

czwartek, 2 lipca 2020 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: lipiec 2020

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

Podtrzymujemy nasze neutralne nastawienie do rynku akcji. Światowa gospodarka odbudowuje się po załamaniu w marcu-kwietniu nieco szybciej niż oczekiwano. Przy wsparciu banków centralnych rynki bagatelizują wszystkie negatywne informacje i na obecną chwilę nie widzimy czynników które miałyby odwrócić ten trend.

Ze spółek

Finanse

Uważamy, że pozytywny sentyment do polskiego sektora bankowego w lipcu powinien się utrzymać, szczególnie biorąc pod uwagę spływające prognozy na 2Q'20. Prognozy te powinny zawierać znaczące odbicie po fatalnym 1Q, a pierwsze dane za kwiecień wskazują, że pomimo lockdownu, banki zanotowały przyzwoity wynik pozaodsetkowy i nieodbiegające od średniej saldo rezerw. Sentyment w Europie powinien być wspierany przez finalizację prac nad budżetem solidarnościowym w UE.

Chemia

Nadchodzące wyniki 2Q'20 mogą być rozczarowaniem dla posiadaczy akcji Grupy Azoty i Ciech. Producentowi nawozów nie sprzyjają spadki cen nawozów saletranych w Europie, a Ciech będzie musiał się zmierzyć ze spadkiem produkcji szkła płaskiego i soli warzonej w Polsce w IV i V.

Surowce

Spadek produkcji i sprzedaży oraz niższe r/r ceny surowców negatywnie wpłynąć będą na wyniki spółek wydobywczych (JSW, KGHM) w 2Q'20. W lipcu straszyć może raport produkcyjny JSW za 2Q'20.

Paliwa

Dramatyczne odczyty na parametrach rafineryjnych nie ciąży póki co na notowaniach PKN czy Lotos, co jest sporym zaskoczeniem. Nadal uważamy, że ciekawszą ekspozycję oferuje PGNiG, a po ostatnich spadkach także MOL.

Energetyka

Rynek w czerwcu uwierzył w scenariusz transformacji sektora, czego efektem był rajd na notowaniach WIG-Energia. Jeśli politycy nie zanegują kierunków zmian to konwergencja na wskaźnikach powinna postępować.

Telekomunikacja, media, IT

Podtrzymujemy pozytywne podejście do sektora telekomunikacyjnego. Dwa kluczowe argumenty to podwyżki cenników B2C w T-Mobile i w Play oraz doniesienia prasowe o potencjalnej sprzedaży masztów przez Play i Cyfrowy Polsat, co może uświadomić inwestorów o wartości infrastruktury pasywnej posiadanej przez telekomy. Naszym faworytem pozostaje PLY. W mediach kluczową negatywną rekomendacją jest WPL. Podtrzymujemy pozytywne podejście do ASE, które od początku roku zyskało już >70%!

Gaming

Kursy akcji spółek z segmentu gier wideo kontynuowały wzrosty w czerwcu. Nadal widzimy potencjał do wzrostu w TEN. Kurs 11B spadał pod koniec czerwca po rozczarowujących informacjach o Projekt 8. CDR powinien intensyfikować działania marketingowe w kolejnych miesiącach.

Przemysł

Oslabienie PLN do EUR, odbudowa wolumenów, spadek kosztów osobowych, metali i energetycznych sprzyjają spółkom przemysłowym na drugą połowę roku. Naszymi faworytami pozostają Astarta, Forte i TIM, zaś unikalibyśmy Boryszew i PKP Cargo. Z uwagi na spadek free-float i potencjalny squeeze-out zalecamy rekomendację dla Stelmet.

Handel

Kursy spółek z sektora odzieżowego i obuwniczego cofnęły się pod koniec czerwca. Po spadkach preferowalibyśmy walory LPP, VRG. Z segmentu spółek handlu spożywczego preferowalibyśmy EUR oraz unikalibyśmy DNP.

Kluczowe rekomendacje

Pozytywne: AST, EBS AV, EUR, FTE, LPP, MOL, PEO, PGN, PLY, PZU, TEN, TIM, VRG

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

Indeksy	Kurs bieżący	1M	YTD
WIG	50 104	+3,0%	-13%
ATX	2 254	+1,4%	-29%
BUX	35 395	-1,3%	-23%
PX	924	+1,8%	-16%

Indeksy sektorowe WIG		1M	YTD
WIG20	1 772	+2,2%	-17%
mWIG40	3 548	+3,8%	-9%
sWIG80	13 575	+7,5%	+14%
Banki	4 188	+4,1%	-38%
Budownictwo	2 813	+3,9%	+23%
Chemia	8 033	-9,3%	-4%
Energia	1 978	+27,5%	+1%
Gaming	32 360	+5,8%	+73%
Górnictwo	2 951	+6,4%	-4%
Informatyka	3 532	+3,4%	+25%
Media	5 037	-5,7%	-6%
Odzież	3 757	-6,4%	-34%
Paliwa	5 140	-2,4%	-21%
Spożywczy	3 057	-1,1%	-2%
Telekomunikacja	804	+0,2%	-8%

Top 5 / Worst 5		1M	YTD
Datawalk	151,00	+84,6%	+176%
Tauron	2,35	+82,2%	+43%
PBG	0,07	+72,5%	+360%
Mabion	41,70	+66,1%	-46%
Vivid Games	2,73	+60,6%	+121%
Ursus	0,67	-11,4%	+21%
Ciech	32,30	-12,8%	-19%
AmRest	22,35	-12,9%	-48%
Centrum NT	13,90	-20,6%	-3%
Elektrobudowa	2,20	-28,1%	-71%

Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
Ciech	trzymaj ▶	34,09 PLN ▼
Dino	sprzedaj ▼	155,60 PLN ▶
Eurocash	kupuj ▲	19,90 PLN ▶
Grupa Azoty	trzymaj ▶	29,90 PLN ▲
Lotos	trzymaj ▶	55,87 PLN ▼
LPP	akumuluj ▲	6900 PLN ▶
MOL	akumuluj ▲	2158,00 HUF ▲
PGNiG	kupuj ▶	5,23 PLN ▲
PKN Orlen	trzymaj ▶	67,72 PLN ▲
PKP Cargo	redukuj ▼	12,37 PLN ▶
Santander BP	trzymaj ▼	179,37 PLN ▶
Skarbiec Holding	trzymaj ▼	21,20 PLN ▶
Stelmet	zawieszona	-
Ten Square Games	akumuluj ▼	592,00 PLN ▶
VRG	akumuluj ▲	2,43 PLN ▶

Spis treści

1. Rynek akcji	3
2. Sektory	5
3. Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu	9
4. Zaskoczenia na wynikach spółek w poszczególnych kwartałach	10
5. Prognozy i rekomendacje Biura maklerskiego mBanku na tle konsensusu	13
6. Aktualne rekomendacje Biura maklerskiego mBanku	14
7. Statystyki rekomendacji	15
8. Kalendarium wydarzeń	16
9. Makroekonomia	17
10. Finanse	19
10.1. Alior Bank	19
10.2. Handlowy	20
10.3. ING BSK	21
10.4. Millennium	22
10.5. Pekao	23
10.6. PKO BP	24
10.7. Santander Bank Polska	25
10.8. PZU	26
10.9. Skarbiec Holding	27
10.10. GPW	28
11. Chemia	29
11.1. Ciech	29
11.2. Grupa Azoty	30
12. Surowce	31
12.1. JSW	31
12.2. KGHM	32
13. Paliwa	33
13.1. Lotos	33
13.2. MOL	34
13.3. PGNiG	35
13.4. PKN Orlen	36
14. Energetyka	37
14.1. CEZ	37
14.2. Enea	38
14.3. Energa	39
14.4. PGE	40
14.5. 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
20. Handel	58
20.1. Dino	58
20.2. Eurocash	59
20.3. Jeronimo Martins	60
20.4. LPP	61
20.5. VRG	62

Rynek akcji

Podtrzymujemy nasze neutralne nastawienie do rynku akcji. Gros publikowanych danych makro potwierdza, że światowa gospodarka odbudowuje się po załamaniu w marcu-kwietniu. Tempo wzrostu jest nieco szybsze niż pierwotnie zakładali analitycy, co nie zmienia faktu, że nawet przy takiej trajektorii wzrostu osiągnięcie poziomu PKB sprzed wybuchu epidemii nastąpi pod koniec 2021 r. lub później. Z punktu widzenia giełd nie ma to jednak znaczenia dopóki banki centralne kontynuują dotychczasową politykę monetarną. O sile rynku świadczy znikoma reakcja indeksów na szybko rosnącą liczbę nowych zachorowań w USA i towarzyszące temu ograniczenia (przywracane w niektórych stanach), a w efekcie ryzyko słabszego momentum makro w kolejnych miesiącach. W dalszym ciągu czynnikiem ryzyka pozostają napięte relacje USA-Chiny, szczególnie po wejściu w życie ustawy o bezpieczeństwie w Hongkongu. Badania sentymentu wśród zarządzających funduszami hedgingowymi wskazują na duży pesymizm, co zwykle wspierało rynek. W dostępnych wywiadach zarządzający („guru rynkowi”) kontestują obecny poziom wycen w kontekście sytuacji makro (z czym się zgadzamy). Dobrym przykładem jest Tesla, której kapitalizacja (206 mld USD) jest już większa niż Toyoty (202 mld USD), przy czym pierwsza firma na razie produkuje ok. 450 tys. aut rocznie, a druga ponad 10 mln. Tesla to świetna firma, ale czy już na tym etapie zasługuje na miano największej pod względem MCapu firmy na świecie? Przed nami ważny okres raportowania wyników za 2Q (przede wszystkim oceny bieżącej sytuacji i perspektyw dla spółek na kolejne miesiące). Warszawski parkiet powinien podążać za sentymentem na globalnych rynkach, a naszym zdaniem nie zmienia tego również wybory prezydenckie.

COVID-19 – druga fala zachorowań w USA

Przed miesiącem, kiedy przygotowaliśmy tekst czerwcowego *Przeglądu miesięcznego*, dzienna liczba nowych zachorowań na świecie oscylowała na poziomie 125 tys., z czego w USA było to ok. 20 tys. Głównym ogniskiem zapalnym była Ameryka Południowa, co uwzględniając wpływ tej części świata na globalną gospodarkę niespecjalnie interesowało globalnych inwestorów. Obecnie liczby te wzrosły do odpowiednio 170 tys. na świecie i ponad 40 tys. w USA. Reakcja inwestorów na dynamiczny wzrost zachorowań w USA i związanych z tym konsekwencji (przywrócenie w niektórych stanach ograniczeń, już widoczny silny spadek popytu na usługi gastronomiczne, ryzyko spowolnienia tempa odbudowywania się makro) była krótkotrwała. Rynki szybko przyzwyczały się do nowego poziomu odczytów traktując je jako nową rzeczywistość, co m.in. wynikało z utrzymywania się niskiej śmiertelności (ok. 500 osób dziennie). Ostatnie tygodnie utwierdziły inwestorów, że nie warto „grać” pod dane o COVID-19, kiedy nad rynkiem czuwa FED. Ich uwaga koncentruje się przede wszystkim na bieżących danych makro (za maj/czerwiec), które w USA, Chinach czy Europie na ogół były lepsze od oczekiwań (popyt konsumpcyjny i dane z rynku nieruchomości w USA, konsumpcja w Niemczech, aktywność przemysłu w Chinach).

Z punktu widzenia sentymentu rynkowego sytuacja epidemiologiczna w USA pozostaje głównym czynnikiem ryzyka (w Europie i Azji poza lokalnymi ogniskami zapalnymi sytuacja na razie wydaje się być opanowana). Naszym zdaniem wzrost liczby zarażonych w USA będzie przekładał się na rosnącą liczbę hospitalizowanych, a w konsekwencji na wyższą śmiertelność (wyraźny wzrost powinien nastąpić w drugiej połowie lipca). Wydaje się, że powrót do statystyk na

poziomie ok. 1 tys. zgonów dziennie nie będzie dla rynków zaskoczeniem i nie wywoła negatywnej reakcji. Większy wzrost będzie podsycił obawy o skalę lokalnych lockdownów i odczuwalny, negatywny efekt ekonomiczny. Z ostatnich wypowiedzi Dr. Fauci wynika, że istnieje ryzyko wzrostu zachorowalności w USA nawet do 100 tys. przypadków dziennie. Z informacji docierających do mediów wynika, że prace nad szczepionką posuwają się zgodnie z planem, co oznacza, że powinna ona być dostępna za kilka miesięcy. Jednakże w żaden sposób nie rozwiązuje to jednak problemu.

Największą niewiadomą pozostaje to, w jakim stopniu wzrost liczby zachorowań wpłynie na zachowania konsumentów, co skutkowałoby ponownym pogorszeniem danych makro już za lipiec i wzrostem obaw o tempo ożywiania. W pierwszej fali zachorowań spadek konsumpcji był mniejszy niż oczekiwano m.in. w związku z tym, że przebywający w domach ludzie kupowali dobra poprawiające komfort pracy/spędzania czasu w domu. Częściowo popyt ten został zaspokojony i w drugiej fali, czy w przypadku przedłużania się ograniczeń, wcale nie musi się to powtórzyć – tym bardziej, że sytuacja na rynku pracy w USA nadal pozostaje słaba. Gospodarstwa domowe są nadal zasilane pieniędzmi z programów pomocowych, jednak przeciągające się pozostawanie niemałej części Amerykanów na bezrobociu wcześniej czy później powinno prowadzić do ograniczenia wydatków.

Światowa gospodarka odradza się szybciej niż oczekiwano

Obserwowany *V-shape recovery* oznacza, że gospodarka odbudowuje się w szybszym tempie niż oczekiwali ekonomiści i co niedawno z wyprzedzeniem wyceniały rynki. Widać to zarówno na wskaźnikach wyprzedzających dla przemysłu i usług właściwie na wszystkich głównych rynkach (negatywnie zaskoczyła jedynie Japonia), jak również w danych o konsumpcji, wspieranej programami pomocowymi i „wypychaniem” pieniędzy z banków przez rekordowo niskie stopy procentowe. Nadal relatywnie słabo prezentują się dane z amerykańskiego rynku pracy (liczba nowych bezrobotnych, chociaż korekta danych ADP o +6 mln miejsc pracy za maj powoduje, że coraz trudniej ocenić zachodzące tu zmiany), co w kontekście drugiej fali COVID-19 wydaje nam się bardzo istotne. Warto również zauważyć, że w Europie – w tym w Polsce – fala zwolnień dopiero przed nami (uregulowania rynku pracy). Świadczą o tym m.in. zapowiedzi zwolnień ze strony kolejnych europejskich firm jak chociażby BMW, Lufthansa, Airbus czy Commerzbank. Biorąc pod uwagę właśnie rynek pracy uważamy, że obecne ożywienie ma nadal kruche podstawy, a ryzyko pogorszenia nastrojów konsumentów pozostaje wysokie.

Wydaje się bardzo mało prawdopodobne, a wręcz niemożliwe, żeby w przypadku drugiej fali epidemii rządy wprowadziły analogiczne ograniczenia jak w marcu/kwietniu, dlatego dyskusja o scenariuszu makro sprowadza się raczej do tego, jak szybko nastąpi powrót gospodarek do poziomu sprzed wybuchu epidemii. Przy bardzo dużych amplitudach zmian danych makro w ostatnich tygodniach, uchwycenie właściwej dynamiki odreagowania jest bardzo trudne. Według szacunków Evercore ISI po spadku PKB w 2Q o 40% q/q, w kolejnych dwóch kwartałach amerykańska gospodarka osiągnie tempo wzrostu na poziomie +20% q/q. Tym samym PKB do poziomu sprzed COVID-19 powróci w 2021 roku. Bardziej sceptyczne prognozy przedstawił Charles Evans (Chicago FED), wg którego gospodarka powróci do poziomu „wyjściowego” dopiero pod koniec 2022 roku, a niektóre sektory nie zdołają się odbudować. Evans podkreślił, że jego zdaniem dojdzie do lokalnych lockdownów, co będzie główną przyczyną wolniejszej ścieżki wzrostu PKB.

Dopóki rynków nie zaskoczy wzrost inflacji i obawa o „zamknięcie” dodruku pieniędzy, działania czy nawet same zapowiedzi banków centralnych (jak gotowość skupu obligacji komercyjnych przez FED w przypadku perturbacji rynkowych) na razie wystarczają, żeby inwestorzy zwiększali ekspozycję na ryzykowne aktywa – nawet jeśli ścieżka wzrostu okaże się nieco niższa niż oczekiwania.

USA-Chiny i sytuacja geopolityczna

Według najnowszych prognoz MFW w 2020 roku wartość globalnej wymiany handlowej zmniejszy się o 11,9%, co jest oczywiście przede wszystkim wynikiem wpływu COVID-19. Coraz wyraźniej rysują się jednak tendencje antyglobalistyczne wynikające z napięć pomiędzy mocarstwami. Jednym z wymiernych elementów antychińskiej strategii USA jest konsekwencja w budowie międzynarodowej koalicji, mającej zastąpić dotychczasowe łańcuchy dostaw. Amerykańskie działania koncentrują się m.in. na koordynowaniu wspólnej polityki międzynarodowej i gospodarczej w ramach głównych krajów anglosaskich, dotychczas skupione były w sojuszu militarno-wywiadowczym (Five Eye: USA, Wielka Brytania, Australia, Kanada, Nowa Zelandia). W tym celu, od czerwca zaplanowano regularne spotkania ministrów finansów, którzy mają skupić się na „utrzymaniu stabilności globalnego systemu finansowego”. Grupa ta ma zostać rozszerzona o Japonię, Indie (będące w lokalnym konflikcie zbrojnym z Chinami), Koreę Południową i Wietnam (Economic Prosperity Network). Taka polityka będzie wywoływać reakcję ze strony Chin.

Wyraźnie widać przekierowanie uwagi USA na obszar Azji i Pacyfiku, chociażby po coraz chłodniejszych relacjach USA z Europą. Z jednej strony Trump zapowiedział wycofanie części (ok. 1/3 kontyngentu) wojsk amerykańskich z Niemiec, z drugiej USA rozważają nałożenie dodatkowych ceł (nawet 100%) na europejskie produkty (o wartości ok. 3,1 mld EUR, m.in. na produkty spożywcze i samochody). Bezpośrednim powodem gróźb Waszyngtonu jest niedozwolone wsparcie dla Airbusa, ale zapewne nie przypadkowe jest ich pojawienie się akurat, kiedy trwają „bardzo przyjazne” rozmowy Merkel i Xi ws. współpracy gospodarczej. Warto również wspomnieć, że Niemcy zapowiedziały działania odwetowe, jeśli USA nałożą sankcje na firmy związane z budową Nord Stream 2. Jak już wielokrotnie pisaliśmy, gra geopolityczna tocząca się w tle globalnej odbudowy gospodarczej będzie w kolejnych miesiącach wywoływać napięcia i stanowi jeden z głównych czynników ryzyka dla spadku cen akcji – tym bardziej, że karta antychińska stanowi element prezydenckiej kampanii wyborczej (listopad br.).

