV/EBITDA 12M fwd	14,6	-37,8%
Free float	70,1%	EV/EBITDA 5Y avg	23,6	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	363	521	3 776	2 409	1 566
EBITDA	117	188	3 233	1 911	1 135
marża EBITDA	32,3%	36,1%	85,6%	79,3%	72,5%
EBIT	112	180	3 224	1 902	1 126
Zysk netto	109	175	2 956	1 748	1 039
P/E	-	-	13,4	22,7	38,2
P/BV	37,2	33,7	9,7	6,8	5,8
EV/EBITDA	312,9	195,5	11,3	18,9	31,8
DPS	0,00	1,05	0,00	14,47	0,00
DYield	0,0%	0,3%	0,0%	3,7%	0,0%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA			+29,4%	+8,0%	+2,1%
Zysk netto			+27,1%	-0,5%	-13,6%
W3 (S)			-	-	-
Gwint (S)			+17,0%	0,0%	0,0%
C2077 (S)			+13,6%	+7,5%	+1,4%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2021P
Prod. Gier (S)	228	369	3 602	2 237	1 386
Prod. Gier (EBIT)	114	177	3 214	1 895	1 115
Prod. Gier (marża)	49,8%	47,9%	89,2%	84,7%	80,5%
GOG.com (S)	144,3	162,3	177,6	171,2	179,8
GOG.com (EBIT)	-1,1	3,6	9,6	7,6	10,3
GOG.com (marża)	-0,8%	2,2%	5,4%	4,4%	5,7%
Przepływy oper.	133	217	2 937	1 876	1 112
Amortyzacja	5	8	9	9	9
Kapitał obrotowy	46	-128	-82	57	35
Przepływy inv.	-105	-174	-212	-170	-182
CAPEX	-15	-92	-13	-11	-12
Nakłady na produkcję	-98	-165	-166	-159	-170
FCF	40	-180	2 720	1 708	931
FCF/EBITDA	86%	86%	79%	83%	84%
CFQ/EBITDA	95%	95%	95%	89%	95%

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.)	25 000	18 102	13 278	5 526	2 300	2 225	1 075	0	0	0	0
Gra AAA (tys. szt.)						22 000	10 000	12 000	22 000	8 000	0
Przychody	3 776	2 409	1 566	3 555	2 188	5 072	2 198	2 042	3 227	1 180	1 180
EBITDA	3 259	1 984	1 176	3 035	1 731	4 431	1 704	1 537	2 631	679	679
marża EBITDA	86,3%	82,4%	75,1%	85,4%	79,1%	87,4%	77,5%	75,3%	81,6%	57,6%	57,6%
EBIT	3 224	1 902	1 126	2 774	1 576	4 170	1 614	1 176	2 621	668	668
Podatek	278	164	98	240	137	360	141	104	229	62	62
CAPEX	-179	-170	-182	-196	-206	-207	-213	-220	-227	-235	-235
Kapitał obrotowy	-82	57	35	-83	57	-121	120	7	-50	86	86
FCF	2 720	1 708	931	2 516	1 445	3 743	1 470	1 219	2 126	469	1 835
PV FCF	2 576	1 490	749	1 865	988	2 357	853	652	1 048	213	
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	257	112	111
Gwint (S)	32	19	23	21	22
Cyberpunk 2077 (S)	0	0	3 225	2 114	1 212
Produkcja w toku	243	386	529	614	744
Środki pieniężne	104	49	2 784	3 023	3 091
Dług netto	-659	-461	-3 227	-3 466	-3 534
Dług netto/EBITDA (x)	-5,1	-2,1	-1,0	-1,7	-3,0

Analiza porównawcza

	P/E 12M fwd 4Y avg	EV/EBIT 12M fwd 4Y avg
Minimum	15,3	6,2
Maksimum	20,1	12,4
Mediana	19,5	9,7
waga	50%	50%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	5,0%
Zdykontowana wartość FCF	23 817
Dług netto	-461
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	363,00

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	366,60
DCF	50%	363,00
cena wynikowa		364,80
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		388,10

Ten Square Games kupuj (podwyższona)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Spółka zaraportowała bardzo dobre wyniki za 1Q'20, które były zgodne z naszymi oczekiwaniami (EBITDA +204% r/r) oraz poniżej oczekiwań rynkowych. Naszym zdaniem najważniejszą informacją zawartą w raporcie za 1Q'20 były dane zwiększonych nakładów na marketing w okresie kwiecień-maj. Spółka zdecydowała się na wykorzystanie sprzyjających tendencji na rynku user acquisition i postanowiła przeskalować nakłady na marketing w kwietniu i maju (w kwietniu nakłady wyniosły 19,2 mln PLN vs. 18,3 mln PLN łącznie w 1Q'20). Spółka utrzymuje wysokie nakłady na marketing w maju. Przekłada się to pozytywnie na dynamikę sprzedaży Fishing Clash, która była na poziomie 197% r/r w maju (zaraportowana przez spółkę) i 214% r/r w maju (szacunki Sensor Tower). Naszym zdaniem obecne inwestycje w pozyskiwanie graczy wpłyną nie tylko na pozyskanie graczy w bieżącym okresie, ale również na podwyższenie liczby użytkowników w kolejnych okresach (również w tych ze zmniejszonym marketingiem). Taką tendencję można było zaobserwować w 2019 roku po wyższych nakładach na marketing w marcu/kwietniu, podwyższony poziom przychodów utrzymywał się w kolejnych miesiącach. Biorąc powyższe pod uwagę, w naszej ostatniej rekomendacji podwyższyliśmy prognozę dynamiki sprzedaży z 80%/20% r/r do 160%/30% r/r odpowiednio w latach 2020/21. Przełożyło się to na wzrost prognozy sprzedaży/zysku netto TEN do odpowiednio 588/179 mln PLN w 2020 roku (vs. 417/131 mln PLN zakładane wcześniej). Biorąc pod uwagę spadek kursu od wydania naszej rekomendacji podwyższamy zalecenie inwestycyjne do kupuj z akumuluj bez zmiany ceny docelowej.

Cena bieżąca

505,00 PLN

potencjał zmiany
Cena docelowa

592,00 PLN

+17,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	592,00 PLN	2020-06-03
poprzednia	akumuluj	592,00 PLN	2020-05-26
Podstawowe dane		TEN PW	vs. WIG
Ticker	TEN PW	Zmiana 1M	+22,4% +16,4%
ISIN	PLTSQGM00016	Zmiana YTD	+162,0% +177,5%
Liczba akcji (mln)	7,4	Średni obrót 1M	15,0 mln PLN
MC (mln PLN)	3 739,5	Średni obrót 6M	10,1 mln PLN
EV (mln PLN)	3 536,6	EV/EBITDA 12M fwd	17,5 +38,5%
Free float	49,9%	EV/EBITDA 5Y avg	12,6 premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	115,3	241,1	587,7	782,6	885,5
EBITDA	45,0	85,7	199,7	261,4	292,5
marża EBITDA	39,1%	35,6%	34,0%	33,4%	33,0%
EBIT	44,3	84,6	196,8	257,5	288,1
Zysk netto	36,5	76,4	178,6	231,7	259,3
P/E	-	48,1	20,9	16,1	14,4
P/BV	87,3	39,9	15,3	10,9	8,7
EV/EBITDA	80,7	42,0	17,7	13,2	11,6
DPS	0,87	3,75	3,70	18,09	23,47
DYield	0,2%	0,7%	0,7%	3,6%	4,6%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
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)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Sprzedaż (Fishing Clash)	89	207	543	706	777
Sprzedaż (Let's Fish)	16	15	15	15	15
Sprzedaż (Wild Hunt)	5	10	11	13	14
Sprzedaż (pozostałe)	6	11	18	49	80
MBNS	93,6%	95,3%	95,0%	95,0%	95,0%
Przepływy oper.	41	66	161	223	257
Amortyzacja	1	1	3	4	4
Kapitał obrotowy	-4	-12	-23	-13	-7
Przepływy inw.	-2	-4	-7	-10	-11
CAPEX	-2	-3	-7	-10	-11
Przepływy fin.	-6	-27	-27	-134	-174
Dywidenda/buyback	-6	-27	-27	-134	-174
FCF	31	62	150	213	246
FCF/EBITDA	69%	73%	75%	81%	84%
CFQ/EBITDA	92%	77%	81%	85%	88%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Sprz. (Fishing Clash)	543	706	777	815	856	899	809	728	655	590	0
Sprz. (Wild Hunt)	11	13	14	15	17	18	20	22	25	27	0
Sprz. (Pozostałe)	18	49	80	117	142	160	181	203	227	252	0
Przychody	588	783	885	962	1 029	1 092	1 024	967	920	881	903
EBITDA	200	261	292	317	341	362	341	324	311	300	307
marża EBITDA	34,0%	33,4%	33,0%	33,0%	33,2%	33,2%	33,3%	33,5%	33,7%	34,0%	34,0%
EBIT	197	257	288	313	336	357	336	319	306	295	303
Podatek	20	26	29	31	34	36	34	32	31	30	30
CAPEX	-7	-10	-11	-12	-13	-14	-13	-12	-12	-4	-4
Kapitał obrotowy	-23	-13	-7	-5	-4	-4	5	4	3	3	3
FCF	150	213	246	269	291	309	299	283	272	268	275
PV FCF	143	187	199	201	200	196	175	153	135	123	
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
Koszty marketingu	24	65	163	225	258
narzut na sprzedaż	0	26,8%	27,8%	28,7%	29,2%
Pozostałe koszty sprzedaży	35	72	180	238	268
narzut na sprzedaż	30,0%	30,1%	30,6%	30,4%	30,3%
Środki pieniężne	40	75	203	282	354
Dług netto	-40	-75	-203	-282	-354
Dług netto/EBITDA (x)	-0,9	-0,9	-1,0	-1,1	-1,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	6,9	5,5	5,2	2,6	2,3	2,0
Maksimum	32,7	30,1	25,7	29,5	19,8	15,5
Mediana	22,9	22,3	20,5	16,5	14,1	13,0
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdyskontowana wartość FCF	3 808
Dług netto	-75
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	524,40

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	589,50
DCF	50%	524,40
cena wynikowa		556,95
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		592,00

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 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 wolumen 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).

Cena bieżąca

0,96 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

0,94 PLN

-2,5%

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

Podstawowe dane			COG PW	vs. WIG
Ticker	COG PW	Zmiana 1M	+1,7%	-4,3%
ISIN	PLCNTSL00014	Zmiana YTD	-22,3%	-6,8%
Liczba akcji (mln)	175,0	Średni obrót 1M	0,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	168,7	Średni obrót 6M	0,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	434,3	EV/EBITDA 12M fwd	5,1	+36,9%
Free float	-	EV/EBITDA 5Y avg	3,7	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	2 082	1 902	1 630	1 828	1 944
EBITDA skor.	200	93	70	67	64
marża EBITDA	9,6%	4,9%	4,3%	3,7%	3,3%
EBIT skor.	156	47	22	20	19
Zysk netto skor.	94	11	2	1	0
P/E skor.	1,8	15,0	79,1	317,0	-
P/BV	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA skor.	2,0	4,4	6,2	6,3	6,4
DPS	0,07	0,21	0,00	0,00	0,00
DYield	7,0%	21,3%	0,0%	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%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wol. Ferrostal (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 Ferrostal (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 inw.	-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%

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 Wydobycie przełożyłoby się na około 21% r/r spadku produkcji węgla w Polsce i trwały ubytek inwestycji ze strony tych zakładów wydobywczych. Przy dużej ekspozycji na pogrążony w problemach polski sektor górniczy oraz czasowym odłożeniu realizacji kontraktu dla AO Suek (361 mln PLN), Grupa Famur według naszych prognoz odnotuje w 2020 roku 45% spadek przychodów ze sprzedaży. Grupa w okresie spowolnienia wchodzi z silnym bilansem – DN/EBITDA'20 jedynie 0,3x. Zarząd jednak zrezygnował z wypłaty dywidendy. Wyniki 2Q'20 były lepsze od oczekiwań naszych i rynku. Negatywnym sygnałem wysłanym przez Zarząd jest możliwe ograniczenie skali działalności w przypadku trwałego wyłączenia niektórych nierentownych kopalni w Polsce. Aby to zrekompensować Famur będzie szukał podmiotu do przejęcia, aby dywersyfikować swoją wysoką ekspozycję na węgiel. Pozostawiamy bez zmian cenę docelową dla Grupy Famur (2,20 PLN/akcja) oraz rekomendację trzymaj.

Cena bieżąca	2,44 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	2,20 PLN	-9,8%

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

Podstawowe dane			FMF PW	vs. WIG
Ticker	FMF PW	Zmiana 1M	+17,6%	+11,6%
ISIN	PLFAMUR00012	Zmiana YTD	-18,1%	-2,6%
Liczba akcji (mln)	574,8	Średni obrót 1M	0,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 402,4	Średni obrót 6M	0,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 501,8	EV/EBITDA 12M fwd	3,5	-37,2%
Free float	52,3%	EV/EBITDA 5Y avg	5,5	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	2 229	2 165	1 196	1 112	1 118
EBITDA	491	451	333	305	306
marża EBITDA	22,0%	20,8%	27,8%	27,4%	27,4%
EBIT	300	269	173	154	158
Zysk netto	208	245	137	107	115
P/E	6,7	5,7	10,3	13,1	12,2
P/BV	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA	3,4	3,5	4,5	4,6	4,4
DPS	0,44	0,53	0,00	0,12	0,14
DYield	18,1%	21,7%	0,0%	4,9%	5,7%
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.

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%

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 zatory 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). W krótkim terminie warto zwrócić uwagę na dane o produkcji wyrobów z aluminium za IV'20, która spadła o 19% r/r po około 8% wzroście r/r w 1Q'20. Nie zmieniamy naszej ceny docelowej (335,96 PLN/akcja) oraz rekomendacji trzymaj.

Cena bieżąca

358,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

335,96 PLN

-6,2%

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

Podstawowe dane			KTY PW	vs. WIG
Ticker	KTY PW	Zmiana 1M	-1,8%	-7,8%
ISIN	PLKETY000011	Zmiana YTD	+3,5%	+19,0%
Liczba akcji (mln)	9,6	Średni obrót 1M		1,5 mln PLN
MC (mln PLN)	3 429,8	Średni obrót 6M		1,8 mln PLN
EV (mln PLN)	4 203,8	EV/EBITDA 12M fwd	8,1	-10,2%
Free float	42,0%	EV/EBITDA 5Y avg	9,0	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	2 994	3 204	3 058	3 235	3 285
EBITDA	463	523	478	499	501
marża EBITDA	15,5%	16,3%	15,6%	15,4%	15,3%
EBIT	338	385	337	355	364
Zysk netto	268	295	260	273	282
P/E	12,7	11,6	13,2	12,5	12,2
P/BV	2,4	2,3	2,2	2,1	2,0
EV/EBITDA	9,0	7,9	8,8	8,5	8,3
DPS	23,94	23,99	15,39	21,68	21,40
DYield	6,7%	6,7%	4,3%	6,1%	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 produkcyjna (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%
CFQ/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%
Zdykontowana 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 (podtrzymana)

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

Bardzo dobre wyniki segmentu infrastruktury efektem zwiększenia mocy przeładunkowych oraz odbudowy rentowności spółki tradingowej Avere zmuszają nas do podniesienia prognoz rezultatów segmentu w latach 2020-2023. Aktualizujemy również Capex spółki po sprzedaży udziałów w rosyjskim porcie w Tamaianie oraz przesunięcie część wydatków inwestycyjnych na 2021 rok. Mimo wyższych oczekiwanych wyników finansowych oraz opóźnienia procesów inwestycyjnych według naszych prognoz dług netto w relacji do EBITDA będzie się utrzymywał powyżej 3,0x w 2020 i 2021 roku. Dodatkowo w 2021 roku wskaźnik FCF/EV wyniesie niespełna 2%. Wyniki 1Q'20 wypadły lepiej od oczekiwań. Dodatkowo Spółka ograniczyła zadłużenie w efekcie poprawy przepływów z działalności operacyjnej oraz sprzedaży udziałów w porcie w Tamaianie. W 2Q'20 oczekujemy, że Spółka zaprezentuje zbliżone r/r wyniki finansowe. Wówczas prawdopodobnie będziemy dysponować większą ilością informacji na temat zbiorów na Ukrainie, które ukształtują wyniki 2021 roku. W naszym nowym zaleceniu inwestycyjnym uwzględniamy wycenę DCF wartość zobowiązań wynikających z MSSF 16 (281 mln USD). Obniżamy naszą cenę docelową do 44,58 PLN/akcja (wcześniej 47,25 PLN/akcja) oraz podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Cena bieżąca	43,80 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	44,58 PLN	+1,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	44,58 PLN	2020-06-03
poprzednia	trzymaj	47,25 PLN	2020-02-05
Podstawowe dane		KER PW	vs. WIG
Ticker	KER PW	Zmiana 1M	+9,2% +3,2%
ISIN	LU0327357389	Zmiana YTD	-0,1% +15,4%
Liczba akcji (mln)	84,0	Średni obrót 1M	1,3 mln PLN
MC (mln PLN)	3 680,6	Średni obrót 6M	2,3 mln PLN
EV (mln PLN)	8 591,7	EV/EBITDA 12M fwd	4,9 +8,4%
Free float	60,1%	EV/EBITDA 5Y avg	4,5 premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln USD)	17/18	18/19P	19/20P	20/21P	21/22P
Przychody	2 403	3 992	3 822	3 741	4 113
EBITDA	223	346	358	397	419
marża EBITDA	9,3%	8,7%	9,4%	10,6%	10,2%
EBIT	140	269	267	288	311
Zysk netto	52	189	98	143	158
P/E	17,7	4,9	9,6	6,6	5,9
P/BV	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	7,0	4,7	6,1	5,9	5,6
DPS	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
DYield	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Zmiana prognoz		19/20P	20/21P	21/22P	
EBITDA		+11,1%	+15,0%	+10,8%	
Zysk netto		-13,2%	+18,2%	+3,0%	
Marża olej (USD/t)		+4,2%	+5,1%	+3,5%	
Marża infrastruktura (USD/t)		+37,7%	+39,3%	+36,4%	
Marża rolnictwo (USD/t)		+0,5%	-5,2%	+7,0%	
Sprzerób słonecznika (tys. Ton)		+6,2%	+1,4%	+1,2%	
Wolumen rolnictwo (tys. Ton)		-1,4%	-2,8%	-0,9%	
Wolumen infrastruktura (tys. Ton)		-1,4%	-10,3%	-9,7%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln USD)	17/18	18/19	19/20P	20/21P	20/21P
EBITDA oleje	77	109	115	133	145
EBITDA infrastruktura	101	105	189	194	200
EBITDA rolnictwo	89	182	107	105	111
EBITDA inne	-44	-51	-38	-36	-37
EBITDA/t	14	15	15	16	16
Przepływy oper.	82	189	78	195	219
Amortyzacja	83	76	91	109	108
Kapitał obrotowy	-63	-305	-172	-114	-130
Przepływy inv.	-156	-241	-225	-227	-105
CAPEX	179	234	225	227	105
Przepływy fin.	76	29	143	-14	-21
Dywidenda/buyback	-20	-20	-21	-21	-21
FCF	-14	-205	-40	44	172
FCF/EBITDA	-6%	-59%	-11%	11%	41%
CFQ/EBITDA	37%	55%	22%	49%	52%