Początek sezonu wyników w USA

Obok bieżących danych makro w najbliższych tygodniach uwagę inwestorów przykuwać będą wyniki za 2Q. Ponieważ przy tak dużej amplitudzie zmian prognoza wyników obarczona jest dużym ryzykiem błędu, naszym zdaniem inwestorzy będą przykładali większą wagę do oceny perspektyw raportującej spółki (przekaz ze strony zarządu) niż samych wyników 2Q. Te będą traktowane jako historyczne. Obecnie, oczekiwania rynkowe wskazują na spadek EPS dla spółek z S&P500 o 44% w 2Q i o 22% w całym 2020 roku.

Wybory prezydenckie w Polsce i możliwe przełożenie na GPW

Nic nie wskazuje, żeby polski rynek akcji oderwał się od globalnego sentymentu inwestorów. Uważamy, że wybory prezydenckie również tego nie zmieniają. Wygrana Andrzeja Dudy oznacza utrzymanie obecnego status quo. Zwycięstwo Rafała Trzaskowskiego to potencjalnie pozytywny scenariusz w dłuższym okresie z punktu widzenia inwestorów zagranicznych. Naszym zdaniem, w krótkiej perspektywie może oznaczać jednak mniejszą stabilność rządów w okresie, kiedy trzeba podejmować szybkie decyzje gospodarcze. Taka teza wynika z faktu, że prezydent – opozycyjny do PiS – posiadałby prawo weta, którego obecnie PiS nie byłby w stanie zablokować (nie ma wystarczającej liczby głosów w Sejmie). To oznacza blokowanie ważnych ustaw gospodarczych lub konieczność zbudowania koalicji parlamentarnej, a to w polskich realiach może oznaczać mniejszy czy większy chaos. Takiej sytuacji zagraniczni inwestorzy nie lubią.

Michał Marczak

tel. +48 22 438 24 01

michal.marczak@mbank.pl

Sektory

Finanse

- Czerwiec w sektorze bankowym minął względnie spokojnie. Zarówno regulator, ustawodawca, jak i bankierzy centralni powstrzymali się od ruchów, które dodatkowo utrudniłyby życie lokalnym kredytobiorcom. Co interesujące, przedstawiciele Banku Pekao oczekują, że spadek zysku polskiego sektora bankowego wyniesie co najmniej 50%, co jest znacznie lepszą prognozą od chociażby ostatnio przedstawionej przez NBP (80%-85%). Wydaje się, że cykl obniżek stóp procentowych jest zakończony, a banki zaczynają myśleć jak poprawić rentowność w tych skrajnie niekorzystnych warunkach. Zgodnie z wypowiedziami prezesów różnych banków oraz obserwacji tego co dzieje się w strefie euro, gdy stopy zostały obniżone do 0%, spodziewamy się, że banki zaczną skupiać się na wyniku prowizyjnym, a era „darmowych” usług bankowych będzie powoli przechodzić do przeszłości (co uwzględniamy w naszych prognozach). Inną zmianą, która może nastąpić jest obniżenie akcji kredytowej – przy obecnych stopach procentowych i podatku bankowym, rentowność niektórych kredytu skorygowana o ryzyko może być niższa niż instrumentów dłużnych. Z drugiej strony ZBP w ciągu najbliższych kilkunastu dni ma ogłosić plan, który ma zapobiec credit crunch w polskim sektorze bankowym. Dostyc niespodziewanie wrócił temat kredytów CHF, spodziewaliśmy się powrotu tych wątków dopiero w dalszej części roku. Zgodnie z medialnym doniesieniem liczba obecnie składanych pozwów frankowych z powodzeniem łąta dziurę powstałą w związku z lockdownem. W sądach, również liczba wyroków wraca do stanu z początku roku. Na pewno powrót kredytów CHF na wokandę nie poprawia sentymentu. Przypominamy, że nasze prognozy już uwzględniają około 40 mld PLN kosztu dla sektora związanego z CHF w kolejnych 10 latach.
- Lipiec zwyczajowo upłynie pod znakiem prognoz. Na obecną chwilę wydaje się, że wyniki Q2 będą lepsze od Q1 uwzględniając korektę o składkę na BFG. Q1 był mocno zanieczyszczony zdarzeniami jednorazowymi takimi jak przeszacowania udziałów w Visa, rezerwy na zwolnienia grupowe, rezerwy na CHF, rezerwy na rozliczenie prowizji, czy rezerwy na COVID-19. Spodziewamy się, że zgodnie z zapowiedziami, stopniowo zaczną rosnąć opłaty i prowizje za podstawowe produkty i usługi bankowe, ale będzie to raczej proces, a nie zmiana dokonująca się w jednym kwartale, dlatego wpływ z F&C powinny raczej odzwierciedlać spadek transakcyjności w kwietniu-maju, niż wzrost cennika opłat. Oficjalnie, do końca września, został przedłużony termin składania wniosków o dobrowolne moratorium kredytowe, wydaje się jednak, że największa fala wniosków już za nami i liczba nowych wniosków nie powinna być znacząca. Należy jednocześnie zauważyć, że dane sektorowe za kwiecień odnośnie kosztu ryzyka nie odbiegają od średniej długoterminowej, co może zwiastować jeszcze relatywnie niski poziom rezerw. Ciekawostką na 2Q może być odbicie kursu akcji spółki Visa o blisko 19%, którego udziałowcami są polskie banki, co dodatkowo może wspierać wynik handlowy.
- Ze względu na nadchodzące znaczące rewizje prognoz dla banków regionalnych, czeskich i Kruka, niniejsza publikacja nie zawiera szczegółowych informacji na ich temat.
- W Europie ECB zdecydował się na rozszerzenie programu PEPP o dodatkowe 600 mld EUR, co było lekko powyżej oczekiwań oraz delikatnie podbijało nastawienie wobec banków w Europie na początku czerwca. Obecnie kluczowym zagadnieniem jest jak najszybsze uchwalenie przez Rade Europejską, zaproponowanego przez Komisję

pakietu pomocowego w wysokości 750 mld EUR. Kanclerz Merkel wyraziła nadzieję, że plan uda się zatwierdzić na lipcowym posiedzeniu RE (17-18.07), ale wciąż pozostaje bardzo dużo rozbieżności pomiędzy krajami członkowskimi. Uważamy, że jeżeli plan pomocowy zostałby przyjęty lub zostałyby zasygnalizowane, że pozytywne rozwiązanie jest blisko, sentyment do banków europejskich poprawiłby się, na czym korzystałyby również notowania polskich kredytodawców. Na lipiec ECB zapowiedział również publikację raportu oceniającego wpływ pandemii na bilans sektora bankowego, może to być ciekawa lektura w kontekście szacowania przyszłych kosztów ryzyka.

- **Kluczowe rekomendacje:** Erste Group (kupuj), Pekao (kupuj), PZU (kupuj), Millennium (kupuj), ING (sprzedaj)

Chemia

- Podobnie jak w przypadku spółek przemysłowych inwestorzy na świecie ignorują rewidowane w dół prognozy wyników spółek chemicznych.
- Ze względu na ryzyko krótkoterminowe podtrzymujemy negatywnie podejście do sektora Chemii w Polsce.
- Spadające w drugiej połowie czerwca ceny nawozów saletrzanych w Europie (patrz espresso surowcowe) negatywnie przekładają się na marże na produkcji nawozów pomimo niskich cen gazu. Przy słabości segmentów tworzyw sztucznych i produktów chemicznych możliwa jest dalsza rewizja w dół oczekiwań analityków odnośnie wyników Grupy Azoty w 2020 roku.
- Mimo spadających cen surowców (gaz, węgiel koksowy) wyniki finansowe Ciech w 1Q'20 okazały się słabsze od oczekiwań oraz niższe r/r. W 2Q'20 Ciech będzie się musiał zmierzyć ze spadkiem produkcji szkła oraz soli warzonej w Polsce (patrz nasz komentarz do majowych danych GUS).

Surowce

- Rynek w czerwcu dyskontował spadek monitorowanych zapasów miedzi na rynkach, dobre momentum na danych makro w Chinach (największy konsument miedzi) oraz ryzyko ograniczenia produkcji w Chile (największy producent miedzi) w efekcie rozpoznanych nowych zakażeń wśród pracowników. W efekcie inwestorzy spekulacyjni zwiększali liczbę otwartych pozycji na miedzi, co przekładało się na wzrost notowań metalu na giełdzie. Obecnie cena miedzi dotarła do około 6 000 USD/t, co jest kluczowym poziomem dla dalszego rozwoju wydarzeń. Naszym zdaniem w kolejnym miesiącu rynek może w przypadku miedzi skupić się na rosnących zachorowanych na COVID-19 w USA oraz zwiększeniu produkcji metalu w takich krajach jak Peru (drugi największy producent miedzi). W Chinach premie hutnicze spadają, co może sugerować dużą dostępność koncentratów miedzi na rynku. Naszym zdaniem argumenty przemawiają za korektą cen metalu w lipcu.
- Wzrost zachorowań na COVID-19 oraz rosnąca globalnie baza monetarna sprzyjała wzrostowi cen metali szlachetnych w czerwcu. Naszym zdaniem trend może być kontynuowany, tym bardziej, że górnicze spółki wydobywające kruszce szlachetne same borykają się ze wzrostem zakażeń wśród pracowników. Potencjalnie pozytywnie reagować powinni dalej producenci złota ANG SJ, GFI SJ, FRES LN, POLY LN, PLZL RX.
- KGHM w kwietniu i maju 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 górnictwem, co powoduje ryzyko spadku wolumenów. Naszym zdaniem warto zadać sobie pytanie, czy Spółka przy ryzyku drugiej fali epidemii zdecyduje się do końca roku na złagodzenie restrykcji sanitarnych i czy odrobienie strat produkcyjnych jest możliwe w kolejnych miesiącach.

- Powrót do produkcji hutniczej w Europie, Indiach i Chinach przekłada się na zwiększenie aktywności kupców na zamorskim rynku węgla koksowego. Rynkowe źródła wskazują na możliwość powrotu cen na poziom 120-130 USD/t w okresie wakacyjnym. Z drugiej strony warto zwrócić uwagę, że zapasy stali w Chinach powoli wytracają spadek i wciąż znajdują się na wyraźnie wyższym niż w ostatnich pięciu latach poziomie w czerwcu. Martwi również spadek PMI dla sektora stalowego w Chinach w lipcu poniżej 50 punktów (w dwóch ostatnich miesiącach PMI wybił się powyżej 50 pkt.). Za spadek indeksu wyprzedzającego odpowiedzialny jest spadek popytu krajowego względem czerwca. Rosła natomiast produkcja.
- 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 skonsolidować całe nadwyżki gotówki na bilansie. Wstępne szacunki wolumenów za 2Q'20 Spółka opublikuje w połowie lipca.
- Duża ilość zakażonych na COVID-19 w Grupie JSW skupia uwagę prokuratury, która w czerwcu zapowiedziała śledztwo, czy Zarząd Spółki nie naraził pracowników na niebezpieczeństwo. Istnieje również groźba pozwów ze strony pracowników na narażenie na utratę zdrowia względem spółek górniczych. Na dodatek trudno sobie wyobrazić, aby kopalnie szybko zrezygnowały z restrykcji sanitarnych, co będzie negatywnie przekładać się na produkcję również w 2H'20.
- **Kluczowe rekomendacje:** JSW (sprzedaj), KGHM (sprzedaj)

Paliwa

- Pozytywny sentyment na ropie się utrzymuje, co potwierdzają trendy na liczbie otwartych spekulacyjnych pozycji (ponad 3-krotny wzrost od końca marca). Fundamentalnie jest to wspierane przez dalsze dostosowania po stronie podaży w USA (ubytek wydobycia od tegorocznych szczytów o ponad 2 mb/d) i dyscyplinę w redukcjach OPEC+. W tym kontekście rewidujemy w górę nasze tegoroczne założenia dla ceny Brent do 40 USD/Bbl (poprzednio 30 USD/Bbl).
- Naszym zdaniem na rynku gazu jeśli chodzi o ceny to najgorsze już za nami, a wysoki poziom napełnienia magazynów coraz mniej odbiega od poziomów ubiegłorocznych (80% vs 72%). Zakładamy, że spotowe ceny nie będą już pogłębiały spadków, a nowy sezon grzewczy uwiarygodni założenia odbicia notowań w przyszłym roku w okolicach 12 EUR/MWh. Główne argumenty za tym scenariuszem pozostają te same: redukcja podaży (wydobycie w USA ma osiągnąć dołek w listopadzie) i odbicie popytu.
- Indeksy 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) wskazuje na dalszą odbudowę aktywności w czerwcu po okresie lockdownu. Odnosząc dane z kwietnia/maja/czerwca do stycznia/lutego i porównując te relacje do obserwacji z lat 2018/19 (wysoka sezonowość), można dojść do wniosku, że spadek obrotów na stacjach w czerwcu zmniejszył się do -7% r/r z -16% w maju i -35% r/r w kwietniu. Pojawiające się doniesienia, że sytuacja wróciła już do normy po zdjęciu restrykcji są więc zbyt optymistyczne.

- W sektorze petrochemicznym nie ma już śladu po mocnych marżach modelowych z marca-kwietnia i obecnie rentowność jest już pod dużą presją, praktycznie we wszystkich kategoriach produktowych. Jest to pochodna zarówno wysokich zapasów i niższego popytu, jak i droższego surowca. 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 nadal zalecamy ostrożność jeśli chodzi o spółki z segmentu downstream. Najciekawszą pozycją w regionie jest naszym zdaniem PGNiG, gdzie obok wspomnianego scenariusza odbicia cen gazu, wsparciem powinny być bardzo mocne wyniki segmentu obrotu. Ponadto po ostatnich spadkach kursu i wyższych cenach ropy podnosimy rekomendację dla MOL-a do akumuluj.
- **Kluczowe rekomendacje:** PGNiG (kupuj), MOL (akumuluj)

Energetyka

- Ceny energii na rynku niemieckim wróciły do 40 EUR/MWh, głównie dzięki mocnym wzrostom notowań uprawnień (>26 EUR/t), ale także dzięki odbiciu na cenach węgla ARA. Na razie utrzymujemy nasz scenariusz cofnięcia się cen CO₂ do 18 EUR/MWh (efekt fuel switch) i cen energii poniżej 35 EUR/MWh, ale identyfikujemy ryzyko rewizji naszych założeń w górę.
- W czerwcu tendencje na indeksach utilities w Europie i USA były rozbieżne (+4% vs -5%) i trudno na ten moment jednoznacznie ocenić sentyment do tego sektora. Niemniej jednak w obecnym otoczeniu raczej nie zakładalibyśmy odwrótu od bezpiecznych energetycznych przystani (ryzykiem dla tego scenariusza jest rozszerzenie spreadów kredytowych), szczególnie w Europie, gdzie dodatkowym magnesem może być Zielony Ład i dalsze rozwój sektora OZE.
- W Polsce ceny energii oscylują obecnie na poziomie 230-240 PLN/MWh, co oznacza że koszty uprawnień do emisji nie zostały jeszcze w pełni przeniesione (modelowa marża spadła m/m o kolejne 6 PLN/MWh). Wydaje się jednak, że to kwestia tymczasowa i wraz z odbiciem popytu (zniesienie restrykcji) rentowność zostanie odbudowana. Na razie ujemne dynamiki na popycie sięgają -7% r/r. Nie można jednocześnie zapominać, iż przyszłoroczne wyniki będą znacząco wsparte przychodami z rynku mocy, które dla całego sektora sięgną 6 mld PLN.
- Ważnym wydarzeniem może być efekt negocjacji z Regulatorem w sprawie nowych formuł wynagradzania w segmencie dystrybucji.
- Czerwiec był dla polskiego sektora energetycznego swego rodzaju katharsis, a rynek uwiarył w scenariusz transformacji i zmianę profilu inwestycyjnego, dzięki kolejnym przychylnym wypowiedziom polityków komentujących propozycję PGE (separacja aktywów węglowych). Korzystnie wpłynęły także deklaracje o braku zaangażowania sektora w projekt atomowy i ratowanie PGG. Analiza scenariuszowa zaprezentowana w naszym ostatnim komentarzu specjalnym wskazuje, że konsekwentna realizacja zmian w sektorze będzie

prowadzić do dalszej konwergencji wskaźników wyceny, a luka do europejskich benchmarków jest jeszcze ogromna. Oczywiście proces będzie długotrwały i na pewno nie raz natrafi na różnego rodzaju rafa, ale wydaje się że transformacja jest nieunikniona (konieczność odzyskania dostępu do finansowania rynkowego). Na razie utrzymujemy zawieszenie rekomendacji dla polskiego sektora energetycznego.

- **Kluczowe rekomendacje:** CEZ (akumuluj)

Telekomunikacja, media, IT

- T-Mobile wprowadził na początku czerwca'20 nowe plany abonamentowe. Nowością w ofercie operatora jest najmniejszy abonament XS, w którym klienci mają do dyspozycji 3 GB danych w cenie 35 PLN miesięcznie (bez telefonu). Najniższa taryfa jest teraz 4 PLN tańsza niż poprzednia. Podobne zmiany zaszły w przypadku pozostałych trzech taryf. Jednak zwracamy uwagę, że w przeliczeniu na 1 GB danych, ceny w T-Mobile znacznie wzrosły. Za trzecią taryfę, w której oferowane jest 15 GB transferu danych klienci T-Mobile muszą zapłacić teraz 6 zł więcej (poprzednio druga taryfa M). Stąd, choć na pierwszy rzut oka T-Mobile obniżył cennik to jednak uważamy, że przy rosnącej konsumpcji danych mobilnych (dla przykładu jeszcze przed wybuchem pandemii) średni transfer danych w sieci Play wyniósł >9,2 GB w przypadku klientów postpaid i był >30% wyższy R/R), firma próbuje zwiększyć migrację klientów do taryfy z 15 GB danych za nieco większą kwotę. Obecnie konstrukcja taryf w T-Mobile jest zbliżona do Orange Polska (główna różnica to druga taryfa gdzie w T-Mobile za 8 GB płacimy 45 PLN, a w Orange Polska za 7GB 45 PLN).
- Krótko po ruchu T-Mobile, na zmianę cennika zdecydował się Play. Od 9 czerwca spółka wprowadziła nowe taryfy dla klientów indywidualnych. Każda nowa oferta subskrypcyjna ma nieograniczoną liczbę SMS-ów, MMS-ów i połączeń głosowych, a także pakiety danych: od 3 GB w ofercie S do 70 GB w GB w ofercie HomeBox (pierwsze 70 GB przy pełnej prędkości, potem wolniej ale nieograniczona ilość). Kluczową zmianą w ofercie Play jest zmniejszenie ilości GB dostępnej w ofercie S (z 7 do 3 GB) bez zmiany ceny. Play zaczął także oferować nieograniczoną liczbę wiadomości SMS i MMS w tej taryfie. Play zwiększył również cenę pakietu L do 75 PLN (w porównaniu do 70 PLN poprzednio) i oferuje teraz 70 GB miesięcznie (wcześniej 70 GB przez 6 miesięcy, a następnie 35 GB). Cena pakietu HomeBox jest również wyższa (85 PLN vs. 75 PLN wcześniej). Naszym zdaniem oferta Play ma na celu migrację klientów z pakietu S do pakietu M, co powinno spowodować wzrost ARPU, biorąc pod uwagę znaczny wzrost popytu na dane w ostatnich miesiącach. W porównaniu z ofertami konkurencji za 50-55 PLN, cena jednego GB w taryfie M Play nadal jest najbardziej konkurencyjna na rynku.
- 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.