Model DCF

(mln USD)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Marża olej (USD/t)	82	93	88	94	93	90	87	84	80	77	75
Pszennica (USD/t)	177	195	195	195	195	195	195	195	195	195	196
Kukurydza (USD/t)	176	190	190	190	190	190	190	190	190	190	190
Przychody	3 822	3 741	4 113	4 185	4 248	4 308	4 365	4 408	4 452	4 496	4 508
EBITDA	358	397	419	421	414	409	402	393	385	376	373
marża EBITDA	9,4%	10,6%	10,2%	10,1%	9,7%	9,5%	9,2%	8,9%	8,6%	8,4%	8,3%
EBIT	267	288	311	311	302	290	274	261	247	236	236
Podatek	1	12	13	13	13	12	11	10	9	8	8
CAPEX	-225	-227	-105	-110	-115	-121	-126	-131	-136	-136	-136
Kapitał obrotowy	-172	-114	-130	-22	-23	-22	-22	-20	-20	-20	-16
FCF	-40	44	172	276	263	254	243	233	220	211	212
PV FCF	-39	38	130	182	151	127	106	89	73	61	
WACC	15,0%	14,4%	14,4%	14,5%	14,5%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,7%
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	3 080	3 297	3 556
Aktywa trwałe	1 006	1 207	1 643	1 766	1 768
Kapitał własny	1 171	1 351	1 427	1 549	1 686
Udział mniejszości	7	-5	-5	-5	-5
Dług netto	619	691	1 256	1 402	1 410
Dług netto/EBITDA (x)	2,8	2,0	3,5	3,5	3,4
Dług netto/kap. wł. (x)	0,5	0,5	0,9	0,9	0,8

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	13,2	2,6	8,4	4,1	2,6	3,3
Maksimum	18,0	39,2	24,8	13,8	12,9	12,0
Mediana	14,3	13,0	12,3	9,7	7,8	7,1
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln USD)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	918
Dług netto	691
Inne korekty	-281
Wycena DCF na akcję (PLN)	23,05

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	56,41
DCF	50%	23,05
Cena wynikowa		39,73
Koszt kapitału 9M		12,2%
Cena docelowa za 9M		44,58

PKP Cargo trzymaj (bez zmian)

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

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, Grupa PKP Cargo zaraportowała fatalne zarówno wyniki finansowe za 1Q'20, jak i wyniki przewozowe jednostki za kwiecień (-27,0% r/r wg pracy przewozowej oraz -27,1% r/r wg masy wobec spadków r/r całego rynku odpowiednio: -23,1% i -17,0%). Perspektywy dla przewozów PKP Cargo na najbliższe miesiące naszym zdaniem nie sugerują szybkiej poprawy sytuacji: ArcelorMittal do końca lipca pozostaje w przestoju ekonomicznym, zapotrzebowanie na energię elektryczną (a zatem na przewozy węgla) utrzymuje się na poziomach ok. 10% niższych r/r, wydobywanie węgla maleje (dodatkowo pod presją epidemią wirusa w śląskich kopalniach), zaś realizowanie przetargów infrastrukturalnych (tak szumnie zapowiadane na początku roku) wydaje się, że zeszło na drugi plan w czasie epidemii. Pewna pozytywna informacja dla Grupy spłynęła w połowie maja, gdy Zarząd poinformował o podpisaniu z pracownikami porozumienia obniżającego wynagrodzenie o 10% na czas trzech miesięcy od 1 czerwca. Jednakże tak jak już wskazywaliśmy w kwietniowym *Przeglądzie miesięcznym*, obniżka kosztów wynagrodzeń (wg spółki ok. 23 mln PLN) będzie odczuwalna dopiero od 3Q'20 i póki co jedynie przez jeden kwartał. Dodatkowo, Grupa poinformowała o wnioskowaniu o dofinansowanie z FGŚP na kwotę ok. 105 mln PLN. W kwietniu znacząco obniżyliśmy nasze prognozy dla Grupy PKP Cargo na najbliższe lata (koszty wynagrodzeń w 2020 r. względem poprzedniej prognozy z lutego obniżyliśmy o ok. 95 mln PLN). Naszym zdaniem wyniki 2Q'20 będą pod dalszą, znaczącą presją słabych przewozów i wysokiej bazy kosztowej, a Grupa będzie blisko maksymalnego poziomu kowenantów z umów kredytowych dla wskaźnika zadłużenia netto/EBITDA.

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%

Cena bieżąca	13,74 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	12,37 PLN	-10,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	12,37 PLN	2020-05-05

Podstawowe dane			PKP PW	vs. WIG
Ticker	PKP PW	Zmiana 1M	+15,5%	+9,5%
ISIN	PLPKPCR00011	Zmiana YTD	-33,0%	-17,5%
Liczba akcji (mln)	44,8	Średni obrót 1M		2,8 mln PLN
MC (mln PLN)	615,4	Średni obrót 6M		1,7 mln PLN
EV (mln PLN)	2 690,7	EV/EBITDA 12M fwd	4,2	+6,5%
Free float	67,0%	EV/EBITDA 5Y avg	3,9	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	5 183	4 782	4 243	4 548	4 779
EBITDA skor.	901	830	502	612	689
marża EBITDA	17,4%	17,4%	11,8%	13,5%	14,4%
EBIT skor.	272	114	-229	-144	-29
Zysk netto skor.	242	6	-230	-167	-83
P/E skor.	2,5	108,0	-	-	-
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA skor.	1,5	3,2	5,4	4,7	4,4
DPS	0,00	1,50	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	10,9%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA skor.			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Praca przewozowa (mln tkm)			0,0%	0,0%	0,0%
Masa towarowa (mln ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty / tkm			0,0%	0,0%	0,0%

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). W krótkim okresie warto zwrócić na fakt, że w efekcie zakupów akcji przez głównego akcjonariusza jego udział wzrósł do 94,5% i rośnie prawdopodobieństwo ogłoszenia przymusowego wykupu akcji akcjonariuszy mniejszościowych. Nie zmieniamy naszej ceny docelowej 9,04 PLN/akcja oraz rekomendacji kupuj.

Cena bieżąca	8,20 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	9,04 PLN	+10,2%

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

Podstawowe dane			STL PW	vs. WIG
Ticker	STL PW	Zmiana 1M	+17,1%	+11,2%
ISIN	PLSTLMT00010	Zmiana YTD	+11,6%	+27,0%
Liczba akcji (mln)	29,4	Średni obrót 1M	0,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	240,8	Średni obrót 6M	0,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	317,0	EV/EBITDA 12M fwd	3,9	-38,0%
Free float	5,5%	EV/EBITDA 5Y avg	6,2	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	553	602	523	649	660
EBITDA	69	69	64	88	82
marża EBITDA	12,4%	11,4%	12,2%	13,6%	12,4%
EBIT	27	26	22	46	40
Zysk netto	10	-3	8	36	31
P/E	25,1	-	29,9	6,8	7,8
P/BV	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	6,1	5,3	5,0	3,2	3,2
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,73
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	8,9%
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%
Zdyskontowana 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 (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Kurs Dino zbliżył się do historycznych maksimów w maju. Wspierająco na kurs akcji wpływają dobre wyniki 1Q 2020 (powyżej oczekiwań rynkowych) oraz zakupy akcji przez głównego akcjonariusza. Spółka za konferencji wynikowej podtrzymała plany poprawy sprzedaży porównywalnej w niskim dwucyfrowym tempie oraz cel poprawy marży EBITDA r/r w 2020 roku. Wysoka sprzedaż porównywalna w 1Q'20 była wspierana przez mocny popyt konsumpcyjny wspierany przez wyższe zakupy w związku z COVID-19, wysoką inflację żywności oraz efekt niskiej bazy. Zwracamy uwagę, że w 2Q 2020 nie będzie widoczny efekt wyższych zakupów w związku z COVID-19 (konsumenci dokonywali w większości zakupów uzupełniających), a efekt Świąt Wielkanocnych powinien być słabszy r/r. Dodatkowo zwracamy uwagę na wysoki efekt bazy na sprzedaży porównywalnej (16,6% lfl w 2Q'19 vs. 5% lfl w 1Q'19). Podwyższenie płacy minimalnej, dodatkowe koszty związane z COVID-19 oraz premie od wysokiej sprzedaży wpłynęły na wzrost kosztów wynagrodzeń o 43% r/r vs. 42% r/r wzrostu sprzedaży w 1Q'20, a narzut kosztów na sprzedaż wyniósł 12,2% w 1Q'20. Jest to najwyższy poziom tego wskaźnika od czasu debiutu spółki na GPW, osiągnięty przy rekordowo wysokiej sprzedaży porównywalnej (drugi najlepszy wynik po 1Q'18). Biorąc pod uwagę powyższe oraz oczekiwane spowolnienie wzrostu sprzedaży lfl w kolejnych kwartałach oczekujemy spowolnienia poprawy wyników r/r w kolejnych kwartałach. W obliczu powyższego uważamy, że obecna wycena DNP na 29+x P/E nie jest uzasadniona.