- 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 zniżki. W przypadku pozostałych segmentów spadek będzie większy, rzędu 25-30%.
- 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.
- Mediana P/E 12M fwd dla spółek IT wynosi obecnie 16,1x i jest 13,1% powyżej historycznej średniej z 3 lat, co wynika z osłabienia się wyników przedstawicieli sektora spowodowanego pandemią COVID-19. Podtrzymujemy pozytywne podejście do sektora. Spółki IT powinny poradzić sobie ze spowolnieniem postCOVID-19 względnie dobrze. Sytuacja kredytowa w sektorze jest korzystna (większość dysponuje gotówką netto/ewentualnie niewielkim długiem netto) i wypłaca dywidendę (co powinno być doceniane przez inwestorów zwłaszcza w środowisku niskich stóp procentowych). Istotnie poprawiły się też wskaźniki koniunktury.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Play (kupuj), Orange Polska (akumuluj), Wirtualna Polska (redukuj), Asseco SEE (przeważaj)

Gaming

- Zgodnie z komentarzem spółek, pozytywny wpływ COVID-19 na sprzedaż podmiotów z segmentu gamingowego w czerwcu był niższy niż w poprzednich miesiącach.
- Kurs CD Projekt nie uległ większej zmianie m/m. Informacja o przesunięciu premiery na listopad 2020 r. nie wpłynęła istotnie na zachowanie się kursu akcji spółki. Pierwsze wrażenia z rozgrywki Cyberpunk 2077 spisane przez specjalistów i dziennikarzy branżowych są pozytywne. Naszym zdaniem budowanie hype oraz kontynuacja kampanii marketingowej mogą wspierać zachowanie się kursu spółki w kolejnych miesiącach. Pozostawiamy naszą neutralną rekomendację bez zmian.
- Kurs 11 bit studios wzrósł o ponad 25% od początku czerwca do dnia konferencji inwestorskiej (29 czerwca). Naszym zdaniem inwestorzy oczekiwali opublikowania dodatkowych informacji o Projekcie 8 (trailer, tytuł gry, wskazanie okienka wydawniczego). Podczas konferencji Zarząd poinformował o zmianie silnika gry na Unreal Engine oraz o potrzebie większej ilości czasu na stworzenie gry. W 2020 roku premierę będzie miał dodatek do Frostpunk, w 2021 roku wydana zostanie jedna gra z segmentu wydawniczego oraz Frostpunk na urządzenia mobilne. Po opublikowaniu informacji o Projekcie 8, kurs spółki obniżył się o ponad 20% i jest w okolicach wyznaczonej przez nas ceny docelowej.
- Zgodnie z szacunkami Sensor Tower, Ten Square Games zaraportowało bardzo dobre wyniki sprzedaży za maj oraz za czerwiec, co wynika z istotnego wzrostu nakładów na marketing 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. Po wzroście ceny akcji obniżamy naszą rekomendację dla TEN z kupuj do akumuluj.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Ten Square Games (akumuluj)

Przemysł

- Podtrzymujemy neutralne podejście do sektora (pozycjonowanie podnieśliśmy w publikacji *Spółki przemysłowe* z 29 czerwca).
- Ceny akcji spółek przemysłowych na świecie rosną pomimo rewidowanych w dół oczekiwań wyników i ryzyka mocnego spadku wyników w 2Q'20.
- W Polsce w 1Q'20 większość (53%) spółek przemysłowych pobiła nasze oczekiwania odnośnie wyników, a jedynie 7% podało słabsze od oczekiwań rezultaty. Również proporcja spółek poprawiających r/r wyniki wzrosła do 53% vs. 47% w 4Q'19 oraz 29% w 3Q'19.
- Wciąż oczekujemy, że 2Q'20 dla większości spółek będzie bardzo słaby i prawdopodobnie najgorszy w całym 2020 roku (patrz nasz komentarz do majowych danych GUS).
- W 2H'20 perspektywy dla polskiego przemysłu wyraźnie się poprawią dzięki osłabieniu PLN do EUR, spadku oczekiwań wzrostu płac u pracowników, niższym cenom surowców (plastiki, metale, stal, gaz, energia elektryczna). Dodatkowo, spadek stóp procentowych powinien zachęcić do migracji oszczędności z lokat na giełdę, a beneficjentem wówczas będą małe i średnie spółki w tym również szeroko pojęty przemysł.
- Wśród naszych faworytów pozostają Astarta (strukturalna zmiana na rynku cukru na Ukrainie, najwyższy wskaźnik FCF/EV w latach 2020-2021 w spółkach przemysłowych – około 50%), Forte (z uwagi na odbijające wskaźniki sentymentu w niemieckiej branży meblarskiej, wyhamowanie spadków cen płyty drewnopochodnej, mniejszą presję po stronie cen drewna i kosztów pracy oraz korzystny wpływ osłabienia PLN na wyniki w 2H'20) oraz TIM (jedna z wyższych stóp dywidend w przemyśle – 7%; wzrost sprzedaży dzięki dużej ekspozycji na kanał e-commerce).
- Unikalibyśmy Boryszew z uwagi na złamane kowenanty bankowe i ryzyko konieczności dokapitalizowania Grupy.
- W niniejszej publikacji zawieszamy rekomendację na Stelmet z uwagi na istotny spadek free-float i ryzyko squeeze-out po osiągnięciu przez akcjonariusza 95% udziałów. Główny właściciel naszym zdaniem zdecyduje się na zdjęcie Spółki z giełdy ze względu na oczekiwany wzrost wyników w 2021 roku oraz rosnący potencjał dywidendowy przedsiębiorstwa.
- Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Astarta (przeważaj), Boryszew (niedoważaj), Forte (przeważaj), PKP Cargo (redukuj), TIM (przeważaj)

Handel

- Zgodnie z opublikowanymi danymi PRCH odwiedzalność centrów handlowych odbudowała się do 71-79% poziomu z analogicznego okresu zeszłego roku w tygodniu 15-21 czerwca 2020 i uległa stabilizacji względem poprzednich tygodni.
- 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, nieznanego wyniku renegocjacji czynszów oraz zwiększonej aktywności promocyjnej podmiotów w segmencie. Po nieznacznej korekcie podnosimy rekomendacje dla LPP i VRG do akumuluj.
- Spółki handlu spożywczego: kurs EUR cofnął się ze względu na dyskontowanie słabych wyników 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 przeważanie 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 (sprzedaj), Eurocash (kupuj), LPP (akumuluj), VRG (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	23	194
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	33	31	313
suma	55	57	59	60	62	62	63	65	65	66	68	68	68	818
in minus (%)	20	16	29	25	15	18	24	37	17	21	24	28	34	24
in plus (%)	35	40	24	38	29	52	40	29	40	39	35	49	46	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	33	310
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	37	26	460
suma	65	66	67	67	68	68	68	68	68	68	68	68	68	877
in minus (%)	37	35	30	37	40	28	28	34	34	41	34	34	49	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	NEUTRALNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	PEO	BAC US, MS US, VOYA US	EBS AV, BG AV, MONET CP
	Spółki na minus	ING	BEN US	DBK GY
	Kluczowe katalizatory:	Prognozy wyników	Nie zdyskontowane odbicie rentowności vs wstrzymane buybacki	Możliwe przyjęcie planu odbudowy na szczycie UE
Chemia	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus			LXS GY, ACT GY
	Spółki na minus	ATT, CIE		FPE3 GY
	Kluczowe katalizatory:	2Q'20 wyzwaniem dla wyników	Słabe wyniki w 1H i nie najlepsze perspektywy 2H, rotacyjny potencjał wzrostu wyczerpany	
Surowce	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	STP	ANG SJ, GFI SJ, FRES LN, POLY LN, PLZL RX	
	Spółki na minus	JSW, KGH	OZL AU	
	Kluczowe katalizatory:	Umocnienie PLN, wzrost kosztów, spadek produkcji	Wzrost cen metali szlachetnych, uwaga na spółki z wydobyciem w Brazylii	
Paliwa	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	MOL, PGN	EQT US, FANG US	BP LN
	Spółki na minus	PKN	APA US	
	Kluczowe katalizatory:	Dobry sentyment na ropie, słabe marże downstream		
Energetyka	SENTYMENT	POZYTYWNY	POZYTYWNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	CEZ, PGE, ENA	AEE US, AEP US, EVRG US	EOAN GY, FORTUM FH, RWE GY
	Spółki na minus		HE US	
	Kluczowe katalizatory:	Konwergencja mnożników na polskich spółkach – transformacja sektora	Wysoki zwrot z dywidend vs obligi	
Telekomy	SENTYMENT	POZYTYWNY	POZYTYWNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	PLY, OPL	CHTR US	DTE GY, TC1 GY, DRI GY
	Spółki na minus			O2D GY
	Kluczowe katalizatory:	Wzrost cen, potencjalna sprzedaż infrastruktury, dobre momentum wynikowe	Po słabszym miesiącu zdominowanym przez rotacje w aktywa cykliczne, znów dominującym czynnikiem wsparcie ze zwrotu z dywidendy	
Media	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEGATYWNY	NEGATYWNY
	Spółki na plus			PSM GY
	Spółki na minus	WPL	NFLX US, SPOT US, IAC US	
	Kluczowe katalizatory:	Słaby 2Q'20, perspektywa długiego powrotu do wzrostów r/r	Nadmierne oczekiwania w mediach Internetowych	
IT	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	ASE	FIS US, MA US, CRM US	DSH GY, IFX GY, SAP GY
	Spółki na minus		SPLK US	TMV GY, RIB GY, CYR GY
	Kluczowe katalizatory:	W długim terminie sektor powinien zyskiwać na COVID-19, niskie zalewarowanie	Wysokie mnożniki mega-capów	
Gaming	SENTYMENT	POZYTYWNY	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	TEN		
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:	Lockdown związany z COVID-19 wspiera wyniki spółek	Mocne wyniki w 2kw, druga fala wspiera segment	
Przemysł	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	AST, FTE, TIM	CAT US, URI US	KGX GY, G1A GY, IAG LN, SIE GY
	Spółki na minus		ITW US, TEX US	SFC GY, VOE AV, KNEBV FH
	Kluczowe katalizatory:	Poprawiające się perspektywy na 2H'20		
Automotive	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus		GM US	VOW3 GY, BMW GY, UG FP
	Spółki na minus	ACG, AML, BRS, MGT, SNK	F US, TSLA US	DAI GY, ZIL2 GY, SFQ GY
	Kluczowe katalizatory:	Spadek sprzedaży samochodów w Europie, sektor przeregulowany	Odbicie po otwarciu gospodarek nie przekonuje, ale segment handlowany z premią w podobnych okresach odbijania	
Handel	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEGATYWNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	EUR, LPP, VRG		ADS GY, PUM GY, ZAL GY
	Spółki na minus	DNP	AMZN US	BOSS GY
	Kluczowe katalizatory:	Stopniowa odbudowa sprzedaży; wysokie koszty ryzykiem dla rentowności	Drogi e-comm vs "tani" handel tradycyjny z problemami	

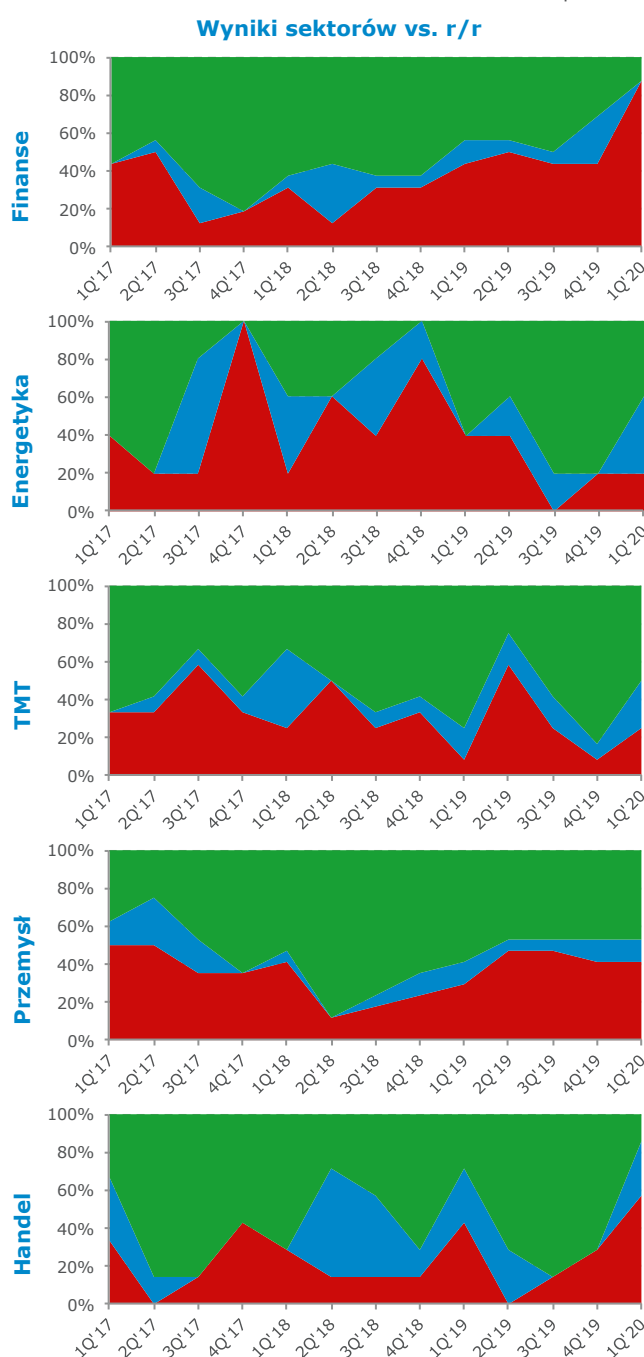
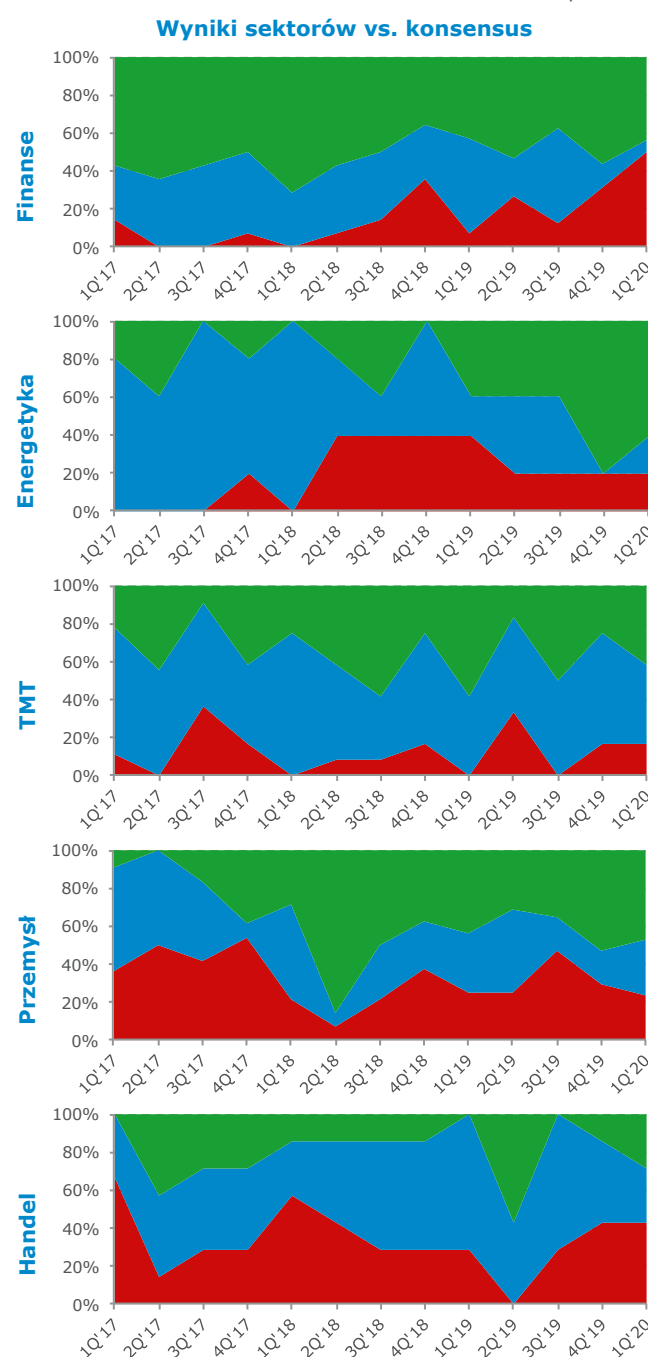
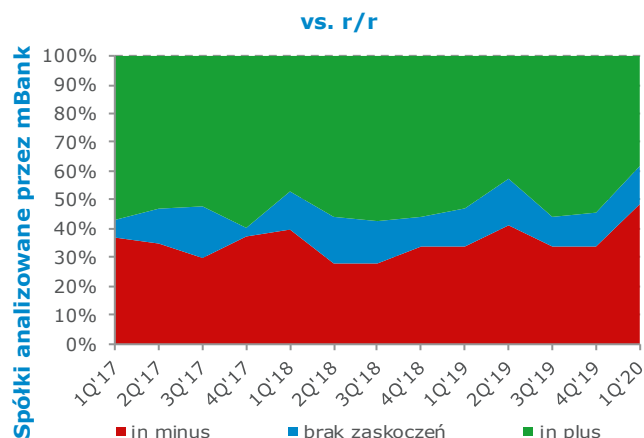
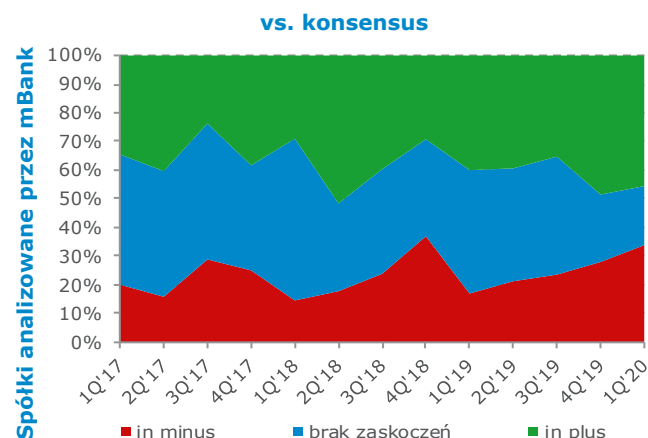
Zaskoczenia na wynikach spółek w poszczególnych kwartałach (vs. konsensus oraz vs. r/r)

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	+ - + -	- = - -	= - - -	- -	31%
Cognor		+ + = -	- + - +	+ +	56%
Famur	- = + +	+ + + +	+ + - -	= =	75%
Forte	= = - -	= + = -	+ - + +	+ +	62%
Grupa Kęty	= = = -	= + = =	= = + +	+ +	92%
Kernel	- - - +	= - + +	- = + +	+ +	62%
Kruszwica	- - - -	+ + + +	+ + = +	= =	69%
Mangata	- - - -	+ + + +	+ = + -	+ +	62%
PKP Cargo	= = = -	= + + -	= - - -	- -	54%
Pozbud		+ = + -	+ + - +	+ +	60%
Stelmet	- - - +	- + + =	+ + + +	+ +	77%
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	+ + = -	- = - -	+ + + +	+ +	77%
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	+ + + +	+ + + -	- - + -	+ +	38%
Cognor	+ + + +	+ + + -	- - - -	+ +	62%
Famur	+ + + +	+ + + +	+ + - -	- -	77%
Forte	- - - -	+ - + +	+ - + +	+ +	46%
Grupa Kęty	+ + + +	+ + + +	= + + +	+ +	100%
Kernel	- - - -	- + + +	- + = -	+ +	46%
Kruszwica	= = = +	+ + + +	+ + = +	= =	92%
Mangata	= - = +	+ + + +	+ = - -	= =	77%
PKP Cargo	+ + + -	+ + + +	+ - - -	- -	62%
Pozbud	- - = +	+ + + +	+ + + +	+ +	69%
Stelmet	- - + +	+ + + +	+ + + +	+ +	77%
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

Zaskoczenia na wynikach wszystkich spółek analizowanych przez mBank oraz wybranych sektorów



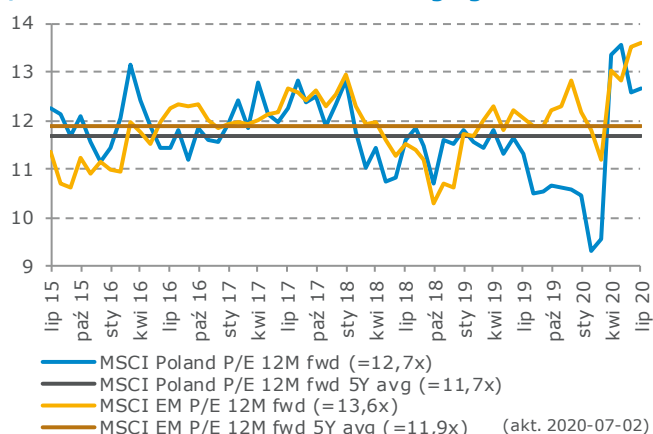
Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank

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

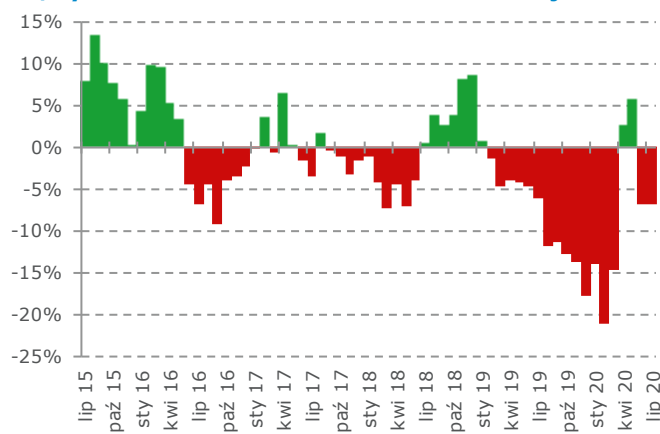
cze 19=0	WIG30		Finanse		Paliwa		Energetyka		Handel		TMT		Chemia		Surowce	
	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank
lip 19	-1%	+0%	-0%	-2%	-2%	+5%	-3%	+0%	-1%	+0%	-0%	+2%	+16%	+0%	-2%	+0%
sie 19	-0%	-1%	-0%	-2%	-2%	+5%	-1%	+0%	-2%	+2%	+8%	+12%	+12%	-27%	-10%	-33%
wrz 19	-2%	-3%	-0%	-6%	-1%	+5%	-6%	+0%	-2%	+2%	+7%	+10%	+6%	-57%	-19%	-33%
paź 19	-3%	-7%	-4%	-8%	+1%	-1%	-8%	-16%	-4%	-1%	+13%	+10%	-16%	-47%	-28%	-19%
lis 19	-5%	-9%	-3%	-13%	-2%	+3%	-12%	-16%	-5%	-1%	+8%	+7%	-37%	-45%	-27%	-30%
gru 19	-5%	-9%	-2%	-13%	-4%	+3%	-14%	-16%	-10%	-1%	+10%	+7%	-41%	-45%	-29%	-30%
sty 20	-11%	-14%	-6%	-13%	-19%	-28%	-15%	-16%	-12%	-3%	+9%	+7%	-65%	+0%	-26%	-21%
lut 20	-15%	-15%	-7%	-13%	-24%	-28%	-31%	-16%	-15%	-6%	+8%	+7%	-35%	+23%	-29%	-37%
mar 20	-26%	-43%	-16%	-42%	-40%	-74%	-32%	-16%	-25%	-56%	+4%	-2%	-21%	+23%	-74%	-94%
kwi 20	-44%	-54%	-46%	-53%	-54%	-86%	-36%	-37%	-56%	-66%	+9%	-5%	-38%	-3%	-84%	-94%
maj 20	-45%	-51%	-47%	-56%	-59%	-86%	-38%	-41%	-64%	-59%	+15%	+11%	-40%	-3%	-79%	-53%
cze 20	-48%	-29%	-51%	-56%	-57%	+32%	-40%	-41%	-94%	-59%	+10%	+11%	-20%	-20%	-70%	-53%

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

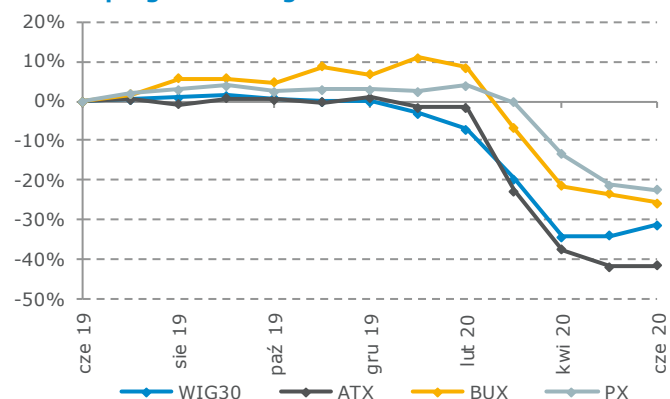


Źródło: Bloomberg, mBank



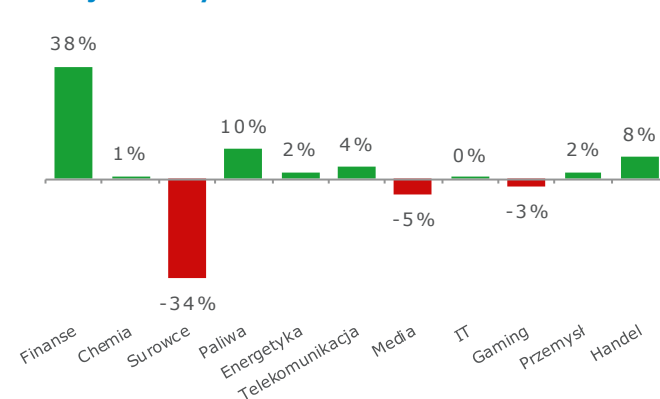
Źródło: Bloomberg, mBank

Zmiana prognozowanego EPS 12M fwd



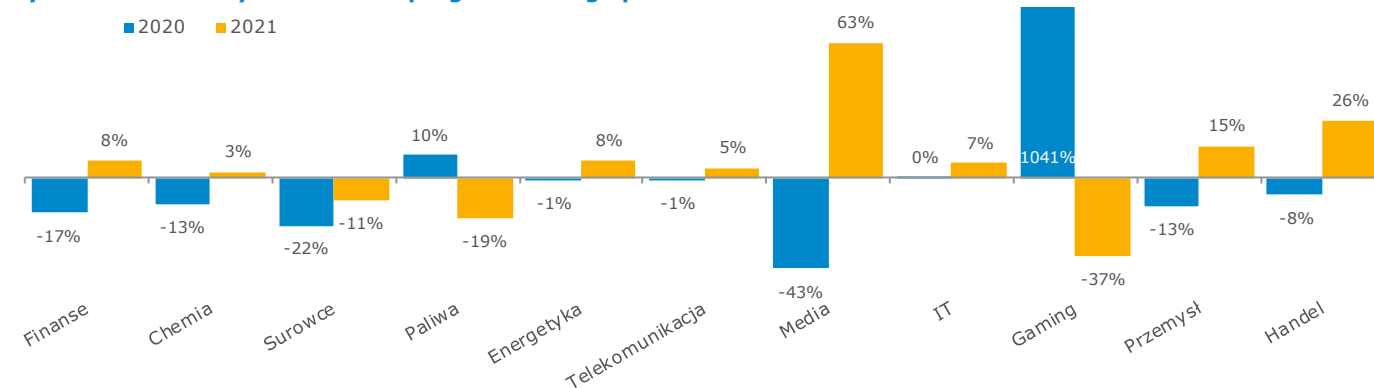
Źródło: Bloomberg, mBank

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	6	3	6	21,28	-29,6%	-	+27%	+4%				9
Handlowy	trzymaj	37,64	2	4	5	37,92	-0,7%	-20%	-13%	-20%				4
ING BSK	sprzedaj	117,78	2	3	7	135,06	-12,8%	+1%	-6%	-12%				4
Millennium	kupuj	3,72	4	3	6	3,67	+1,3%	+5%	-24%	-59%				6
Pekao	kupuj	68,90	13	6	1	75,51	-8,8%	+3%	-6%	+15%				11
PKO BP	trzymaj	22,58	6	13	1	27,79	-18,7%	-29%	-13%	-6%				8
Santander BP	trzymaj	179,37	5	9	3	197,57	-9,2%	-32%	-24%	-12%				11
PZU	kupuj	35,93	6	4	1	38,06	-5,6%	-2%	-2%	+7%				4
GPW	trzymaj	41,56	1	4	0	44,82	-7,3%	-4%	+0%	-1%	+9%	+4%	+4%	3/3
Chemia														
Ciech	trzymaj	34,09	5	4	2	39,88	-14,5%	-23%	-18%	-16%	-5%	-2%	-7%	6/5
Grupa Azoty	trzymaj	29,90	2	5	1	32,04	-6,7%	-36%	-36%	-56%	-4%	-9%	-15%	1/2
Surowce														
JSW	sprzedaj	9,78	0	3	6	11,45	-14,6%	-	-	-	+458%	+7%	-54%	3/2
KGHM	sprzedaj	62,94	3	6	8	80,00	-21,3%	-4%	-54%	-11%	-2%	-31%	-11%	10/10
Paliwa														
Lotos	trzymaj	55,87	7	6	1	71,53	-21,9%	-	-60%	-17%	-47%	-39%	-15%	8/7
MOL	akumuluj	2 158,0	6	7	1	2 303,2	-6,3%	-38%	-63%	-34%	-18%	-24%	-11%	12/11
PGNiG	kupuj	5,23	6	3	1	4,22	+24,0%	+328%	+13%	+29%	+120%	+4%	+8%	5/5
PKN Orlen	trzymaj	67,72	3	14	1	68,91	-1,7%	+54%	-59%	-32%	+17%	-24%	-8%	11/10
Energetyka														
CEZ	akumuluj	514,80	7	7	1	531,89	-3,2%	+1%	-20%	-33%	+1%	-1%	-1%	7/6
Energa	zawieszona	-	2	5	0	9,06	-	-25%	-27%	-10%	+1%	+2%	+3%	7/6
PGE	zawieszona	-	3	4	4	6,40	-	+23%	+31%	+11%	+10%	+31%	+5%	5/4
Tauron	zawieszona	-	3	6	1	1,98	-	-17%	+10%	+5%	+5%	-0%	+3%	5/4
Telekomunikacja														
Cyfrowy Polsat	trzymaj	24,10	2	9	1	28,49	-15,4%	+1%	+2%	+7%	-3%	-2%	-1%	5/4
Orange Polska	akumuluj	6,90	3	9	1	6,74	+2,4%	-67%	-7%	+7%	+5%	+16%	+9%	4/2
Play	kupuj	35,70	9	3	1	36,22	-1,4%	-1%	-4%	-9%	-0%	-2%	-3%	8/7
Media														
Wirtualna Polska	redukuj	63,10	4	0	2	70,02	-9,9%	-25%	+7%	+1%	-18%	-8%	-3%	4/4
IT														
Asseco Poland	trzymaj	68,39	3	4	0	65,60	+4,3%	-11%	-9%	-2%	-1%	-0%	+6%	5/5
Asseco SEE	przeważaj	-	2	2	0	34,25	-	-1%	-3%	-	+2%	+2%	-	2/2
Comarch	trzymaj	220,30	3	3	0	220,24	+0,0%	-32%	-13%	-12%	-10%	-9%	-7%	2/2
Gaming														
11 bit studios	trzymaj	476,00	8	3	0	467,87	+1,7%	+28%	+28%	+31%	+17%	+24%	+26%	3/2
CD Projekt	trzymaj	388,10	5	12	5	374,29	+3,7%	+37%	+12%	-16%	+25%	+4%	-23%	10/9
Ten Square Games	akumuluj	592,00	10	0	1	595,70	-0,6%	-2%	+3%	-5%	-2%	+4%	-4%	9/9
Przemysł														
Alumetal	równoważ	-	4	2	0	54,80	-	-32%	+0%	+0%	-17%	-0%	-0%	2/2
Amica	równoważ	-	3	2	0	143,37	-	-3%	+11%	+8%	-1%	+6%	+4%	2/2
Apator	równoważ	-	1	3	0	19,50	-	-8%	-1%	-0%	-1%	+4%	-0%	2/2
Astarta	przeważaj	-	2	1	1	12,00	-	-	+47%	-63%	-13%	+0%	-28%	2/2
Famur	trzymaj	2,20	1	3	1	3,05	-27,9%	-12%	-5%	+39%	-7%	+10%	+6%	3/2
Forte	przeważaj	-	3	3	0	19,80	-	-11%	+16%	-2%	+18%	+11%	+1%	2/2
Grupa Kęty	trzymaj	453,70	6	4	0	427,86	+6,0%	+19%	+10%	+4%	+12%	+5%	-0%	6/6
Kemel	trzymaj	44,58	5	1	0	55,15	-19,2%	-18%	+9%	-18%	-5%	-2%	-13%	5/5
PKP Cargo	redukuj	12,37	2	3	2	15,59	-20,7%	-	-	-	-14%	-20%	-11%	3/2
Handel														
CCC	zawieszona	-	6	7	2	71,23	-	-	-	-	-	-	-	10/10
Dino	sprzedaj	155,60	7	5	7	171,57	-9,3%	+3%	+8%	+5%	+0%	+0%	+0%	10/9