Cena bieżąca

185,70 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

155,60 PLN

-16,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	redukuje	155,60 PLN	2020-06-03	
poprzednia	redukuje	151,60 PLN	2020-05-05	
Podstawowe dane		DNP PW	vs. WIG	
Ticker	DNP PW	Zmiana 1M	+6,4%	+0,4%
ISIN	PLDINPL00011	Zmiana YTD	+29,0%	+44,4%
Liczba akcji (mln)	98,0	Średni obrót 1M	44,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	18 206,0	Średni obrót 6M	34,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	18 446,9	EV/EBITDA 12M fwd	18,2	+13,0%
Free float	48,9%	EV/EBITDA 5Y avg	16,1	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	5 839	7 647	9 939	12 510	15 284
EBITDA	541	725	948	1 203	1 457
marża EBITDA	9,3%	9,5%	9,5%	9,6%	9,5%
EBIT	429	562	749	962	1 164
Zysk netto	308	403	555	741	906
P/E	59,2	45,2	32,8	24,6	20,1
P/BV	15,0	11,2	8,3	6,2	4,7
EV/EBITDA	34,7	25,9	19,5	15,2	12,2
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		+2,0%	+1,4%	+2,5%	
Zysk netto		+3,9%	+4,7%	+7,2%	
Liczba sklepów		+0,8%	+1,4%	+1,8%	
sprzedaż/mkw/		+0,3%	-0,6%	+1,4%	
marża EBITDA		+0,1 p.p.	+0,1 p.p.	+0,0 p.p.	

Wyniki i przepływy operacyjne (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Liczba sklepów	977	1 218	1 510	1 832	2 147
Powierzchnia	376	472	589	718	846
Średnia powierzchnia skl.	385	388	390	392	394
MBNS	24,2%	24,3%	24,7%	25,0%	24,9%
Sklepów/centrum dystryb.	244	305	302	305	358
Przepływy oper.	643	799	1 087	1 333	1 575
Amortyzacja	112	164	198	241	293
Kapitał obrotowy	125	153	265	296	322
Przepływy inw.	-634	-828	-957	-1 068	-1 078
CAPEX	-636	-830	-958	-1 068	-1 078
Przepływy fin.	82	155	22	-252	-48
Wpływy/spłaty pożyczek	174	103	102	-203	0
FCF	-55	-53	112	247	480
FCF/EBITDA	-10%	-7%	12%	21%	33%
CFO/EBITDA	119%	110%	115%	111%	108%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(dni)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Cykl konw. zapasów	36,7	39,4	46,4	45,3	43,9
Cykl konw. należności	2,4	3,7	1,8	1,8	1,8
Cykl konw. zobowiązań	94,2	93,0	95,0	96,0	96,0
Cykl konw. gotówki	-55,0	-49,9	-46,8	-49,0	-50,4
Narzut SG&A	16,9%	17,0%	17,1%	17,3%	17,3%
Dług netto (mln PLN)	565	592	241	26	-423
Dług netto/EBITDA (x)	1,0	0,8	0,3	0,0	-0,3

Analiza porównawcza

	EV/EBITDA Growth			P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	1,0	0,9	0,9	11,4	7,4	9,5	5,6	5,3	5,5
Maksimum	1,7	1,4	1,4	35,7	21,3	19,4	9,0	8,2	7,8
Mediana	1,3	1,2	1,2	18,7	14,9	13,4	6,4	6,6	6,1
waga	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Liczba sklepów	1 510	1 832	2 147	2 446	2 731	3 001	3 258	3 501	3 733	3 953	3 953
Sprzedaż/mkw.	1 561	1 595	1 628	1 629	1 646	1 646	1 646	1 647	1 647	1 647	1 647
marża SG&A	17,1%	17,3%	17,3%	17,2%	17,2%	17,6%	17,6%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%
Przychody	9 939	12 510	15 284	17 750	20 325	22 633	24 856	26 998	29 062	31 052	31 052
EBITDA	938	1 192	1 447	1 692	1 939	2 159	2 372	2 603	2 803	2 995	3 005
marża EBITDA	9,4%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,6%	9,6%	9,6%	9,7%
EBIT	749	962	1 164	1 358	1 552	1 723	1 890	2 074	2 228	2 384	2 384
Podatek	142	183	221	258	295	327	359	394	423	453	2 087
CAPEX	-958	-1 068	-1 078	-1 112	-1 192	-1 118	-1 210	-1 261	-1 203	-621	-621
Kapitał obrotowy	265	296	322	301	271	225	232	224	96	-564	-564
FCF	112	247	480	634	733	949	1 045	1 182	1 283	1 367	1 401
PV FCF	103	212	381	466	498	596	606	633	633	622	638
WACC	8,5%	7,6%	7,9%	8,0%	8,2%	8,3%	8,3%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdyskontowana wartość FCF	10 735
Dług netto	592
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	151,92

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	140,20
DCF	50%	151,92
Cena wynikowa		146,06
Koszt kapitału 9M		6,5%
Cena docelowa za 9M		155,60

Eurocash akumuluj (podwyższona)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Kurs spółki cofnął się po opublikowaniu wyników za 1Q'20. Rezultaty spółki były płaskie r/r na poziomie EBITDA i poniżej oczekiwań rynkowych. Pomimo zwiększonego popytu związanego z wyższymi zakupami w związku z COVID-19, spółka poniosła dodatkowe koszty związane z dostosowaniem działalności do obecnych warunków. Wzrost wyniku EBITDA w segmencie hurtowym (ponad 20% r/r) został zniwelowany przez wyższą stratę r/r w segmencie Inne i Projekty. Przeprowadzona optymalizacja kosztowa oraz wprowadzone rozwiązania techniczne dla klientów (platforma eurocash.pl), przynoszą coraz lepsze efekty dla segmentu (segment poprawia wynik w każdym kwartale od 1Q'18). W segmencie detal przeprowadzona restrukturyzacja sklepów oraz kończąca się integracja przyjętych placówek powinny pozwolić na poprawę wyniku segmentu w drugiej połowie 2020 roku. W 2Q'20 oczekujemy spowolnienia poprawy sprzedaży porównywalnej r/r wynikającej z gorszego r/r popytu w okresie Wielkanocy oraz niższy efekt zwiększonego popytu w związku z COVID-19. Dodatkowo negatywnie na dynamikę Ifl będzie wpływał efekt wysokiej bazy. Niemniej oczekujemy przyspieszenia poprawy wyników w 2H'20, a pozytywny trend w wynikach powinien zostać utrzymany również w 2021 roku (głównie poprawa wyniku w segmencie detal). Uwzględniamy lepszy od naszych oczekiwań wynik w segmencie hurtu oraz aktualizujemy wycenę porównawczą. Uwzględniając powyższe oraz spadek kursu od wydania naszej ostatniej rekomendacji, podwyższamy zalecenie inwestycyjne z trzymaj do akumuluj oraz nieznacznie obniżamy naszą cenę docelową.

Cena bieżąca

18,50 PLN

potencjał zmiany
Cena docelowa

19,90 PLN

+7,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	akumuluj	19,90 PLN	2020-06-03
poprzednia	trzymaj	20,50 PLN	2020-05-05
Podstawowe dane			
	EUR PW	Zmiana 1M	EUR PW vs. WIG
Ticker	EUR PW	Zmiana 1M	-13,6% -19,5%
ISIN	PLEURCH00011	Zmiana YTD	-15,3% 0,2%
Liczba akcji (mln)	139,2	Średni obrót 1M	9,7 mln PLN
MC (mln PLN)	2 574,5	Średni obrót 6M	8,0 mln PLN
EV (mln PLN)	3 187,9	EV/EBITDA 12M fwd	5,0 -47,9%
Free float	56,0%	EV/EBITDA 5Y avg	9,6 dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	22 833	24 852	26 071	26 706	27 112
EBITDA skor.	341	400	435	464	498
marża EBITDA	1,5%	1,6%	1,7%	1,7%	1,8%
EBIT skor.	214	208	233	253	276
Zysk netto skor.	67	101	127	173	198
P/E skor.	38,5	25,6	20,3	14,9	13,0
P/BV	2,5	2,7	3,0	3,1	3,2
EV/EBITDA skor.	8,7	7,9	7,3	6,9	6,3
DPS	0,76	1,03	0,50	0,50	0,50
DYield	4,1%	5,6%	2,7%	2,7%	2,7%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA			+8,7%	+10,8%	+12,7%
Zysk netto			+32,6%	+21,2%	+19,8%
Hurt (EBITDA)			+13,0%	+13,2%	+13,5%
Detal (EBITDA)			+10,5%	+18,3%	+23,9%
Projekty (EBITDA)			+40,6%	+44,7%	+49,8%

Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2020P
Hurt (S)	19 265	19 526	19 615	19 662	19 568
Detal (S)	6 485	6 805	7 122	7 438	7 755
Projekty (S)	191	248	249	251	252
Inne (EBITDA)	-109	-111	-113	-116	-118
Przepływy oper.	582	683	468	528	551
D&A	204	222	232	242	252
D&A (leasing)		328	83	0	0
Kapitał obrotowy	196	-14	12	23	17
Przepływy inw.	-462	-300	-205	-215	-217
CAPEX	-445	-237	-188	-215	-217
Przepływy fin.	-126	-433	-262	-311	-399
Dywidenda/buyback	-106	-143	-70	-70	-70
FCF	83	30	186	103	222
FCF/EBITDA	24%	7%	43%	22%	45%
CFO/EBITDA	139%	147%	93%	99%	98%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Hurt (EBITDA)	492	489	481	473	470	468	466	467	467	468	468
Detal (EBITDA)	147	181	225	250	261	268	271	272	274	274	274
Projekty (EBITDA)	-64	-64	-65	-65	-65	-66	-66	-66	-67	-67	-67
Przychody	26 071	26 706	27 112	27 478	27 702	27 824	27 833	27 914	27 995	28 078	28 078
EBITDA	435	464	498	512	518	520	518	517	517	517	517
marża EBITDA	1,67%	1,74%	1,84%	1,86%	1,87%	1,87%	1,86%	1,85%	1,85%	1,84%	1,84%
EBIT	219	238	262	270	271	269	266	284	282	281	281
Podatek	66	185	92	67	68	54	53	57	56	56	56
CAPEX	-211	-215	-217	-220	-222	-192	-197	-207	-207	-269	-269
Kapitał obrotowy	12	23	17	16	9	5	0	3	3	3	3
FCF	186	103	222	255	252	293	282	290	290	228	228
PV FCF	178	92	183	194	178	192	171	163	151	110	
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)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Cykl konwersji zapasów	23,6	21,5	21,6	21,7	21,8
Cykl konwersji należności	21,5	20,6	20,4	20,2	20,0
Cykl konwersji zobowiązań	69,8	64,1	64,1	64,1	64,1
Cykl konwersji gotówki	-24,7	-22,0	-22,0	-22,1	-22,3
Narzut SG&A	12%	12%	12%	13%	13%
Dług netto	346	502	548	546	511
Dług netto/EBITDA (x)	0,8	1,1	1,1	1,0	0,9

Analiza porównawcza

	20P	P/E	21P	22P	20P	EV/EBITDA	21P	22P
Minimum	11,4	10,3	9,5	5,6	5,3	5,5		
Maksimum	33,3	26,1	21,8	20,2	15,9	13,2		
Mediana	18,7	16,1	13,8	6,4	6,4	6,0		
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%		

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,5%
Zdykontowana wartość FCF	2 998
Dług netto	502
Inne korekty	61
Wycena DCF na akcję (PLN)	18,62

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	19,01
DCF	50%	18,62
Cena wynikowa		18,81
Koszt kapitału 9M		5,6%
Cena docelowa za 9M		19,90

Jeronimo Martins trzymaj (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Zaraportowane wyniki za 1Q'20 były poniżej oczekiwań rynkowych pomimo wysokich odczytów sprzedaży porównywalnej. Głównym powodem negatywnego zaskoczenia były wyższe koszty poniesione w związku z dostosowaniem sklepów do wymogów wprowadzonych w związku z COVID-19. Pomimo zwiększonych kosztów, sieć Biedronka zdołała poprawić wynik EBITDA r/r w 1Q'20. Gorzej wyglądała sytuacja w Pingo Doce, Hebe i Recheio. Sieć Ara istotnie zmniejszyła stratę EBITDA r/r dzięki wypracowaniu wysokiej dynamiki sprzedaży porównywalnej. Zgodnie z podanymi danymi, dynamika sprzedaży w kwietniu spowolniła w biznesach polskim i portugalskim, a spółka wskazała na gorszy efekt Świąt Wielkanocnych r/r. Zarząd JMT poinformował, że podwyższone koszty działalności sklepów mogą się utrzymywać w kolejnych miesiącach. Niemniej biorąc pod uwagę częściowe otwieranie gospodarek oczekujemy, że największy wpływ COVID-19 na działalność sieci Hebe, Recheio i Pingo Doce będzie przejściowy i najmocniej wpłynie na wyniki 2Q'20. Pozytywnie wyróżnia się biznes kolumbijski, który już drugi kwartał z rzędu istotnie ogranicza generowaną stratę. Nieznacznie korygujemy nasze prognozy (zakładamy gorsze wyniki Pingo Doce, Hebe i Recheio oraz podwyższamy nasze oczekiwania dla Ara) oraz pozostawiamy rekomendację trzymaj nieznacznie korygując w dół naszą cenę docelową.

Cena bieżąca

15,46 EUR

potencjał zmiany

Cena docelowa

15,30 EUR

-1,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	15,30 EUR	2020-06-03	
poprzednia	trzymaj	16,30 EUR	2020-02-05	
Podstawowe dane			JMT PL	vs. WIG
Ticker	JMT PL	Zmiana 1M	+0,3%	-5,7%
ISIN	PTJMT0AE0001	Zmiana YTD	+5,4%	+20,9%
Liczba akcji (mln)	629,3	Średni obrót 1M	21,4 mln EUR	
MC (mln EUR)	9 728,9	Średni obrót 6M	18,1 mln EUR	
EV (mln EUR)	9 775,9	EV/EBITDA 12M fwd	7,8	-16,5%
Free float	38,9%	EV/EBITDA 5Y avg	9,4	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln EUR)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	17 336	18 638	19 710	21 257	22 376
EBITDA skor.	960	1 045	1 058	1 209	1 264
marża EBITDA	5,5%	5,6%	5,4%	5,7%	5,6%
EBIT skor.	588	632	624	757	798
Zysk netto skor.	401	523	451	531	561
P/E skor.	24,3	18,6	21,6	18,3	17,3
P/BV	5,5	4,9	4,5	4,1	3,8
EV/EBITDA skor.	10,5	9,4	9,2	7,9	7,3
DPS	0,64	0,35	0,26	0,33	0,35
DYield	4,1%	2,3%	1,7%	2,1%	2,2%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA			-9,7%	-3,2%	-5,2%
Zysk netto			-16,5%	-7,7%	-9,7%
Biedronka (s/mkw. r/r)			-1,4 p.p.	+2,7 p.p.	+1,0 p.p.
Pingo Doce (s/mkw. r/r)			-3,4 p.p.	+0,3 p.p.	-0,6 p.p.
Recheio (s/mkw. r/r)			-0,6 p.p.	+0,7 p.p.	+0,2 p.p.

Wyniki i przepływy operacyjne (bez MSSF 16)

(mln EUR)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
EBITDA Biedronka	850	918	949	1 041	1 085
EBITDA Pingo Doce	188	200	186	201	201
EBITDA Recheio	53	55	53	56	56
EBITDA Pozostałe	-80	-62	-30	10	21
CCC w dniach	-67	-70	-67	-67	-67
Przepływy oper.	849	1 492	1 322	1 646	1 647
D&A	372	413	432	452	466
D&A (leasing)	0	391	403	421	438
Kapitał obrotowy	-43	329	33	216	156
Przepływy inv.	-700	-567	-621	-628	-565
Przepływy fin.	-273	-549	-884	-924	-808
Dywidenda/buyback	401	220	166	205	218
FCF	62	654	291	585	631
FCF/EBITDA	6%	63%	28%	48%	50%
CFO/EBITDA	88%	143%	125%	136%	130%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln EUR)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
MBNS	21,7%	21,9%	22,1%	22,1%	22,1%
narzut SG&A	18,2%	18,4%	18,9%	18,5%	18,5%
Biedronka (s/mkw. r/r)	1,0%	3,5%	1,3%	3,0%	0,9%
Pingo Doce (s/mkw. r/r)	3,2%	1,9%	-1,9%	2,2%	0,8%
Recheio (s/mkw. r/r)	2,8%	2,1%	0,2%	0,1%	0,1%
Dług netto*	93	-290	-207	-451	-726
Dług netto/EBITDA (x)*	0,1	-0,3	-0,2	-0,4	-0,6