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						+39,0%	9,8	9,3		
Alior Bank	trzymaj	2020-06-03	15,19	14,98	16,34	-8,3%	-	10,4		
Handlowy	trzymaj	2020-06-03	38,00	37,64	39,20	-4,0%	22,7	17,3		
ING BSK	sprzedaj	2020-06-03	145,20	117,78	146,80	-19,8%	20,9	17,8		
Millennium	kupuj	2020-06-03	2,64	3,72	3,05	+22,0%	23,4	14,3		
Pekao	kupuj	2020-06-03	52,40	68,90	53,76	+28,2%	10,7	9,8		
PKO BP	trzymaj	2020-06-03	22,06	22,58	23,04	-2,0%	15,7	11,7		
Santander Bank Polska	trzymaj	2020-07-02	174,50	179,37	174,50	+2,8%	19,9	14,4		
Komerčni Banka	kupuj	2019-12-05	792,00	928,20 CZK	552,00	+68,2%	7,3	7,0		
Moneta Money Bank	kupuj	2019-08-28	75,95	94,33 CZK	53,90	+75,0%	6,7	6,7		
Erste Group	kupuj	2020-03-04	29,44	36,61 EUR	21,05	+73,9%	5,6	5,6		
RBI	akumuluj	2019-12-05	21,24	23,05 EUR	16,09	+43,3%	4,4	4,3		
OTP Bank	trzymaj	2019-12-05	14 870	14 681 HUF	10 850	+35,3%	6,8	6,7		
PZU	kupuj	2020-04-28	29,92	35,93	28,92	+24,2%	9,8	8,8		
Kruk	kupuj	2019-12-05	150,90	210,31	105,00	+100,3%	5,9	5,7		
Skarbiec Holding	trzymaj	2020-07-02	21,40	21,20	21,40	-0,9%	8,2	8,9		
GPW	trzymaj	2020-05-20	40,00	41,56	42,05	-1,2%	16,0	14,5		
Chemia						+1,0%	12,5	7,9	5,9	6,7
Ciech	trzymaj	2020-07-02	32,30	34,09	32,30	+5,5%	10,8	7,9	5,7	4,5
Grupa Azoty	trzymaj	2020-07-02	30,45	29,90	30,45	-1,8%	14,3	-	6,1	9,0
Surowce						-33,6%	12,0	23,8	5,2	5,0
JSW	sprzedaj	2020-03-27	12,85	9,78	18,64	-47,5%	-	-	4,9	3,1
KGHM	sprzedaj	2020-06-03	88,10	62,94	92,96	-32,3%	12,0	23,8	5,5	6,8
Paliwa						+10,0%	15,0	9,8	7,8	4,6
Lotos	trzymaj	2020-07-02	60,14	55,87	60,14	-7,1%	-	8,5	26,3	4,8
MOL	akumuluj	2020-07-02	1 821	2 158 HUF	1 821	+18,5%	-	10,9	7,4	5,2
PGNiG	kupuj	2020-07-02	4,63	5,23	4,63	+13,0%	15,0	10,4	5,3	4,4
PKN Orlen	trzymaj	2020-07-02	63,28	67,72	63,28	+7,0%	-	9,3	8,3	4,5
Energetyka						+2,3%	9,3	4,5	5,1	4,5
CEZ	akumuluj	2020-06-03	489,00	514,80 CZK	503,00	+2,3%	12,4	17,4	6,8	7,6
Enea	zawieszona	2020-06-23	7,90	-	7,47	-	3,1	2,4	3,1	2,8
Energia	zawieszona	2020-06-03	8,19	-	8,08	-	10,5	8,2	5,1	4,5
PGE	zawieszona	2020-04-27	4,05	-	6,88	-	9,3	4,5	3,9	2,9
Tauron	zawieszona	2020-05-05	1,14	-	2,35	-	6,2	3,4	5,4	4,7
Telekomunikacja						+4,0%	13,5	16,6	5,6	5,2
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2020-04-01	23,82	24,10	25,82	-6,7%	13,5	11,1	7,3	6,7
Netia	akumuluj	2020-05-05	3,91	4,40	3,80	+15,8%	24,5	22,1	4,1	3,8
Orange Polska	akumuluj	2020-06-03	6,49	6,90	6,32	+9,2%	-	31,5	5,3	4,9
Play	kupuj	2020-05-15	31,02	35,70	31,00	+15,2%	8,5	8,4	5,9	5,5
Media						-5,5%	34,8	20,1	17,3	9,1
Agora	trzymaj	2020-06-03	8,36	8,60	8,18	+5,1%	-	-	20,8	7,8
Wirtualna Polska	redukuj	2020-04-20	67,80	63,10	68,40	-7,7%	34,8	20,1	13,9	10,5
IT						+0,5%	18,4	15,5	8,0	6,5
Aiellon	równoważ	2020-05-05	6,26	-	6,60	-	13,1	10,2	4,0	3,1
Asseco BS	równoważ	2020-05-05	35,80	-	31,80	-	15,8	15,1	10,1	9,6
Asseco Poland	trzymaj	2020-06-03	72,60	68,39	68,30	+0,1%	17,8	15,8	5,5	5,1
Asseco SEE	przeważaj	2020-05-05	31,40	-	39,00	-	21,3	18,6	10,1	8,8
Atende	równoważ	2020-05-05	2,94	-	3,46	-	19,1	11,6	8,1	5,9
Comarch	trzymaj	2020-05-13	210,00	220,30	217,00	+1,5%	23,9	17,1	7,9	7,1
Gaming						-2,7%	22,7	23,6	19,3	19,7
11 bit studios	trzymaj	2020-06-03	475,00	476,00	525,00	-9,3%	43,3	79,2	28,8	45,3
CD Projekt	trzymaj	2020-06-03	388,20	388,10	403,20	-3,7%	13,9	23,6	11,7	19,7
Ten Square Games	akumuluj	2020-07-02	548,00	592,00	548,00	+8,0%	22,7	17,5	19,3	14,4
Przemysł						+2,5%	13,7	11,4	6,9	6,4
AC	równoważ	2020-06-29	38,50	-	40,00	-	13,6	13,5	8,6	8,5
Alumetal	równoważ	2020-06-29	40,10	-	39,00	-	20,8	13,8	8,9	7,3
Amica	równoważ	2020-06-29	120,00	-	124,80	-	15,3	11,4	8,1	7,1
Aparator	równoważ	2020-06-29	20,80	-	20,60	-	13,7	12,4	7,4	6,9
Astarta	przeważaj	2020-05-11	11,75	-	16,50	-	-	2,8	4,3	2,7
Boryszew	niedoważaj	2020-06-08	3,59	-	3,53	-	65,4	12,6	8,9	7,0
Cognor	trzymaj	2020-04-22	0,95	0,94	1,00	-6,0%	82,1	-	6,3	6,4
Famur	trzymaj	2020-04-30	2,08	2,20	2,27	-3,1%	9,5	12,2	4,2	4,3
Forte	przeważaj	2020-06-29	20,25	-	20,45	-	15,0	11,3	8,1	7,1
Grupa Kęty	trzymaj	2020-06-25	432,00	453,70	445,00	+2,0%	16,4	15,6	10,5	10,1
Kemel	trzymaj	2020-06-03	43,80	44,58	41,50	+7,4%	9,0	6,1	5,9	5,7
Kruszwica	równoważ	2020-06-29	60,40	-	59,60	-	12,1	11,3	6,9	6,5
Mangata	równoważ	2020-06-29	50,50	-	51,00	-	13,3	9,1	7,0	5,8
PKP Cargo	redukuj	2020-07-02	14,04	12,37	14,04	-11,9%	-	-	5,4	4,7
Pozbud	równoważ	2020-06-29	1,70	-	1,68	-	6,8	7,1	5,7	5,6
Stelmet	zawieszona	2020-07-02	8,55	-	8,55	-	-	-	-	-
TIM	przeważaj	2020-06-29	10,90	-	10,95	-	12,6	10,9	6,4	5,8
Handel						+7,4%	28,7	23,2	9,1	8,9
AmRest	trzymaj	2020-03-04	39,55	40,00	22,35	+79,0%	20,4	16,4	7,2	6,2
CCC	zawieszona	2020-03-19	24,98	-	59,00	-	-	-	-	-
Dino	sprzedaj	2020-07-02	199,10	155,60	199,10	-21,8%	35,2	26,3	20,9	16,3
Eurocash	kupuj	2020-07-02	17,34	19,90	17,34	+14,8%	-	-	6,0	5,7
Jeronimo Martins	trzymaj	2020-06-03	15,46	15,30 EUR	15,13	+1,2%	28,7	23,2	9,1	7,7
LPP	akumuluj	2020-07-02	6 110,00	6 900,00	6 110,00	+12,9%	-	22,1	24,6	10,0
VRG	akumuluj	2020-07-02	2,33	2,43	2,33	+4,3%	-	50,2	-	11,3

Zmiany rekomendacji w przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Ciech	trzymaj	trzymaj	34,09 PLN	2020-07-02
Dino	sprzedaj	redukuj	155,60 PLN	2020-07-02
Eurocash	kupuj	akumuluj	19,90 PLN	2020-07-02
Grupa Azoty	trzymaj	trzymaj	29,90 PLN	2020-07-02
Lotos	trzymaj	trzymaj	55,87 PLN	2020-07-02
LPP	akumuluj	trzymaj	6900,00 PLN	2020-07-02
MOL	akumuluj	trzymaj	2158,00 HUF	2020-07-02
PGNiG	kupuj	kupuj	5,23 PLN	2020-07-02
PKN Orlen	trzymaj	trzymaj	67,72 PLN	2020-07-02
PKP Cargo	redukuj	trzymaj	12,37 PLN	2020-07-02
Santander Bank Polska	trzymaj	akumuluj	179,37 PLN	2020-07-02
Skarbiec Holding	trzymaj	akumuluj	21,20 PLN	2020-07-02
Stelmet	zawieszona	kupuj	- -	2020-07-02
Ten Square Games	akumuluj	kupuj	592,00 PLN	2020-07-02
VRG	akumuluj	trzymaj	2,43 PLN	2020-07-02

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
11 bit studios	trzymaj	trzymaj	476,00 PLN	2020-06-03
AC	równoważ	równoważ	- -	2020-06-29
Agora	trzymaj	akumuluj	8,60 PLN	2020-06-03
Alior Bank	trzymaj	kupuj	14,98 PLN	2020-06-03
Alumetal	równoważ	równoważ	- -	2020-06-29
Amica	równoważ	równoważ	- -	2020-06-29
Apator	równoważ	równoważ	- -	2020-06-29
Asseco Poland	trzymaj	trzymaj	68,39 PLN	2020-06-03
Boryszew	niedoważaj	niedoważaj	- -	2020-06-08
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
Enea	zawieszona	zawieszona	- -	2020-06-23
Energa	zawieszona	zawieszona	- -	2020-06-03
Eurocash	akumuluj	trzymaj	19,90 PLN	2020-06-03
Forte	przeważaj	równoważ	- -	2020-06-29
Grupa Kęty	trzymaj	trzymaj	453,70 PLN	2020-06-25
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
Kruszwica	równoważ	przeważaj	- -	2020-06-29
Lotos	trzymaj	redukuj	60,39 PLN	2020-06-03
LPP	trzymaj	trzymaj	6900,00 PLN	2020-06-03
Mangata	równoważ	równoważ	- -	2020-06-29
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
Pozbud	równoważ	równoważ	- -	2020-06-29
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
TIM	przeważaj	przeważaj	- -	2020-06-29
VRG	trzymaj	trzymaj	2,43 PLN	2020-06-03

Statystyki rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Biurem maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	4	6,5%	1	4,8%
redukuj	2	3,2%	0	0,0%
niedoważaj	1	1,6%	1	4,8%
trzymaj	23	37,1%	9	42,9%
równoważ	10	16,1%	1	4,8%
akumuluj	8	12,9%	3	14,3%
kupuj	10	16,1%	5	23,8%
przeważaj	4	6,5%	1	4,8%

Kalendarium wydarzeń

Data	Spółka	Wydarzenie
6 lip 9:30	Protektor	Telekonferencja z Zarządem
7 lip 11:00	Mercor	Telekonferencja z Zarządem
20 lip	Kernel	Dane wolumenowe za 4Q'20
22 lip	Santander	Publikacja wyników za 2Q'20
23 lip	Millennium	Publikacja wyników za 2Q'20
29 lip	Orange Polska	Publikacja wyników za 2Q'20 (po sesji)
29 lip	Jeronimo Martins	Publikacja wyników za 2Q'20 (po sesji)
30 lip	PKN Orlen	Publikacja wyników za 2Q'20
30 lip	Asseco BS	Publikacja wyników za 2Q'20
30 lip	mBank	Publikacja wyników za 2Q'20
31 lip	Erste Bank	Publikacja wyników za 2Q'20
31 lip	Moneta Money	Publikacja wyników za 2Q'20

Makroekonomia

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna wygenerowała solidne zaskoczenie. 7,7% r/r w cenach stałych to bardzo dobry wynik, spójny z niemal 15% tempem wzrostu wydatków konsumentów na towary w porównaniu do kwietnia. Co ciekawe, okazało się, że zbyt pesymistycznie potraktowaliśmy surowy wynik dot. wydatków z kart (+18%). Skorygowaliśmy go nieco nadmiernie. Założyliśmy dużo słabszy wynik na sprzedaży samochodów, gdzie nie płaci się kartą (sama korekta z tego tytułu okazała się słuszną – sektor samochodowy to wciąż -34% r/r), ale jednocześnie przesadziliśmy w skali korekty na „ukartowanie” i strukturę konsumentów. Wygląda na to, że efekty te nie są aż tak duże – przynajmniej nie były w maju. Ciekawostką jest wynik sprzedaży mebli, RTV i AGD, gdzie notowane dynamiki roczne przekraczają już poziomy sprzed pandemii. Dozbrojenie konsumentów w dobra trwałego użytku – konieczne w sytuacji wyłączenia sektorów usług – widać jak na dłoni. Na chwilę obecną zasadne wydaje się pytanie, na ile dokonane zakupy będą ekwiwalentem strumienia usług, który nie pojawi się w przyszłości, bo popyt będzie realizowany w domowych pieleszach. Jedno jest pewne, dozbrojenie i utopienie wydatków przez gospodarstwa domowe może rzutować na trudniejszy powrót niektórych branż usługowych do poprzedniego zatrudnienia lub uniemożliwiać go w ogóle.

Ceny sprzedaży detalicznej nie zaskoczyły. Obecnie znajdują się one już w deflacji, a nożyce między inflacją CPI i deflatorem sprzedaży są mocno rozwarste. Uważamy, że inflacja towarowa ma szansę jeszcze spadać. Ceny usług – ujęte w inflacji CPI – mogą jeszcze w krótkim terminie rosnąć zanim efekty luki popytowej dadzą o sobie znać. Generalnie jednak lepsza kondycja popytu konsumpcyjnego przekonuje nas, że nie ma sensu obstawiać niskich poziomów inflacji bazowej w latach 2021+.

Skoro już przy szacowaniu konsumpcji jesteśmy, wyniki sprzedaży nie przedstawiają złudzeń, że konsumpcja prywatna nie spadnie tak mocno jak można było szacować na początku pandemii. Relacja sprzedaży i konsumpcji osłabła ostatnio w wyniku zwiększenia zasięgu sektora usług, jednak duże wychylenie (i asymetria szoku pandemicznego w kierunku silniejszego oddziaływania na sektor usług) sprawiają, że śmiało można zakładać powrót korelacji wyników sprzedaży i konsumpcji. W obecnych warunkach zakładalibyśmy spadki w okolicach 5-10% w drugim kwartale. Należy jednak brać poprawkę na szybkość odzwierciedlenia tego fenomenu w rachunkach narodowych. Naszym zdaniem nawet wyższe dynamiki konsumpcji nie powinny sugerować zmiany dynamik PKB, bo jednocześnie z wyższym wzrostem konsumpcji należy oczekiwać znaczącego wypłaszczenia wpływu eksportu netto na PKB, przynajmniej przez najbliższe kwartały.

Produkcja przemysłowa

Produkcja przemysłowa w maju spadła o 17% r/r – blisko zarówno naszej prognozy (-18%) jak i rynkowego konsensusu (-17%). W ujęciu rocznym najmocniejsze spadki dotknęły przetwórstwa przemysłowego (-18,6% r/r) i górnictwa (-14,3% r/r). Produkcja podniosła się więc z kwietniowego dołka, choć wciąż jest daleko od długookresowego trendu. W ujęciu rocznym produkcja spadła w 30 z łącznie 34 kategorii. Struktura odczytu jest podobna do tego, co widzieliśmy w poprzednim miesiącu. Najgorzej radziły sobie kategorie związane z sektorem motoryzacyjnym (produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep obniżyła się o 58% r/r) oraz produkcja skór i wyrobów skórzanych (-37,7% r/r). Powody pozostają te same – silne powiązanie globalnymi łańcuchami dostaw i powolnym rozruchem (część fabryk nadal była pozamykana).

Jednocześnie, wraz z kategorią produkcja mebli (ta też była jednym z negatywnych bohaterów poprzedniego odczytu), były to te branże, które najmocniej odbiły w stosunku miesięcznym. Decydowały o tym w dużej mierze niskie odczyty w poprzednim miesiącu. Mniej optymistyczne perspektywy rysują się przed kategorią wydobywanie węgla – majowa produkcja spadła o 27%, a czerwcowe przerwanie pracy w związku ze zwiększoną zachorowalnością na COVID-19 jeszcze pogłębią słabe wyniki tej kategorii w czerwcu. Będzie to ważny na wynikach czerwca.

Poza majowym otwieraniem gospodarki i znoszeniem restrykcji sanitarnych, na majowe odbicie (w porównaniu do kwietnia) wpływać mogła też mikrooptymalizacja przedsiębiorstw. Anegdotyczne dowody sugerowały, że w sytuacji, w której część programów pomocowych była zależna od wykazania strat przychodów w jednym miesiącu, niektóre przedsiębiorstwa decydowały się na przesuwanie przychodów między kwietniem a majem. Efekt ten mógł sztucznie obniżyć kwietniowe wyniki i zawyżać maj, nie będzie miało już wpływu na najbliższe miesiące. Ceny producentów spadły w maju szybciej niż przed miesiącem, bo o 1,5% r/r. Odczyt był zgodny z konsensem rynkowym i jednocześnie niższy od naszej prognozy.

Rynek pracy

Po słabym kwietniu przyszedł równie słaby maj - zatrudnienie spadło o 3,2% r/r. Choć byliśmy bardziej sceptyczni niż rynkowy konsensus (nasza prognoza -2,8%, konsensus -2,6% r/r) to nie doszacowaliśmy skali spadków zatrudnienia. Taki odczyt oznacza utratę prawie 85 tys. etatów w maju. Od początku roku, zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw zmniejszyło się o 267 tys. miejsc pracy. Skala zamrożenia gospodarki w maju była mniejsza niż miesiąc wcześniej, skąd więc dalsze silne spadki zatrudnienia? Naszym zdaniem decydowały tu w dużej mierze poprzednie miesiące. Decyzje o zwalnianiu pracowników podejmowane były z końcem marca/kwietnia, sama umowa kończyła się jednak wraz z upływem okresu wypowiedzenia. To powoduje, że perspektywy przed najbliższym miesiącem również nie są optymistyczne (efekty zwolnień osób z dłuższym okresem wypowiedzenia). Dodatkowo, jak od początku pandemii, wpływ na wynik zatrudnienia miały osoby przebywające na zasiłku opiekuńczym. Wydłużenie możliwości pobierania zasiłku do końca roku szkolnego, również uprawdopodobnia słaby czerwcowy odczyt.

Wzrost wynagrodzenia spowolnił z 1,9% w poprzednim miesiącu do 1,2% r/r. Nasz pesymizm w tym obszarze był przesadny (oczekiwaliśmy spadku o 0,3% r/r, konsensus to wzrost o 1,5%). Jak podkreślono w komentarzu GUS, w maju nie odnotowano większego wpływu wypłat premii i nagród kwartalnych, które obserwowano jeszcze w kwietniu. Naszym zdaniem kwietniowy odczyt podbijać mogły wypłaty premii w branżach o zwiększonych godzinach pracy w okresie pandemii (np. dyskonty). Nie wystąpiły one w maju, co przełożyło się na niższe wzrosty wynagrodzeń. Ponadto, maj był okresem ze zwiększającą się liczbą wypłat postojowego. Podobnie również jak w przypadku zatrudnienia, decydowały opóźnienia – o obniżkach płac widocznych w maju, decydowano jeszcze w kwietniu, w okresie silnego wpływu pandemii.

Perspektywy rynku pracy na najbliższe miesiące polepszają zniesione obostrzenia i otwarcie gospodarki. Zatrudnienie wciąż będzie spadać, m.in. ze względu na wspomniane okresy wypowiedzeń, ale skala spadków powinna być już mniejsza. Sprzyjają w tym również programy wsparcia zależne od utrzymania miejsc pracy (tarcza finansowa). Spadki płac w ujęciu miesięcznym również powinny

wyhamować, roczne dynamiki pozostaną jednak niskie. Słaby rynek pracy nie niesie takich samych implikacji dla konsumpcji jak w przypadku normalnej recesji, bo dochody rozporządzalne są przynajmniej częściowo kompensowane wypłatami od państwa. Ożywienie konsumpcji implikowane przez wskaźniki koniunktury jest V-kształtne. Rynek pracy nie przyjmie takiej trajektorii. Nie przyjmie jej również gospodarka. Przeobrażenia strukturalne, ostrożność w zakupach po początkowej fazie nadrabiania straconej możliwości wydatkowania implikują, że po odbudowie popytu w czerwcu poprawa wydatków konsumpcyjnych znacząco spowolni.

Inflacja

Inflacja w czerwcu przyspieszyła do 3,3% r/r (z 2,9% w poprzednim miesiącu). To solidne zaskoczenie w górę – mediana rynkowych prognoz wynosiła 2,9% r/r. Nieskromnie przyznajemy jednak, że nie jest to zaskoczenie dla nas, ponieważ dokładnie tyle wynosiła nasza prognoza.

Poważnie zastanowiły (i przestraszyły) nas ceny w Niemczech, które pokazały spore wzrosty, w tym efekty przeliczania kosztów na konsumentów. Postanowiliśmy zagrać ten temat. Podwyższenie inflacji ma jednak przejściowy charakter. Wkrótce zobaczymy niższe wartości.

Co napędziło czerwcowy odczyt inflacji? Głównie inflacja bazowa, w której kryje się „pocovidowy” wzrost cen usług. Odczyt wskazuje na inflację bazową, która może dobić nawet do 4,2% r/r. Ceny żywności pozostały na podobnym poziomie w ujęciu miesięcznym (-0,1% m/m), podobnie jak ceny energii. Zgodnie z oczekiwaniami, rosły ceny paliw – o 5,4% m/m (choć to nadal spory minus na rocznych dynamikach). Inflację bazową napędzały najprawdopodobniej m.in. coraz powszechniejsze dopłaty „covidowe” do świadczonych usług (np.. dentyści, fryzjerzy). Te były z łatwością przerzucane na konsumentów, co mogło powodować dalsze wzrosty w kategoriach zdrowie, czy inne. Ponadto, rosły ceny kategorii związanych z turystyką i gastronomią. Zmiana preferencji dot. wakacyjnych kierunków (o ile w przypadku braku wyboru można mówić o preferencjach) na wakacje w kraju, przekładać się będzie na drożące ceny usług w tej kategorii. Wzrosty te zobaczyliśmy, naszym zdaniem, nie tylko na popularnych w Internecie paragonach znad morza, ale też w czerwcowym wstępnym odczycie inflacji.

Co może nas czekać w następnych miesiącach? Perspektywa spadku inflacji oddala się, ale nie falsyfikuje. Wejście dopłat „covidowych” i specyficzne wakacje będą generować efekty bazowe, gdy aktywność gospodarcza wróci do „normy” w 2021 roku. Kwesta suszy, przestała być tematem, który może wpływać na wskaźnik, a paliwa będą ograniczać inflację w coraz mniejszym stopniu. Kształtowanie się cen żywności będzie wyglądało podobnie, jak w ubiegłym roku, ale jednak nieco niżej co przełoży się na spadek rocznego wskaźnika cen żywności. Najciekawsza pozostaje inflacja bazowa, która mocno się zaburzyła z powodu sposobu jej pomiaru w czasie pandemii. Wszelkie analizy oparte na luce popytowej wskazują, że ta inflacja będzie dużo niższa za 1-1,5 roku. Ale trzeba też brać pod uwagę czynniki, które zmniejszają znaczenie luki popytowej i mogą sprawiać, że ta luka może się domknąć w 2022 roku. W inflacji pojawia się mnóstwo czynników dodatkowych, które są niejako premią za COVID-19, szczególnie widać to w usługach. Biorąc pod uwagę, że konsument ma się dobrze, firmy mogą w dalszym stopniu wymyślać dodatki do cen, a konsument, chcąc czuć się bezpiecznie, będzie te dodatki płacił (co widać w dzisiejszym odczycie). Mnóstwo usług straci też korzyści skali, jak na przykład lotnictwo. Inflacja w 2021 pozostanie poniżej celu, ale nie będzie deflacji.

mBank Research

(M. Mazurek, M. Zdrolik, I. Łapkiewicz, A. Bała)
research@mbank.pl

Finanse

Alior Bank

trzymaj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pomimo cięcia stóp procentowych Alior Bank był najlepiej zachowującym się bankiem w naszym zestawieniu w czerwcu. Uważamy, że nie bez znaczenia dla sentymentu była wypowiedź głównego akcjonariusza – PZU, który zapowiedział zmiany w swojej grupie bankowej jednocześnie dementując zamiar sprzedaży udziałów w instytucjach. Uważamy, że wezwanie na akcje Aliora przez PZU lub Pekao jest całkiem realne (pisaaliśmy o tym już w kwietniu w raporcie o PZU) chociaż PZU nadal nie odpisało całego goodwill Aliora. Ponadto warto podkreślić, że 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. W oczekiwaniu na zmiany w segmencie bankowym zapowiedzianym przez PZU pozostawiamy naszą rekomendację trzymaj dla banku.

Cena bieżąca

16,34 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

14,98 PLN

-8,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	14,98 PLN	2020-06-03

Podstawowe dane			ALR PW	vs. WIG
Ticker	ALR PW	Zmiana 1M	+10,7%	+7,7%
ISIN	PLALIOR00045	Zmiana YTD	-43,0%	-29,7%
Liczba akcji (mln)	129,3	Średni obrót 1M	20,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 112,1	Średni obrót 6M	15,2 mln PLN	
		P/E 12M fwd	44,0	+267,8%
Free float	74,8%	P/E 5Y avg	12,0	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	3,0	8,4	-	10,4	5,5
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			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	3 085	3 181	2 740	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

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		4 349
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 (bez zmian)

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

Walory Handlowego od początku roku zachowują się lepiej niż branżowy indeks. Zwracamy jednak uwagę na relatywnie wysoką wrażliwość Handlowego na cięcia stóp procentowych oraz trudną do oceny w nadzwyczajnych sytuacjach, jakość portfela kredytowego. W tym kontekście myślimy o dużym udziale eksporterów wśród klientów banku oraz relatywnie wysokiej ekspozycji pozabilansowej. W normalnych czasach jest to oczywiście zaleta pozwalająca na dywersyfikację ryzyka oraz zwiększenie źródeł prowizji, jednakże w sytuacji lockdownu gospodarczego może okazać się zgubne dla wyników banku. Dlatego też w 2020 r. dla Handlowego prognozujemy koszty ryzyka na poziomie około 200 bps. Ostatecznie nasza cena docelowa to 37,64 PLN, a rekomendacja to trzymaj. Przypominamy, że w 2021 i 2022 roku zakładamy, że BHW wypłaci dywidendy z zysku niepodzielonego z lat ubiegłych, co poprawia wycenę.

Cena bieżąca	39,20 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	37,64 PLN	-0,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	37,64 PLN	2020-06-03

Podstawowe dane			BHW PW	vs. WIG
Ticker	BHW PW	Zmiana 1M	+2,9%	-0,1%
ISIN	PLBH00000012	Zmiana YTD	-24,3%	-11,0%
Liczba akcji (mln)	130,7	Średni obrót 1M	1,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	5 121,9	Średni obrót 6M	2,3 mln PLN	
		P/E 12M fwd	16,4	+14,3%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	14,4	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	8,0	10,5	22,7	17,3	12,2
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	10,5%	9,5%	0,0%	6,5%	9,1%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	1 108	1 154	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 rezidualna	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 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 (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pomimo gorszego zachowania od indeksu WIG Banki, ING BSK pozostaje najdroższym bankiem w regionie z wyceną 2021 P/BV na poziomie 1.2x. Wysoka wycena utrzymuje się pomimo oczekiwanego przez nas spadku ROE do 5,9% w 2020, 6,7% w 2021 i 8,5% w 2022 roku. Wyniki 1Q'20 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. Tak jak w przypadku innych banków nasze prognozy już uwzględniają wyższe opłaty i prowizje oraz niższy wynik handlowy. Pozostawiamy bez zmian naszą negatywną rekomendację sprzedaj dla ING. Uważamy, że bank którego wyniki zostaną równie dotknięte przez pandemię jak sektor (-50% w 2020 r.) nie zasługuje na tak istotną premię do całego sektora banków w CEE.

Cena bieżąca

146,80 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

117,78 PLN

-19,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	sprzedaj	117,78 PLN	2020-06-03

Podstawowe dane			ING PW	vs. WIG
Ticker	ING PW	Zmiana 1M	+1,4%	-1,6%
ISIN	PLBSK0000017	Zmiana YTD	-26,1%	-12,8%
Liczba akcji (mln)	130,1	Średni obrót 1M	2,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	19 098,7	Średni obrót 6M	2,7 mln PLN	
		P/E 12M fwd	16,9	+10,5%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	15,3	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	12,5	11,5	20,9	17,8	13,4
P/BV	1,4	1,3	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			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	3 760	4 294	4 388	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

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 (bez zmian)

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

Przez czerwiec kurs Millennium odrealizował o około 20%, ale od początku roku nadal wypada gorzej od indeksu rodzimych banków. Gorsze zachowanie kursu wynika przede wszystkim z obaw o wynik odsetkowy oraz saldo rezerw, uważamy jednak, że obecny kurs zbyt mocno dyskontuje te obawy. W 1Q pozytywnie zaskoczyła nas baza kosztowa, która popchnęła nas do obniżenia prognozowanych kosztów w przyszłości. Z kolei pod koniec czerwca zaczęło być coraz głośniejsze o wzmożonej aktywności kancelarii zajmujących się pozwami frankowymi, co na pewno nie wspiera sentymentu do banków frankowych. Z drugiej strony uważamy jednak, że w 2Q nie powinniśmy obserwować dodatkowych odpisów z tego tytułu. Ostatecznie brak dywidendy oraz niska rentowność (w kolejnych latach pod presją ze względu na pozwy CHF) sprawiają, że wyceniamy Millennium na 0,5 P/BV, jednak nasza cena docelowa na poziomie 3,72 PLN nadal implikuje rekomendację kupuj.

Cena bieżąca	3,05 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	3,72 PLN	+22,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	3,72 PLN	2020-06-03

Podstawowe dane			MIL PW	vs. WIG
Ticker	MIL PW	Zmiana 1M	+19,0%	+16,0%
ISIN	PLBIG0000016	Zmiana YTD	-47,9%	-34,5%
Liczba akcji (mln)	1 213,1	Średni obrót 1M	15,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 700,0	Średni obrót 6M	9,6 mln PLN	
		P/E 12M fwd	12,3	+4,7%
Free float	50,0%	P/E 5Y avg	11,7	premia

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	4,9	6,6	23,4	14,3	12,2
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			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	1 817	2 437	2 460	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

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 (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Od początku roku Bank Pekao jest jednym z najgorzej zachowujących się banków w indeksie. Uważamy, że jest to efekt zmian w Zarządzie ale też spekulacji odnośnie ewentualnej konsolidacji w sektorze, której udziałowcem miałby być Bank Pekao. Z drugiej strony Zarząd Pekao cały czas podtrzymuje, że koszt ryzyka w 2020 r. 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 pozaodsetkowy 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. Bank Pekao pozostaje naszym top-pick w sektorze.

Cena bieżąca

53,76 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

68,90 PLN

+28,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	68,90 PLN	2020-06-03

Podstawowe dane			PEO PW	vs. WIG
Ticker	PEO PW	Zmiana 1M	+1,4%	-1,6%
ISIN	PLPEKAO00016	Zmiana YTD	-46,5%	-33,1%
Liczba akcji (mln)	262,5	Średni obrót 1M	85,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	14 110,4	Średni obrót 6M	84,3 mln PLN	
		P/E 12M fwd	10,6	-21,5%
Free float	67,2%	P/E 5Y avg	13,5	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	6,2	6,5	10,7	9,8	6,8
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
ROE	9,9%	9,4%	5,5%	5,9%	8,5%
DPS	7,90	6,60	0,00	9,96	4,11
DYield	14,7%	12,3%	0,0%	18,5%	7,6%
Zmiana prognoz		2020P	2020P	2021P	
Wynik odsetkowy		0,0%	0,0%	0,0%	
Wynik prowizyjny		0,0%	0,0%	0,0%	
Koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%	
Saldo rezerw		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

RZiS

(mln PLN)	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	

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Kredyty netto	129 297	140 913	140 618	146 705	160 016
Pozostałe aktywa	61 793	62 410	62 346	64 968	67 739
Aktywa razem	191 090	203 323	202 964	211 673	227 755
Depozyty	149 491	157 990	162 843	167 743	178 501
Pozostałe zobowiązania	18 791	21 935	15 322	20 220	24 002
Udziały mniejszościowe	11	12	13	15	17
Kapitały własne	22 797	23 386	24 786	23 695	25 235

Wskaźniki

(%)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
NIM	2,8%	2,9%	2,6%	2,4%	2,5%
C/I	47,4%	48,8%	50,1%	50,3%	47,3%
CoR	0,4%	0,5%	1,0%	0,8%	0,5%
NPL Ratio	5,4%	5,2%	8,0%	8,0%	7,0%
Tier 1	16,3%	16,9%	19,4%	18,2%	17,8%

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 (bez zmian)

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

Pomimo dużych wahań, kurs przez ostatni miesiąc wrócił do punktu wyjścia i nadal znajduje się blisko naszej ceny docelowej na poziomie 22,58 PLN. W naszej aktualizacji z zeszłego miesiąca uwzględniamy obniżkę stóp procentowych oraz to, że banki zaczęły szukać rentowności w wyższych opłatach i prowizjach. Dostyc duże zanieczyszczenie 1Q'20 negatywnymi zdarzeniami jednorazowymi daje nadzieję na znaczące odbicie w 2Q chociaż dość prawdopodobne są kolejne rezerwy na sprawy sądowe związane z kredytami hipotecznymi w CHF. Przypominamy, że w całym roku spodziewamy się kosztów ryzyka w okolicach 150 bps, z zaznaczeniem, że większość rezerw przypadnie na koniec roku, kiedy będą się kończyć moratoria kredytowe. Chociaż na poziomie europejskim wypłaty dywidendy w 2020 roku nie zostały ostatecznie przekreślone, to w przypadku PKO BP nie spodziewamy się żadnej pozytywnej zmiany w tej kwestii. Spodziewamy się, że zatrzymanie niepodzielonego zysku za 2018 i 2019 rok, zaowocuje bardzo wysoką dywidendą w 2021 i 2022 roku. Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację trzymaj.

Cena bieżąca	23,04 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	22,58 PLN	-2,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	22,58 PLN	2020-06-03

Podstawowe dane		PKO PW	vs. WIG
Ticker	PKO PW	Zmiana 1M	+2,6% -0,4%
ISIN	PLPKO0000016	Zmiana YTD	-33,1% -19,8%
Liczba akcji (mln)	1 250,0	Średni obrót 1M	114,1 mln PLN
MC (mln PLN)	28 800,0	Średni obrót 6M	96,6 mln PLN
		P/E 12M fwd	11,2 -9,8%
Free float	70,6%	P/E 5Y avg	12,5 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	7,7	7,1	15,7	11,7	9,3
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,7	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	2,4%	5,8%	0,0%	9,0%	9,6%
Zmiana prognoz		2020P	2021P	2022P	
Wynik odsetkowy		0,0%	0,0%	0,0%	
Wynik prowizyjny		0,0%	0,0%	0,0%	
Koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%	
Saldo rezerw		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

RZiS

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	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	

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 trzymaj (obniżona)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Po wzroście kursu akcji Santander Bank Polska obniżamy naszą rekomendację akumuluj do trzymaj. 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 był umiarkowany. Dodatkowo oczekujemy, że Santander śmiało podwyższy tabelę opłat i prowizji, co chociaż częściowo będzie pozwalało odrobić utracone przychody z odsetek. Cały czas uważamy, że Santander ma jeszcze nie w pełni zrealizowane synergie kosztowe z fuzji z Deutsche Bankiem, co również może wspierać wyniki banku. Zakładamy również relatywnie wysoką dywidendę w 2021 roku dzięki niepodzielnemu zyskowi z 2018 i 2019 roku. Bank również 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. Niemniej jednak uważamy, że nas bazowy scenariusz został już adekwatnie wyceniony przez rynek.

Cena bieżąca

174,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

179,37 PLN

+2,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	179,37 PLN	2020-07-02
poprzednia	akumuluj	179,37 PLN	2020-06-03
Podstawowe dane			
Ticker	SPL PW	Zmiana 1M	+5,8% +2,8%
ISIN	PLBZ000000044	Zmiana YTD	-43,2% -29,9%
Liczba akcji (mln)	102,1	Średni obrót 1M	21,9 mln PLN
MC (mln PLN)	17 814,4	Średni obrót 6M	21,5 mln PLN
		P/E 12M fwd	12,4 -9,6%
Free float	31,7%	P/E 5Y avg	13,7 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	7,4	8,3	19,9	14,4	10,3
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,7	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	1,8%	11,3%	0,0%	9,3%	9,9%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	5 742	6 580	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

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%

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	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	24 238
Zyski ekonomiczne	50%	23 178
Średnia wartość godziwa		23 708
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

PZU jest jedną z najlepiej zachowujących się instytucji finansowych podczas obecnego kryzysu, co podkreśla jej defensywny charakter. Uważamy, że sektor ubezpieczeń w Polsce powinien obecny kryzys przejść lepiej niż sektor bankowy. Oczekujemy, że przyrost składki przypisanej brutto w segmencie majątkowym 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 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 3 obniżkach stóp jest 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 w segmencie bankowym, co poniekąd zostało zapowiedziane przez Zarząd, który oczekuje zmian w tym segmencie. 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.