*bez MSSF 16

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	13,1	11,7	10,6	5,6	5,3	5,5
Maksimum	30,4	24,1	21,5	7,1	8,0	7,6
Mediana	18,9	14,7	13,7	6,3	6,1	5,9
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln EUR)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Biedronka (sklepy)	3 103	3 183	3 243	3 283	3 323	3 363	3 403	3 443	3 483	3 523	3 483
Pingo Doce (sklepy)	442	442	442	442	442	442	442	442	442	442	442
Ara (sklepy)	664	824	984	1 144	1 264	1 344	1 384	1 424	1 464	1 504	1 464
Przychody	19 710	21 257	22 376	23 111	23 760	24 324	24 801	25 251	25 707	26 170	26 562
EBITDA	1 058	1 209	1 264	1 295	1 325	1 351	1 377	1 404	1 431	1 459	1 540
marża EBITDA	5,4%	5,7%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,8%
EBIT	624	757	798	822	851	880	911	944	979	1 011	1 050
Podatek	177	212	223	230	238	246	255	264	274	283	294
CAPEX	-621	-628	-565	-508	-457	-435	-413	-392	-373	-448	-448
Kapitał obrotowy	33	216	156	102	90	79	67	63	64	64	63
FCF	291	585	631	659	720	749	776	810	848	792	822
PV FCF	278	515	514	495	499	480	459	442	428	369	415
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%
Zdykontowana wartość FCF	10 509
Dług netto	-290
Inne korekty	225
Wycena DCF na akcję (PLN)	16,19

Wycena

(EUR)	waga	cena
Porównawcza	50%	12,70
DCF	50%	16,19
cena wynikowa		14,45
koszt kapitału 9M		6,2%
cena docelowa za 9M		15,30

LPP

trzymaj (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Na początku maja spółka opublikowała wstępne wyniki za okres od lutego do kwietnia 2020 r. (1Q'2020/21), które były zbliżone do oczekiwań rynkowych. Okres ten obejmował miesiące o największym negatywnym wpływie COVID-19 na działalność spółki. W maju Zarząd spółki zdecydował o otwarciu części sklepów (około 45%) oraz o renegotjacji umów najmu. Zgodnie z przekazanym komunikatem wypowiedziane zostały umowy odpowiadające za 30% łącznej powierzchni sprzedażowej LPP, a na umowach obejmujących 10% spółce udało się wynegocjować lepsze warunki. Zgodnie z komentarzem zarządu, renegotjacja umów najmu to trudny proces, który może potrwać jeszcze przez 1-2 miesiące. Jednocześnie LPP poinformowało o wysokiej dynamice sprzedaży w kanale e-commerce (prawie +400% w maju 2020), widocznej migracji klientów z kanału offline do online oraz o wyższej marży EBIT kanału online (około 11% w okresie kwiecień-maj, +2p.p. r/r). Niemniej pomimo imponujących wzrostów w kanale online, LPP nie jest w stanie zniwelować negatywnego wpływu spadku sprzedaży w kanale offline. Dotychczas opublikowane informacje przez spółkę wskazują na spadek sprzedaży w offline o 84% r/r w maju 2020 (w kwietniu w konserwatywnych szacunkach LPP wskazywało na -90% r/r w pierwszym miesiącu po otwarciu). Spadki sprzedaży w maju są nieznacznie lepsze od oczekiwań spółki pomimo otwarcia jedynie 45% powierzchni w sieci. Uwzględniamy w naszych prognozach lepszą od oczekiwań dynamikę w kanale e-commerce (zakładamy +133% r/r w 2020 roku) oraz nieznacznie podwyższamy nasze szacunki sprzedaży (oczekiwaliśmy otwarcia sklepów od połowy maja). Uwzględniając powyższe podnosimy naszą cenę docelową bez zmiany rekomendacji.

Cena bieżąca

6 980,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

6 900,00 PLN

-1,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	6 900,00 PLN	2020-06-03
poprzednia	trzymaj	5 800,00 PLN	2020-05-05
Podstawowe dane			
			LPP PW vs. WIG
Ticker	LPP PW	Zmiana 1M	+7,4% +1,4%
ISIN	PLPP0000011	Zmiana YTD	-20,9% -5,4%
Liczba akcji (mln)	1,9	Średni obrót 1M	18,9 mln PLN
MC (mln PLN)	12 929,9	Średni obrót 6M	20,0 mln PLN
EV (mln PLN)	13 124,5	EV/EBITDA 12M fwd	11,7 -7,9%
Free float	64,6%	EV/EBITDA 5Y avg	12,7 dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	8 047	9 123	8 241	11 160	12 610
EBITDA skor.	1 106	1 312	469	1 175	1 457
marża EBITDA	13,7%	14,4%	5,7%	10,5%	11,6%
EBIT skor.	757	905	-10	643	844
Zysk netto skor.	505	567	-15	512	671
P/E skor.	25,6	22,8	-	25,3	19,3
P/BV	4,5	3,9	4,0	3,4	3,0
EV/EBITDA skor.	11,0	9,5	28,0	11,4	8,9
DPS	39,96	59,97	0,00	0,00	78,21
DYield	0,6%	0,9%	0,0%	0,0%	1,1%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA			+60,7%	+3,3%	-1,9%
Zysk netto			-	+7,0%	-3,2%
Sprzedaż det/mkw.			-4,7%	-3,2%	-6,3%
SG&A/mkw.			+0,4%	+3,1%	+3,2%
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	318	446	455
Sprzedaż/mkw (Cropp)	723	730	474	588	600
Sprzedaż/mkw (House)	681	721	469	582	594
Sprzedaż/mkw (Mohito)	616	618	394	498	512
Sprzedaż/mkw (Sinsay)	713	744	480	598	600
Przepływy oper.	1 212	1 390	924	1 650	2 084
D&A	349	405	478	532	613
Dodatkowy D&A (MSSF 16)	0	596	651	720	797
Kapitał obrotowy	125	134	-161	-80	36
Przepływy inw.	-704	-770	-926	-1 226	-714
Przepływy fin.	21	-945	-578	-389	-1 114
Dywidenda/buyback	73	110	0	0	144
FCF	-47	257	-618	-260	609
FCF/EBITDA	-4%	20%	-132%	-22%	42%
CFO/EBITDA	110%	74%	79%	85%	90%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Sprzedaż det/mkw.	371	492	502	496	490	490	489	491	490	492	492
SG&A/mkw.	251	282	291	287	279	278	279	284	286	292	292
Powierzchnia	1 356	1 517	1 693	1 854	1 982	2 104	2 209	2 320	2 420	2 527	2 527
Przychody	8 241	11 160	12 610	13 959	15 019	16 114	17 164	18 302	19 413	20 614	20 614
EBITDA	469	1 175	1 457	1 643	1 848	2 014	2 179	2 301	2 536	2 624	2 624
marża EBITDA	5,7%	10,5%	11,6%	11,8%	12,3%	12,5%	12,7%	12,6%	13,1%	12,7%	12,7%
EBIT	-10	643	844	1 023	1 234	1 394	1 542	1 637	1 781	1 869	1 869
Podatek	0	129	169	205	247	279	308	327	356	374	374
CAPEX	-926	-1 226	-714	-589	-656	-730	-809	-894	-755	-755	-755
Kapitał obrotowy	-161	-80	36	-56	-60	-47	-45	-48	-312	-349	-349
FCF	-618	-260	609	793	885	959	1 017	1 032	1 113	1 146	1 175
PV FCF	-581	-225	488	587	604	603	590	552	549	522	
WACC	8,4%	8,3%	8,3%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	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)

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
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%	48,8%	50,5%	52,2%
Dług netto/EBITDA (x)	-0,7	-0,3	0,4	0,4	0,0

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	20,6	21,8	17,6	9,8	9,4	8,5
Maksimum	120,0	36,1	23,4	14,4	14,2	10,8
Mediana	70,3	28,9	20,5	12,1	11,8	9,6
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdyskontowana wartość FCF	12 707
Dług netto	-628
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	7 200

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	5 500
DCF	50%	7 200
Cena wynikowa		6 520
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		6 900

VRG

trzymaj (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

VRG zaraportowało wyniki za 1Q'20 gorsze od oczekiwań rynkowych, co wynikało z wyższych kosztów SG&A. Zgodnie opublikowanymi informacjami dynamika sprzedaży w sklepach stacjonarnych wyniosła -63%/-98%/-64% r/r odpowiednio w miesiącach marzec/kwiecień/1-18 maj. Powyższa tendencja wskazuje na stopniową odbudowę sprzedaży. Widząc migrację klientów do kanału online, Zarząd VRG podniósł szacunki dotyczące udziału tego kanału w całkowitej sprzedaży z 20% do 25% w 2020 roku. Dynamika sprzedaży online wyniosła 82%/169%/118% odpowiednio w marcu, kwietniu oraz okresie 1-18 maja. Zarząd spółki zrewidował plan ekspansji powierzchni sprzedażowej do -5% r/r z -2% r/r zakładanych wcześniej (zmiana wyniku z obniżenia szacunków dla kanału odzieżowego z -3% do -7%). Prowadzone są negocjacje umów najmu oraz ustalono obniżenie wynagrodzeń do czasu odbudowy przynajmniej 80% sprzedaży odnotowanej przed rokiem. Zarząd spółki podtrzymuje założenie spadku sprzedaży o 20% w 2020 roku oraz wypracowanie dodatniego wyniku EBITDA (MSR17). W maju spółka poinformowała o zmianie składu zarządu, z którego odejdą dotychczasowy CEO oraz CFO, a nowym CEO zostanie Pan Michał Wójcik. Nowy Prezes rozpocznie kadencję od WZA i planuje przedstawić plan rozwoju spółki w kolejnych okresach. Biorąc pod uwagę nieznacznie lepszą sprzedaż w kanale offline od wstępnych założeń (zarówno naszych jak i zarządu) oraz znacznie lepszą dynamikę w kanale e-commerce, podnosimy nasze prognozy dla spółki. Uwzględniając powyższe podwyższamy naszą cenę docelową oraz pozostawiamy rekomendację trzymaj.