RZiS

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Cena bieżąca 28,92 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 35,93 PLN **+24,2%**

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

Podstawowe dane	PZU PW	vs. WIG
Ticker	PZU PW	Zmiana 1M -2,7% -5,7%
ISIN	PLPZU0000011	Zmiana YTD -27,8% -14,4%
Liczba akcji (mln)	863,5	Średni obrót 1M 83,4 mln PLN
MC (mln PLN)	24 973,1	Średni obrót 6M 79,8 mln PLN
		P/E 12M fwd 9,4 -16,7%
Free float	64,8%	P/E 5Y avg 11,3 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	7,8	7,6	9,8	8,8	8,1
P/BV	1,7	1,5	1,3	1,3	1,2
ROE	21,7%	21,2%	14,6%	14,9%	15,4%
DPS	2,70	2,80	0,00	2,37	2,64
DYield	9,3%	9,7%	0,0%	8,2%	9,1%
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 trzymaj (obniżona)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Ze względu na dalszy znaczący wzrost kursu akcji obniżamy naszą rekomendację akumuluj do trzymaj 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 spadła o blisko połowę. Oznacza to, że prognozowany DY przy obecnej wycenie rynkowej wynosi około 8%-10% za wyjątkiem roku obecnego, w którym DY nadal prognozujemy na około 17%. 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

21,40 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

21,20 PLN

-0,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	21,20 PLN	2020-07-02
poprzednia	akumuluj	21,20 PLN	2020-06-03
Podstawowe dane			
Ticker	SKH PW	Zmiana 1M	+11,2%
ISIN	PLSKRBH00014	Zmiana YTD	+12,6%
Liczba akcji (mln)	6,8	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN
MC (mln PLN)	146,0	Średni obrót 6M	0,1 mln PLN
		P/E 12M fwd	8,7
Free float	25,4%	P/E 5Y avg	7,2

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	4,7	11,3	8,2	8,9
P/BV	1,4	1,3	1,4	1,3
ROE	30,3%	12,0%	16,3%	15,3%
DPS	4,45	0,50	3,69	1,80
DYield	20,8%	2,3%	17,3%	8,4%
Zmiana prognoz				
Wynagrodzenie stałe		0,0%	0,0%	0,0%
Wynagrodzenie zmienne		0,0%	0,0%	0,0%
Przychody		0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

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

Bilans

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

Analiza porównawcza

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

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)

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

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. Napływy do funduszy akcyjnych w kwietniu i maju pozwalają na spojrzenie z lekkim optymizmem przyszłe obroty na GPW, co więcej wydaje się, że aktywność inwestorów indywidualnych nadal znajduje się powyżej średniej. Jeżeli taka sytuacja utrzyma się w Q3, to niewykluczone, że będziemy lekko podnosić nasze prognozy na liniach przychodowych. Zwracamy jednak uwagę, że jeżeli chodzi o wskaźnik P/E to GPW wyceniana jest obecnie na 14,5x czyli na historycznych szczytach. Nie wierzymy w wyższą wycenę ze względu na nieprzejmowalność rodzimego operatora giełdy. Nasza cena docelowa to 41,56 PLN, zaś rekomendacja to trzymaj.

Cena bieżąca	42,05 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	41,56 PLN	-1,2%

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

Podstawowe dane			GPW PW	vs. WIG
Ticker	GPW PW	Zmiana 1M	+5,1%	+2,1%
ISIN	PLGPW0000017	Zmiana YTD	+7,0%	+20,4%
Liczba akcji (mln)	42,0	Średni obrót 1M	2,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 764,9	Średni obrót 6M	2,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 742,9	EV/EBITDA 12M fwd	9,9	+31,1%
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	9,6	14,8	16,0	14,5	14,2
P/BV	2,0	2,0	2,0	2,0	1,9
EV/EBITDA	8,9	8,5	9,1	9,6	9,2
DPS	2,20	3,18	2,40	2,50	2,60
DYield	5,2%	7,6%	5,7%	5,9%	6,2%
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 finansową	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

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

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%

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 (podtrzymana)

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 końcówce 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. 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. Martwi również spadek produkcji szkła płaskiego i soli warzonej w IV'20 oraz V'20 w Polsce (według GUS). Z uwagi na niepewność na rynku sody obniżamy nasze prognozy cen sody na 2021 rok o 4% (4% r/r spadek). 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. Obniżamy nasze prognozy o wspomnianą korektę cen sody w 2021 roku oraz cenę docelową do 34,09 PLN/akcja (wcześniej 38,94 PLN/akcja) oraz podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Cena bieżąca

32,30 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

34,09 PLN

+5,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	34,09 PLN	2020-07-02
poprzednia	trzymaj	38,94 PLN	2020-05-29
Podstawowe dane			
Ticker	CIE PW	Zmiana 1M	-12,8% vs. WIG
ISIN	PLCIECH000018	Zmiana YTD	-18,6% vs. WIG
Liczba akcji (mln)	52,7	Średni obrót 1M	2,6 mln PLN
MC (mln PLN)	1 702,2	Średni obrót 6M	2,7 mln PLN
EV (mln PLN)	3 401,3	EV/EBITDA 12M fwd	5,2 -10,3%
Free float	33,0%	EV/EBITDA 5Y avg	5,7 dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	3 673	3 549	3 171	3 429	3 567
EBITDA skor.	633	663	600	671	680
marża EBITDA	17,2%	18,7%	18,9%	19,6%	19,1%
EBIT skor.	358	353	275	295	312
Zysk netto skor.	166	187	158	182	199
P/E skor.	10,2	9,1	10,8	9,4	8,6
P/BV	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA skor.	5,0	4,8	5,7	4,9	4,6
DPS	7,50	0,00	0,00	0,90	1,72
DYield	23,2%	0,0%	0,0%	2,8%	5,3%
Zmiana prognoz					
EBITDA adj.			0,0%	-6,3%	-6,4%
Zysk netto adj.			0,0%	-16,2%	-15,5%
Soda (USD/t)			0,0%	-4,0%	-4,0%
Soda Ciech (PLN/t)			0,0%	-4,0%	-4,0%
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	577	583
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	671	680
Przepływy oper.	454	532	555	616	623
Amortyzacja	275	310	325	376	368
Kapitał obrotowy	-97	56	7	-5	-2
Przepływy inv.	-627	-407	-699	-383	-323
CAPEX	595	385	699	383	323
Przepływy fin.	-125	-17	-66	-212	-251
Dywidenda/buyback	-395	0	0	-47	-91
FCF	-170	174	-145	234	301
FCF/EBITDA	-26%	30%	-24%	35%	44%
CFO/EBITDA	69%	92%	92%	92%	92%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+	+
Soda (EUR/t)	258	247	247	247	247	247	247	247	247	247	247
Soda Ciech (PLN/t)	896,0	858,4	861,4	861,4	861,4	861,4	861,4	861,4	861,4	861,4	861,4
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	3 429	3 567	3 598	3 620	3 635	3 649	3 665	3 680	3 696	3 717
EBITDA	600	671	680	671	659	646	635	623	611	599	587
marża EBITDA	18,9%	19,6%	19,1%	18,7%	18,2%	17,8%	17,4%	17,0%	16,6%	16,2%	15,8%
EBIT	275	295	312	304	297	293	271	253	235	220	205
Podatek	52	50	54	54	53	53	48	45	42	39	36
CAPEX	-699	-383	-323	-334	-351	-364	-356	-367	-373	-379	-382
Kapitał obrotowy	7	-5	-2	-1	0	0	0	0	0	0	0
FCF	-145	234	301	283	254	229	230	211	196	181	170
PV FCF	-140	212	256	224	188	159	149	127	111	95	
WACC	6,5%	6,7%	6,8%	6,8%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	7,0%	7,0%	7,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa	4 831	5 046	5 105	5 207	5 251
Aktywa trwałe	3 559	3 734	4 109	4 118	4 074
Kapitał własny	1 970	1 978	2 136	2 270	2 378
Udział mniejszości	0	-1	-1	-1	-1
Dług netto	1 464	1 490	1 700	1 579	1 430
Dług netto/EBITDA (x)	2,2	2,6	2,8	2,4	2,1
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	3,2	3,9	3,2	5,2	5,0	4,3
Maksimum	118,7	23,4	18,3	16,9	11,1	10,3
Mediana	13,7	13,1	10,0	8,1	6,3	5,9
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana wartość FCF	1 381
Dług netto	1 490
Inne korekty	-202
Wycena DCF na akcję (PLN)	28,05

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	36,08
DCF	50%	28,05
Cena wynikowa		32,07
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		34,09

Grupa Azoty trzymaj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Słabe zachowanie cen nawozów saletranych w Europie przekłada się na spadek marży na ich produkcji mimo rekordowo niskich cen gazu. W efekcie perspektywy dla segmentu nawozów Grupy Azoty słabną na drugą połowę roku, tym bardziej, że zwykle ceny gazu ziemnego przed końcem roku sezonowo odbijają. Obniżamy nasze prognozowane ceny nawozów saletranych (mocznik -4%; saletra -5%) na bieżący rok oraz EBITDA segmentów nawozów o 15% do 805 mln PLN. Lepiej niż wcześniej zakładaliśmy wypadają segmenty tworzyw sztucznych (korekta EBITDA z 4 mln PLN do 15 mln PLN) oraz produktów chemicznych (korekta z 161 mln PLN do 171 mln PLN). W efekcie nasza całoroczna prognoza EBITDA spada o 5% do 1152 mln PLN. W kolejnym 2021 roku zakładamy dalszy spadek wyników w segmencie nawozów, co prowadzić będzie do spadku EBITDA Grupy do 1130 mln PLN. W związku oczekiwanym ujemnym przepływem pieniężnym w trzech kolejnych latach (FCF w sumie -2,6 mld PLN) Azoty pozostają mało atrakcyjną inwestycją wśród Spółek chemicznych. Podwyższamy naszą cenę docelową do 29,90 PLN/akcja (wcześniej 28,42 PLN/akcja) oraz podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Cena bieżąca

30,45 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

29,90 PLN

-1,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	29,90 PLN	2020-07-02
poprzednia	trzymaj	28,42 PLN	2020-04-17
Podstawowe dane			ATT PW vs. WIG
Ticker	ATT PW	Zmiana 1M	-9,2% -12,2%
ISIN	PLZATRM00012	Zmiana YTD	+4,0% +17,4%
Liczba akcji (mln)	99,2	Średni obrót 1M	3,2 mln PLN
MC (mln PLN)	3 020,5	Średni obrót 6M	3,4 mln PLN
EV (mln PLN)	7 373,7	EV/EBITDA 12M fwd	6,1 -1,0%
Free float	29,0%	EV/EBITDA 5Y avg	6,2 dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	9 999	11 308	9 607	10 409	10 763
EBITDA skor.	805	1 496	1 152	1 130	1 204
marża EBITDA	8,1%	13,2%	12,0%	10,9%	11,2%
EBIT skor.	122	685	347	290	327
Zysk netto skor.	43	431	174	126	134
P/E skor.	70,9	7,0	17,3	24,0	22,5
P/BV	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA skor.	7,3	4,3	6,4	7,5	7,9
DPS	1,20	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	3,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA			-4,9%	+17,6%	+11,0%
Zysk netto			-17,7%	-	+223,2%
Mocznik (PLN/t)			-4,4%	-0,2%	-0,6%
Saletra (PLN/t)			-5,3%	-0,2%	-0,7%
Gaz ziemny (PLN/m3)			0,0%	0,0%	0,0%
Melamina (PLN/t)			+3,7%	-5,0%	0,0%
Poliamid 6 (PLN/t)			+14,6%	+7,6%	+5,0%
Propylen (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
EBITDA nawozy	82	965	805	634	632
EBITDA tworzywa	192	66	15	45	83
EBITDA chemia	282	208	171	212	247
EBITDA energetyka	94	102	97	161	149
EBITDA pozostałe	114	83	63	78	93
Przepływy oper.	1 043	2 033	1 198	1 075	1 168
Amortyzacja	683	811	805	840	877
Kapitał obrotowy	155	636	72	-34	-15
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	79	1 009	831
Dywidenda/buyback	-119	0	0	0	0
FCF	-1 158	883	-761	-998	-870
FCF/EBITDA	-151%	62%	-66%	-88%	-72%
CFO/EBITDA	136%	143%	104%	95%	97%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Mocznik (PLN/t)	1 530	1 519	1 526	1 526	1 526	1 526	1 526	1 526	1 526	1 534	1 542
Saletra (PLN/t)	1 250	1 260	1 267	1 267	1 267	1 267	1 267	1 267	1 267	1 274	1 280
Gaz ziem. (PLN/m3)	560	696	830	830	830	830	830	830	830	830	830
Przychody	9 607	10 409	10 763	12 097	12 298	12 462	12 581	12 702	12 791	12 918	13 045
EBITDA	1 152	1 130	1 204	1 629	1 629	1 617	1 598	1 591	1 578	1 595	1 614
marża EBITDA	12,0%	10,9%	11,2%	13,5%	13,2%	13,0%	12,7%	12,5%	12,3%	12,4%	12,4%
EBIT	347	290	327	453	480	539	565	572	546	558	576
Podatek	40	23	22	30	25	39	47	51	47	51	55
CAPEX	-1 945	-2 071	-2 037	-526	-765	-804	-862	-878	-917	-981	-1 038
Kapitał obrotowy	72	-34	-15	-56	-9	-7	-5	-5	-4	-5	-5
FCF	-761	-998	-870	1 016	831	766	684	657	609	560	
PV FCF	-738	-914	-754	823	627	543	453	407	353	303	262
WACC	6,4%	6,1%	5,9%	6,2%	6,5%	6,5%	6,5%	6,6%	6,6%	6,7%	6,7%
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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	7 032
Dług netto	2 596
Inne korekty	-658
Wycena DCF na akcję (PLN)	38,09

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	18,17
DCF	50%	38,09
Cena wynikowa		28,13
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		29,90

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 bardzo słabe wyniki 2Q'20. Nie zmieniamy naszej rekomendacji (sprzedaj, 9,78 PLN).

Cena bieżąca

18,64 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

9,78 PLN

-47,5%

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

Podstawowe dane		JSW PW	vs. WIG
Ticker	JSW PW	Zmiana 1M	+6,5% +3,5%
ISIN	PLJSW0000015	Zmiana YTD	-12,8% +0,5%
Liczba akcji (mln)	117,4	Średni obrót 1M	27,2 mln PLN
MC (mln PLN)	2 188,6	Średni obrót 6M	20,4 mln PLN
EV (mln PLN)	2 966,5	EV/EBITDA 12M fwd	7,8 +168,1%
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	4,0	-	-	-
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA skor.	-	0,7	4,9	3,1	3,2
DPS	0,00	1,71	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	9,2%	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. koksa (tys. t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Prod. koksu (tys. t)		0,0%	0,0%	0,0%	

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. koksa (tys. t)	10 351	10 208	10 104	10 647	10 888
Udział węgla koksa (%)	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%
CFO/EBITDA skor.	92%	84%	16%	179%	126%

Model DCF

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

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 sprzedaj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Mimo oczekiwanego spowolnienia gospodarczego ceny metali przemysłowych w maju i czerwcu 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 i V'20 implikują spadkiem produkcji górniczej, co wynika z konieczności podjęcia działań prewencyjnych przeciwko rozprzestrzenianiu się epidemii COVID-19. To również generuje ryzyko rewizji w dół budżetu zarządu na 2020 rok. Nie zmieniamy naszej ceny docelowej (62,94 PLN/akcja) oraz rekomendacji sprzedaż dla akcji Grupy KGHM.

Cena bieżąca

92,96 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

62,94 PLN

-32,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	sprzedaj	62,94 PLN	2020-06-03

Podstawowe dane			KGH PW	vs. WIG
Ticker	KGH PW	Zmiana 1M	+6,3%	+3,3%
ISIN	PLKGHM000017	Zmiana YTD	-2,7%	+10,6%
Liczba akcji (mln)	200,0	Średni obrót 1M	58,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	18 592,0	Średni obrót 6M	59,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	24 500,1	EV/EBITDA 12M fwd	5,2	+9,3%
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.	9,8	8,3	12,0	23,8	12,4
P/BV	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA skor.	5,2	4,9	5,5	6,8	5,3
DPS	0,00	0,00	0,00	1,55	1,95
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	1,7%	2,1%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA (skor.)			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto (skor.)			0,0%	0,0%	0,0%
Miedź (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Srebro (USD/oz)			0,0%	0,0%	0,0%
Molibden (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Prod. miedź (tys. ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Prod. srebro (ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Prod. molibden (mln lb)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Cu KGHM Pol (tys. ton)	385	418	401	385	384
Cu KGHM Int (tys. ton)	79	77	75	77	77
Cu Sierra Gorda (tys. ton)	53	60	75	80	82
Srebro Grupa (ton)	1 205	1 417	1 433	1 390	1 390
Złoto Grupa (tys. troz)	174	220	207	210	212
Przepływy oper.	3 826	5 048	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%
CFO/EBITDA	77%	97%	84%	87%	84%

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%

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%

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 (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Utrzymujące się bardzo niskie marże rafinerijne i ujemny dyferencjał skłaniają nas do rewizji naszych założeń makro na lata 2020-21. Modelową rentowność przerobu korygujemy o 1,5 USD/Bbl (głównie na poziomie dyferencjału), co obniża prognozę EBITDA LIFO dla obszaru rafinerijnego o 0,4 mld PLN. Częściowo jest to neutralizowane w tym roku podniesieniem prognozy cen ropy do 40 USD/Bbl (poprzednio 30 USD/Bbl), ale i tak w efekcie nasza cena docelowa zostaje obniżona do 55,87 PLN na akcję. Przy obecnym kursie nadal implikuje to neutralną rekomendację, niemniej jednak zwracamy uwagę, że w takim otoczeniu sentyment do Spółki będzie na pewno pod presją. Oczywiście ważnym wsparciem dla notowań jest kwestia ewentualnego wezwania ze strony Orlenu, a nadzieje z tym związane odżyły po ostatniej depeszy Reutersa. W tym wypadku punktem odniesienia mogą być ustawowe średnie 3M/6M oparte o VWAP na poziomie 60-65 PLN. Aktualne otoczenie nie będzie raczej sprzyjać agresywnej ofercie PKN, gdyż rzeczywistość brutalnie weryfikuje wcześniejsze bardzo optymistyczne założenia dotyczące wpływu dyrektywy IMO i wartości dodanej instalacji DCU, a segment wydobywczy odczuwa niskie ceny gazu. W przypadku fiaska fuzji ważnym argumentem może być fakt, że oczekiwana perspektywa dodatnich FCF jest zagrożona, biorąc pod uwagę deklarowane pomysły nowych inwestycji czy zobowiązania do partycypacji w projekcie PDH. Zwracamy także uwagę, że Lotos jest wciąż wyceniany z premią do PKN na EV/EBITDA LIFO (+8% dla lat 2020-22), podczas gdy w obecnym otoczeniu to w przypadku Orlenu widzimy większy potencjał do pozytywnych zaskoczeń po okresie epidemii.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
EBITDA LIFO skor.	3 126	2 861	1 994	1 960	2 590
upstream	917	630	274	284	666
rafineria	2 022	1 965	1 496	1 437	1 684
detal	181	259	224	239	241
EV/EBITDA LIFO skor.	4,2	4,9	6,9	7,0	5,3
Efekt LIFO	500	-141	-1 250	-56	504
Inne zd. jednorazowe	78	159	0	0	0
Saldo finansowe	-259	-278	-229	-214	-222
Przerób ropy mln ton	10,8	10,7	9,5	9,9	10,4
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	7,1	6,5	5,4	5,5	6,1
detal EBITDA/tonę	144	156	140	140	140
upstream \$ EBITDA/boe	34,1	21,7	9,5	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)	40,0	40,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
Marża+dyferencjał	4,0	4,5	5,5	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	19 078	18 386	22 097	22 071	22 085	22 100	22 114	22 129	22 143	22 158	22 158
EBITDA	471	1 620	2 428	2 037	2 012	1 986	1 959	1 926	1 910	1 879	1 879
marża EBITDA	2,5%	8,8%	11,0%	9,2%	9,1%	9,0%	8,9%	8,7%	8,6%	8,5%	8,5%
EBIT	-315	807	1 613	1 195	1 253	1 212	1 169	1 121	1 088	1 040	1 040
Podatek	-60	153	306	227	238	230	222	213	207	198	198
CAPEX	-737	-603	-625	-625	-625	-677	-677	-677	-677	-677	-839
Kapitał obrotowy	1 612	330	-934	-102	10	10	7	9	7	5	5
FCF	1 406	1 194	563	1 083	1 159	1 088	1 067	1 045	1 033	1 009	848
PV FCF	1 353	1 063	464	825	814	704	636	574	523	471	
WACC	8,0%	8,0%	8,0%	8,3%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Cena bieżąca