Cena bieżąca

2,40 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

2,43 PLN

+1,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	2,43 PLN	2020-06-03	
poprzednia	trzymaj	2,00 PLN	2020-04-06	
Podstawowe dane			VRG PW	vs. WIG
Ticker	VRG PW	Zmiana 1M	-12,4%	-18,4%
ISIN	PLVSTLA00011	Zmiana YTD	-40,6%	-25,1%
Liczba akcji (mln)	234,5	Średni obrót 1M		0,5 mln PLN
MC (mln PLN)	562,7	Średni obrót 6M		0,7 mln PLN
EV (mln PLN)	630,8	EV/EBITDA 12M fwd	9,2	+10,2%
Free float	40,1%	EV/EBITDA 5Y avg	8,4	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	806	1 068	824	1 032	1 155
EBITDA skor.	89	111	6	51	89
marża EBITDA	11,1%	10,4%	0,7%	4,9%	7,7%
EBIT	72	87	-16	30	68
Zysk netto	54	66	-36	11	46
P/E	10,5	8,5	-	51,7	12,2
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA skor.	7,0	5,7	106,3	11,7	6,9
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			-	+8,6%	+1,4%
Zysk netto			-	+31,8%	+0,3%
Sprzedaż det/mkw.			+11,3%	+6,0%	+6,2%
SG&A/mkw.			+2,7%	+2,3%	+3,2%
Powierzchnia			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	525	656	761
Segment odzieżowy (EBIT)	33	43	-22	2	28
Segment jubilerski (S)	323	376	298	376	394
Segment jubilerski (EBIT)	39,4	44,5	5,9	28,5	37,6
MBNS	51,2%	52,1%	47,9%	48,8%	49,0%
Przepływy oper.	54	109	98	145	90
D&A	17	24	22	21	22
Dodatkowy D&A (MSSF 16)		87	85	86	90
Kapitał obrotowy	-21	-75	33	30	-64
Przepływy inv.	-19	-17	-16	-21	-23
Przepływy fin.	-18	-100	10	-128	-117
Kredyty/pozyczki	8	-5	95	-42	-28
FCF	37	-6	23	54	-11
FCF/EBITDA	41%	-6%	380%	106%	-12%
CFO/EBITDA	60%	19%	230%	116%	1%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Sprzedaż det/mkw.	1 301	1 669	1 814	1 818	1 835	1 846	1 864	1 881	1 900	1 919	1 919
SG&A/mkw.	647	765	781	780	787	792	800	807	814	821	821
Powierzchnia	51	52	54	56	57	57	58	59	59	60	60
Przychody	824	1 032	1 155	1 198	1 236	1 262	1 290	1 318	1 347	1 377	1 405
EBITDA	6	51	89	93	96	98	99	101	103	105	107
marża EBITDA	0,7%	4,9%	7,7%	7,8%	7,8%	7,7%	7,7%	7,7%	7,6%	7,6%	7,6%
EBIT	-16	30	68	71	73	75	76	78	80	82	84
Podatek	1	6	13	13	14	14	14	15	15	16	16
CAPEX	16	21	23	24	24	23	23	23	23	22	23
Kapitał obrotowy	33	30	-64	-17	-3	-3	-3	-3	-4	-4	-4
FCF	23	54	-11	39	55	57	59	61	61	63	64
PV FCF	21	46	-9	28	37	35	33	31	29	28	
WACC	9,6%	9,2%	8,8%	8,8%	9,0%	8,9%	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	2021P	2022P
Sprz./mkw. (odzieżowy)	1 318	1 049	660	870	981
Sprz./mkw. (jubilerski)	2 540	2 689	2 046	2 577	2 638
SG&A/mkw. (odzieżowy)	420	598	549	629	641
SG&A/mkw. (jubilerski)	1 118	1 216	1 106	1 240	1 239
Środki pieniężne	34	25	118	114	63
Dług netto	63	66	68	30	53
Dług netto/EBITDA (x)	0,7	0,6	11,5	0,6	0,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	6,0	5,3	5,2	4,6	5,2	4,6
Maksimum	121,5	67,8	34,4	26,1	26,8	20,0
Mediana	16,6	14,4	11,1	8,7	6,6	6,3
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana wartość FCF	712
Dług netto	66
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	2,75

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	40%	1,60
DCF	60%	2,75
Cena wynikowa		2,29
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		2,43

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**PRZEWAGA (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku**RÓWNOWAGA (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku**NIEDOWAGA (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/gpwp>) 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_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 ułynął od poprzedniej rekomendacji.

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

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

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

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

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

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

Sporządzanie nowych rekomendacji zakończyło się 3 czerwca 2020 o godzinie 8:25.

Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 3 czerwca 2020 o godzinie 8:25.

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, INDATA, ING BSK, Kruk, LW Bogdanka, MCI Capital, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA I 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, Rawiplug, Rubicon Partners NF, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnity, Tarczyński, Ten Square Games, 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 I 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 abonentową z Orange Polska S.A.

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

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:

http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Biurze maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Biura maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.**Zdyskontowanych dywidend (DDM)** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.**Zysków ekonomicznych** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.**Zdyskontowanych aktywów netto (NAV)** – wyliczona w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Grupy porównawcze wykorzystywane w wycenie poszczególnych spółek

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,
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,
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
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, Anderssons, Astarta, Avangard, Bunge, China Agri Industries, Felda Global, Golden Agri Resources, GrainCorp, IMC, MHP, Milkiland, Nisshin Oillio Group, Ovostar, Wilmar
Kęty	Alcoa, Alumetal, Amag, Amcor, Bemis, Century Aluminium, China Hongoiao, Constellium, 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,
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
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
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, Pfalderer, Rayonier, Uzin UTZ, Vanachai Group, Vilmorin, 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	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-06-03	2020-05-05	2020-02-05	2019-12-05	2019-11-06
cena docelowa (PLN)	476,00	422,00	439,00	454,00	483,00
kurs z dnia rekomendacji	475,00	408,50	440,00	360,50	332,00

AC

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	niedoważaj
data wydania	2020-05-21	2020-04-01	2019-12-05	2019-10-30	2019-08-30
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	36,50	39,00	43,20	41,00	43,60

Agora

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2020-06-03	2020-04-15	2019-10-30
cena docelowa (PLN)	8,60	8,60	17,00
kurs z dnia rekomendacji	8,36	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	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-06-03	2020-04-16	2020-03-30	2020-02-21	2019-11-06	2019-07-03	2019-06-03
cena docelowa (PLN)	14,98	21,00	24,72	30,50	31,00	72,30	77,00
kurs z dnia rekomendacji	15,19	16,45	13,00	26,62	29,34	51,10	52,80

Alumetal

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	niedoważaj
data wydania	2020-05-21	2020-04-01	2020-02-27	2020-01-30	2019-12-05	2019-10-07	2019-08-30
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	37,00	34,60	43,50	42,80	39,30	35,40	34,50

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	trzymaj
data wydania	2020-06-03	2020-05-05	2019-12-05	2019-06-03
cena docelowa (PLN)	71,40	63,90	59,20	50,80
kurs z dnia rekomendacji	72,60	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	przeważaj
data wydania	2020-05-11	2020-04-01	2020-01-30	2019-12-05	2019-10-30	2019-09-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	11,75	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	trzymaj	akumuluj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2020-06-03	2020-05-05	2020-02-05	2019-12-05	2019-11-06	2019-09-05
cena docelowa (PLN)	388,10	342,50	284,20	281,30	276,40	272,50
kurs z dnia rekomendacji	388,20	357,90	305,00	260,30	255,20	251,30

CEZ

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2020-06-03	2020-05-05	2020-02-20	2019-12-05	2019-06-25
cena docelowa (CZK)	514,80	527,86	592,91	597,80	597,80
kurs z dnia rekomendacji	489,00	451,00	503,00	502,00	544,00

Ciech

rekomendacja	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj	kupuj
data wydania	2020-05-29	2020-04-14	2020-02-13	2019-12-05	2019-09-05	2019-07-03	2019-06-03
cena docelowa (PLN)	38,94	45,14	47,46	44,41	42,03	41,72	55,00
kurs z dnia rekomendacji	39,25	31,80	39,40	36,40	34,00	41,60	42,65

Cognor

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	przeważaj
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
cena docelowa (PLN)	0,94	1,25	1,25	1,55	2,00	1,84	1,84	1,79	-
kurs z dnia rekomendacji	0,95	1,20	1,17	1,52	1,65	1,75	1,77	1,64	1,60

Comarch

rekomendacja	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-05-13	2019-11-25	2019-07-25
cena docelowa (PLN)	220,30	250,00	231,00
kurs z dnia rekomendacji	210,00	189,50	178,50

Cyfrowy Polsat

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	redukuj
data wydania	2020-04-01	2020-03-04	2019-11-14
cena docelowa (PLN)	24,10	26,10	26,10
kurs z dnia rekomendacji	23,82	26,24	28,86

Dino

rekomendacja	redukuj	redukuj	trzymaj	redukuj	akumuluj	trzymaj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2020-06-03	2020-05-05	2020-03-04	2020-02-05	2019-11-25	2019-08-23	2019-08-13	2019-08-02
cena docelowa (PLN)	155,60	151,60	152,30	149,70	148,60	149,20	111,20	112,70
kurs z dnia rekomendacji	185,70	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	zawieszona	kupuj	kupuj
data wydania	2020-06-03	2020-02-27	2019-11-06	2019-06-25
cena docelowa (PLN)	-	-	11,67	12,67
kurs z dnia rekomendacji	8,19	7,36	6,37	7,33

Ergis

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

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	akumuluj	trzymaj	trzymaj	redukuj	sprzedaj	redukuj	trzymaj	redukuj
data wydania	2020-06-03	2020-05-05	2020-02-05	2019-11-25	2019-11-06	2019-09-05	2019-08-02	2019-06-03
cena docelowa (PLN)	19,90	20,50	19,80	19,80	18,10	18,10	18,10	18,10
kurs z dnia rekomendacji	18,50	21,10	19,94	22,22	23,80	20,62	18,60	19,31

Famur

rekomendacja	trzymaj	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
cena docelowa (PLN)	2,20	4,58	5,18	5,33	6,71	6,96	6,67
kurs z dnia rekomendacji	2,08	2,73	2,98	4,42	4,47	5,24	4,85

Forte

rekomendacja	równoważ	niedoważaj	niedoważaj	niedoważaj	równoważ	równoważ
data wydania	2020-05-21	2020-04-01	2020-03-20	2020-01-30	2019-12-05	2019-09-20
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	17,60	11,20	11,80	32,30	28,15	23,25

GPW

rekomendacja	trzymaj	kupuj
data wydania	2020-05-20	2020-01-16
cena docelowa (PLN)	41,56	47,82
kurs z dnia rekomendacji	40,00	40,85

Grupa Azoty

rekomendacja	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj
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
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
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

Handlowy

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2020-06-03	2020-04-16	2020-03-30	2020-02-27	2019-12-05	2019-07-03	2019-06-03
cena docelowa (PLN)	37,64	39,86	45,66	63,46	57,44	59,45	61,00
kurs z dnia rekomendacji	38,00	39,50	44,00	55,90	51,70	53,60	53,70

Impexmetal

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

ING BSK

rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	redukuj
data wydania	2020-06-03	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)	117,78	114,14	126,36	170,00	187,77	197,53	197,53	191,80	191,80
kurs z dnia rekomendacji	145,20	141,00	153,80	202,00	190,80	194,80	187,40	189,80	203,50

Jeronimo Martins

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	redukuj
data wydania	2020-06-03	2020-02-05	2019-10-07	2019-09-05
cena docelowa (EUR)	15,30	16,30	14,30	14,30
kurs z dnia rekomendacji	15,46	15,78	14,92	15,88

JSW

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

Kemel

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	redukuj	redukuj	kupuj
data wydania	2020-06-03	2020-02-05	2019-12-05	2019-10-07	2019-08-19	2019-06-03
cena docelowa (PLN)	44,58	47,25	41,60	40,76	42,70	58,63
kurs z dnia rekomendacji	43,80	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	sprzedaj	redukuj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	redukuj	trzymaj
data wydania	2020-06-03	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
cena docelowa (PLN)	62,94	46,83	46,83	76,92	86,33	85,54	96,13	96,14	90,12	77,51	80,38	98,35
kurs z dnia rekomendacji	88,10	74,00	54,64	77,82	96,44	88,66	96,70	91,64	79,92	74,90	87,78	101,70

Komercni Banka

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

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	przeważaj	przeważaj
data wydania	2020-05-21	2020-05-13	2020-01-30	2019-12-05	2019-10-07	2019-09-20
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	59,00	54,80	52,20	45,80	44,40	43,00

Lotos

rekomendacja	trzymaj	redukuj	trzymaj	redukuj	redukuj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2020-06-03	2020-04-07	2020-03-04	2020-02-05	2019-12-05	2019-08-02	2019-06-03
cena docelowa (PLN)	60,39	59,22	67,19	68,47	77,80	72,31	65,95
kurs z dnia rekomendacji	60,52	65,10	61,06	76,78	85,20	88,66	87,82

LPP

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2020-06-03	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)	6 900,00	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	6 980,00	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
data wydania	2020-04-01	2019-12-05	2019-09-20
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	50,00	72,00	66,00

Millennium

rekomendacja	kupuj	trzymaj	kupuj	trzymaj	redukuj	trzymaj	sprzedaj	redukuj	kupuj
data wydania	2020-06-03	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)	3,72	3,38	4,06	5,47	5,47	5,47	5,18	5,18	10,00
kurs z dnia rekomendacji	2,64	3,28	3,30	5,06	5,91	5,49	6,40	5,48	7,51

MOL

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2020-06-03	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)	2 072,00	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	1 916,00	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	akumuluj	kupuj	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2020-06-03	2020-03-27	2019-11-29	2019-09-05	2019-08-02	2019-06-19
cena docelowa (PLN)	6,90	6,90	7,40	7,50	7,50	7,50
kurs z dnia rekomendacji	6,49	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

Pekao

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2020-06-03	2020-04-16	2020-03-30	2019-12-05	2019-08-02	2019-07-03
cena docelowa (PLN)	68,90	77,70	83,51	115,20	119,75	121,00
kurs z dnia rekomendacji	52,40	54,30	55,32	96,34	99,88	112,95

Pfleiderer Group

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

PGE

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

PGNIG

rekomendacja	kupuj	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2020-06-03	2020-04-07	2020-03-23	2020-03-04	2020-01-28	2019-11-06	2019-09-05	2019-08-02
cena docelowa (PLN)	4,91	4,44	3,24	3,88	4,06	5,64	6,33	6,33
kurs z dnia rekomendacji	4,31	3,48	3,14	3,20	3,86	5,07	4,49	5,62

PKN Orlen

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	redukuj	trzymaj	redukuj	trzymaj	sprzedaj
data wydania	2020-06-03	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)	66,85	58,61	58,61	66,70	68,03	94,17	94,17	92,82	80,01
kurs z dnia rekomendacji	67,80	59,52	52,58	62,26	75,66	88,50	102,45	97,36	96,78

PKO BP

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2020-06-03	2020-04-16	2020-03-30	2020-03-04	2020-02-05	2019-12-05	2019-08-02	2019-06-26
cena docelowa (PLN)	22,58	24,85	26,90	39,69	39,69	39,50	47,17	47,17
kurs z dnia rekomendacji	22,06	22,14	22,75	33,10	36,00	34,99	39,34	42,20

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	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj	trzymaj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2020-05-15	2020-03-25	2020-02-05	2019-11-14	2019-09-12	2019-09-05	2019-08-02	2019-07-03
cena docelowa (PLN)	35,70	33,50	36,00	36,00	33,10	34,20	34,20	29,00
kurs z dnia rekomendacji	31,02	29,04	34,80	31,30	27,16	33,34	31,22	33,34

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	akumuluj	kupuj	kupuj	trzymaj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	redukuj	trzymaj
data wydania	2020-06-03	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)	179,37	194,52	229,52	287,90	265,50	276,55	276,55	337,00	337,00	377,27
kurs z dnia rekomendacji	163,60	160,70	173,90	304,00	279,00	317,40	286,00	319,60	357,20	365,20

Skarbiec Holding

rekomendacja	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-06-03	2020-03-04	2019-12-05	2019-06-03
cena docelowa (PLN)	21,20	21,20	29,34	28,17
kurs z dnia rekomendacji	19,05	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
data wydania	2019-12-05	2019-10-07	2019-09-20
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	15,60	16,30	15,90

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	kupuj	akumuluj	trzymaj	kupuj
data wydania	2020-06-03	2020-05-26	2020-05-05	2020-04-23
cena docelowa (PLN)	592,00	592,00	462,00	462,00
kurs z dnia rekomendacji	505,00	539,00	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	trzymaj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2020-06-03	2020-04-06	2020-02-05	2019-12-02	2019-07-26
cena docelowa (PLN)	2,43	2,00	4,50	4,50	5,20
kurs z dnia rekomendacji	2,40	1,94	3,93	3,94	4,20

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

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

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