60,14 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

55,87 PLN

-7,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	55,87 PLN	2020-07-02
poprzednia	trzymaj	60,39 PLN	2020-06-03
Podstawowe dane			
	LTS PW	Zmiana 1M	+0,0%
Ticker	PLLOTOS00025	Zmiana YTD	-28,0%
ISIN		Średni obrót 1M	32,9 mln PLN
Liczba akcji (mln)	184,9	Średni obrót 6M	27,4 mln PLN
MC (mln PLN)	11 118,3	EV/EBITDA 12M fwd	5,8
EV (mln PLN)	13 725,2	EV/EBITDA 5Y avg	5,4
Free float	46,8%		premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	30 122	29 493	19 864	19 095	23 283
EBITDA	3 704	2 879	745	1 904	3 094
marża EBITDA	12,3%	9,8%	3,7%	10,0%	13,3%
EBIT	2 981	1 970	-266	867	2 013
Zysk netto	1 587	1 153	-421	557	1 343
P/E	7,0	9,6	-	19,9	8,3
P/BV	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
EV/EBITDA	3,5	4,9	18,4	7,2	4,5
DPS	1,00	3,00	1,00	3,00	3,00
DYield	1,7%	5,0%	1,7%	5,0%	5,0%
Zmiana prognoz					
EBITDA LIFO			-12,4%	-16,6%	-5,0%
Zysk netto			-	-57,3%	-8,2%
Brent (USD/Bbl)			+33,3%	0,0%	0,0%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			-27,3%	-25,0%	-8,3%
USD/PLN			0,0%	0,0%	0,0%

Bilans i CF

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
CF operacyjny	2 328	2 130	2 472	2 135	1 896
CFO/EBITDA LIFO skor.	74%	74%	124%	109%	73%
Capex	967	805	1 140	1 365	1 229
Kapitał obrotowy	4 816	5 523	3 910	3 580	4 515
Kapitał własny	12 035	12 715	11 988	12 046	12 834
Dług netto	1 943	2 900	2 607	2 555	2 669
Dług netto/EBITDA (x)	0,6	1,0	1,3	1,3	1,0

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	2,3	2,2	5,1	1,7	1,6	1,9
Maksimum	40,3	23,0	15,4	15,7	12,7	10,1
Mediana	21,3	10,1	7,3	6,1	5,8	4,6
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdykontowana wartość FCF	12 702
Dług netto	2 900
Petrobaltic	767
Wycena DCF na akcję (PLN)	57,17

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	47,93
DCF	50%	57,17
Cena wynikowa		52,55
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		55,87

MOL

akumuluj (podwyższona)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Z jednej strony obserwujemy szybszą ścieżkę bilansowania się rynku ropy (podnosimy naszą prognozę ceny Brent na ten rok z 30 USD/Bbl do 40 USD/Bbl), co wspiera rentowność segmentu wydobywczego, ale jednocześnie rewidujemy w dół założenia 2020-21 dla marży rafineryjnej (o -0,5 USD/Bbl) i dyferencjału Ural/Brent (o -1 USD/Bbl). W przypadku segmentu rafineryjnego bieżące odczyty sugerowałyby nawet większy pesymizm, ale póki co zakładamy odbicie benchmarków w drugim półroczu. Po mocnym początku roku dobrych wieści trudno też szukać w segmencie petrochemicznym, który ma problem z przeniesieniem drożęjącej ropy na ceny produktów. W efekcie nasza prognoza CCS EBITDA zostaje podniesiona dla tego roku o 2% i obniżona dla przyszłego roku o 7%. Uwzględniając wycenę porównawczą i zaktualizowane prognozy podnosimy nieznacznie naszą cenę docelową do 2158 HUF, a po ostatnich spadkach kursu zmieniamy rekomendację z trzymaj do akumuluj. Po chwilowym osłabieniu sentymentu do branży wydobywczej (szczególnie w USA), oczekujemy że pojawiające się tam restrukturyzacje kolejnych spółek będą utwierdzać rynek w przekonaniu o trwałym obniżeniu podaży ropy, co będzie sprzyjać europejskim graczom z sektora E&P. Ponadto wciąż utrzymujemy nasz optymistyczny scenariusz dla rynku gazu, a obecne notowania spotowe zdają się sugerować, że najgorsze już za nami. W takim otoczeniu akcje MOL-a powinny zachowywać się lepiej od jego polskich konkurentów bardziej eksponowanych na segment downstream, szczególnie, że aktualna waluacja węgierskiego koncernu na EV/EBITDA LIFO wskazuje na 10% dyskonto na lata 2020-22.

Cena bieżąca

1 821 HUF

potencjał zmiany

Cena docelowa

2 158 HUF

+18,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	akumuluj	2 158 HUF	2020-07-02
poprzednia	trzymaj	2 072 HUF	2020-06-03
Podstawowe dane			
			MOL HB vs. WIG
Ticker	MOL HB	Zmiana 1M	-7,6% -10,6%
ISIN	HU0000153937	Zmiana YTD	-38,1% -24,7%
Skor. I. akcji (mln)	753,1	Średni obrót 1M	2 326,7 mln HUF
MC (mln HUF)	1 371 315,8	Średni obrót 6M	2 717,6 mln HUF
EV (mln HUF)	3 075 114,4	EV/EBITDA 12M fwd	4,8 +11,8%
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	3 786	3 506	3 981
EBITDA	764	685	439	527	713
marża EBITDA	14,8%	13,0%	11,6%	15,0%	17,9%
EBIT	353	294	34	84	272
Zysk netto	301	223	39	80	194
P/E	4,6	6,1	35,5	17,1	7,1
P/BV	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	2,6	3,3	7,0	5,9	4,2
DPS	127,50	142,44	0,00	69,72	73,20
DYield	7,0%	7,8%	0,0%	3,8%	4,0%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
CCS EBITDA			+1,9%	-6,9%	-1,0%
Zysk netto			-	-36,1%	-3,2%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			-27,3%	-25,0%	-8,3%
Marża petchem (USD/t)			+1,2%	+3,4%	+3,6%
Brent (USD/Bbl)			+33,3%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mld HUF)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
EBITDA LIFO skor.	728	709	493	525	691
upstream	344	305	210	232	311
rafineria	183	169	117	122	181
detal	115	137	125	145	149
petchem	87	83	34	19	43
gaz	50	54	55	56	55
koszty ogólne	-51	-40	-48	-49	-49
EV/EBITDA LIFO skor.	2,8	3,2	5,7	6,1	4,5
Effekt LIFO	19	-16	-55	2	22
Inne zd. jednorazowe	17	-8	0	0	0
Saldo finansowe	-22	-18	-23	-15	-37
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	4,9	4,6	3,4	3,7	5,2
upstream \$ EBITDA/boe	34,8	28,0	17,1	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)	40	40	50	50	50	50	50	50	50	50	50
Marża+dyferencjał	4,0	4,5	5,5	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	3 529	3 253	3 689	3 717	3 719	3 721	3 723	3 725	3 727	3 729	3 729
EBITDA	229	296	402	430	432	435	437	439	441	443	443
marża EBITDA	6,5%	9,1%	10,9%	11,6%	11,6%	11,7%	11,7%	11,8%	11,8%	11,9%	11,9%
EBIT	6	47	151	181	190	189	188	185	181	179	221
Podatek	7	15	40	49	52	51	51	50	49	48	42
CAPEX	-511	-366	-230	-223	-223	-223	-223	-223	-223	-223	-223
Kapitał obrotowy	-86	27	-47	-2	2	2	2	1	1	1	0
FCF	-374	-58	85	156	160	162	165	167	170	173	179
PV FCF	-363	-53	72	125	119	112	105	99	93	88	
WACC	6,4%	6,3%	6,6%	6,8%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mld HUF)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
CF operacyjny	596	704	374	565	627
CFO/EBITDA LIFO skor.	82%	99%	76%	108%	91%
Capex	380	596	1 188	543	406
Kapitał obrotowy	300	286	372	344	391
Kapitał własny	1 994	2 151	2 175	2 188	2 312
Dług netto	314	559	1 411	1 471	1 357
Dług netto/EBITDA (x)	0,4	0,8	2,9	2,8	2,0

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	2,3	2,2	5,1	1,7	1,6	1,9
Maksimum	40,3	23,0	15,4	15,7	12,7	10,1
Mediana	22,3	10,7	8,2	6,4	5,7	4,8
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mld HUF)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 684
Dług netto i korekty	337
Segment wydobywczy	70
Wycena DCF na akcję (HUF)	1 989

Wycena

(HUF)	waga	cena
Porównawcza	50%	2 071
DCF	50%	1 989
Cena wynikowa		2 030
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		2 158

PGNiG

kupuj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Aktualizujemy nasze tegoroczne prognozy uwzględniając szybszy wpływ odszkodowania od Gazpromu (poprzednio zakładaliśmy tę kwotę w DCF, dyskontując ją na koniec 2021 roku), co znacząco wpływa na raportowany wynik EBITDA. Jednocześnie uwzględniamy też nowe wyższe założenia dla cen ropy (+10 USD dla bieżącego roku), co z jednej strony poprawia rentowność segmentu wydobywania, ale jednocześnie jest „konsumowane” przez wyższe koszty gazu w kontrakcie katarskim (hedging naturalny). Szybszy wpływ retroaktywnej płatności od Gazpromu i wyższe mnożniki grupy porównawczej skutkują podniesieniem naszej ceny docelowej do 5,16 PLN (+5%). Utrzymujemy rekomendację kupuj. Naszym zdaniem część rynku błędnie identyfikuje źródła zaskoczenia w obrocie w 1Q (hedging finansowy vs hedging naturalny i sztywne cenniki dla części klientów), co oznacza kolejne pozytywne zaskoczenia w najbliższych kwartałach i prawdopodobne przeszacowanie potencjału rentowności w tym segmencie w przyszłym roku. Powinno to wspierać kurs, szczególnie, że naszym zdaniem na rynku gazu najgorsze jeśli chodzi o ceny mamy już za sobą. Przypominamy, że nasze tegoroczne prognozy konserwatywnie uwzględniają negatywny wpływ lockdown w kwocie 0,6 mld PLN. Pozytywną informacją jest także neutralizacja ryzyka szerokiego zaangażowania w energetykę węglową (ofert tylko na Tauron Ciepło, a nie jak rynek spekulował na całą spółkę) oraz rządowa zapowiedź transformacji sektora (brak kolejnego dokapitalizowania PGG). Dodatkowo inwestorzy mogą zacząć spekulować o wypłacie dywidendy specjalnej, gdyż na koniec roku gotówka netto na bilansie może sięgnąć 1,6 mld PLN.

Cena bieżąca

4,63 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

5,23 PLN

+13,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	5,23 PLN	2020-07-02	
poprzednia	kupuj	4,91 PLN	2020-06-03	
Podstawowe dane			PGN PW	vs. WIG
Ticker	PGN PW	Zmiana 1M	+7,8%	+4,8%
ISIN	PLPGNIG000014	Zmiana YTD	+6,9%	+20,3%
Liczba akcji (mln)	5 778,3	Średni obrót 1M	30,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	26 742,0	Średni obrót 6M	25,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	24 766,7	EV/EBITDA 12M fwd	4,6	-2,8%
Free float	28,1%	EV/EBITDA 5Y avg	4,7	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	41 234	42 023	34 727	33 339	36 918
EBITDA	7 115	5 504	12 213	6 717	7 332
marża EBITDA	17,3%	13,1%	35,2%	20,1%	19,9%
EBIT	4 395	2 448	8 846	3 263	3 843
Zysk netto	3 212	1 371	7 025	2 646	2 956
P/E	8,3	19,5	3,8	10,1	9,0
P/BV	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	3,7	5,5	2,0	3,6	3,4
DPS	0,07	0,11	0,09	0,18	0,23
DYield	1,5%	2,4%	2,1%	3,9%	4,9%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA			+115,3%	0,0%	0,0%
Zysk netto			+293,5%	+2,7%	+2,7%
Brent (USD/Bbl)			+33,3%	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	5 880	6 538	7 251
EBITDA	7 115	5 504	12 213	6 717	7 332
wydobycie	5 019	3 360	1 887	2 682	3 541
obróć	-848	-470	7 723	1 013	830
dystribucja	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	-222	40	-1
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	45,4	4,9	3,5

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Brent (USD/Bbl)	40,0	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	34 727	33 339	36 918	37 202	35 087	35 572	35 807	36 086	36 132	36 174	36 174
EBITDA	11 644	6 318	6 946	6 499	6 881	7 084	7 172	7 270	7 116	7 010	7 010
marża EBITDA	33,5%	19,0%	18,8%	17,5%	19,6%	19,9%	20,0%	20,1%	19,7%	19,4%	19,4%
EBIT	8 846	3 263	3 843	3 285	3 007	3 141	3 137	3 112	2 843	3 390	2 636
Podatek	1 599	657	885	744	472	541	566	591	558	850	523
CAPEX	-5 103	-4 489	-5 110	-5 153	-4 600	-4 644	-4 508	-4 508	-4 460	-4 374	-4 374
Kapitał obrotowy	1 518	182	-468	-37	277	-63	-31	-36	-6	-5	-5
FCF	6 460	1 354	483	566	2 086	1 835	2 067	2 134	2 092	1 781	2 108
PV FCF	6 045	1 159	379	407	1 376	1 112	1 150	1 091	983	770	
WACC	9,2%	9,3%	9,2%	9,1%	9,0%	8,9%	8,9%	8,8%	8,8%	8,7%	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	11 440	5 975	5 691
CFO/EBITDA	82%	90%	94%	89%	78%
Capex	4 534	6 069	5 103	4 489	5 110
Kapitał obrotowy	5 358	6 059	4 541	4 360	4 828
Kapitał własny	36 634	38 108	44 585	46 176	47 810
Dług netto	-223	3 715	-1 974	-2 314	-1 473
Dług netto/EBITDA (x)	0,0	0,7	-0,2	-0,3	-0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	-3,5	3,1	2,6	2,9	2,9	2,4
Maksimum	39,2	22,5	16,0	15,8	13,0	11,9
Mediana	17,9	12,9	10,0	7,0	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	29 189
Dług netto	5 554
Inne korekty	-7
Wycena DCF na akcję (PLN)	4,09

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	6,80
DYield-porównawcza	17%	2,59
DCF	50%	4,09
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		5,23

PKN Orlen trzymaj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Wyższe ceny ropy oraz utrzymujące się fatalne odczyty marż rafineryjnych i dyferencjału skłoniły nas do rewizji założeń rentowności dla segmentu downstream na lata 2020-21. W efekcie obniżenia benchmarku o 1,5 USD/Bbl prognoza EBITDA LIFO spada w tym okresie o średniorocznie o 1 mld PLN. Jednocześnie jednak uwzględniamy już pełną konsolidację przejętej Energi (pro-forma od początku roku), co w efekcie wpływa na wzrost skonsolidowanego wyniku w stosunku do naszych poprzednich szacunków. Na poziomie raportowanych wyników EBITDA/EBIT uwzględniamy też księgowy zysk na okazyjnym przejęciu, który szacujemy na 4,6 mld PLN (nadwyżka aktywów netto ponad cenę nabycia), co przy niższym ujemnym efekcie LIFO (wyższe ceny ropy) wpływa na kolosalną różnicę na poziomie wyniku netto. Dodatni wpływ przejęcia Energi na nasz model DCF szacujemy na około 3 PLN/akcję, a przy metodzie mnożnikowej ten efekt jest nawet większy. W dużym stopniu jest to jednak zneutralizowane przez wspomnianą rewizję oczekiwań w obszarze rafineryjnym i finalnie nasza cena docelowa jest podwyższona tylko nieznacznie do 67,72 PLN. Przy obecnym kursie rynkowym utrzymujemy więc neutralną rekomendację. W krótkim terminie spodziewamy się, że sentyment do Spółki będzie pod presją z uwagi na trudne otoczenie makro w rafinerii i petrochemii (wydłużony okres powrotu do przedkryzysowych poziomów wykorzystania mocy i zaostrzającej się konkurencji) oraz słabe wyniki 2Q. W tych warunkach rynek może też negatywnie postrzegać przejęcie Lotosu z uwagi na perspektywę lewarowania bilansu w trudnych czasach i gorsze od oczekiwań wyniki przejmowanej spółki.

Cena bieżąca

63,28 PLN

potencjał zmiany
Cena docelowa

67,72 PLN

+7,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	67,72 PLN	2020-07-02
poprzednia	trzymaj	66,85 PLN	2020-06-03
Podstawowe dane			
	PKN PW	Zmiana 1M	-6,5% -9,5%
Ticker	PLPKN0000018	Zmiana YTD	-26,3% -12,9%
Liczba akcji (mln)	427,7	Średni obrót 1M	106,9 mln PLN
MC (mln PLN)	27 065,4	Średni obrót 6M	107,0 mln PLN
EV (mln PLN)	47 178,0	EV/EBITDA 12M fwd	4,2 -18,1%
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	80 713	77 690	94 361
EBITDA	9 888	8 862	10 438	7 927	10 141
marża EBITDA	9,0%	8,0%	12,9%	10,2%	10,7%
EBIT	7 215	5 365	5 486	2 683	4 412
Zysk netto	5 556	4 300	4 156	1 783	3 152
P/E	4,9	6,3	6,5	15,2	8,6
P/BV	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	3,3	3,8	4,5	6,1	4,9
DPS	3,00	3,50	1,00	1,00	2,50
DYield	4,7%	5,5%	1,6%	1,6%	4,0%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA LIFO			+13,5%	+15,7%	+26,8%
Zysk netto			-	-39,0%	+11,6%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			-27,3%	-25,0%	-8,3%
Marża petchem (USD/t)			-16,0%	-0,4%	-0,4%
USD/PLN			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
EBITDA LIFO skor.	8 448	9 364	8 032	8 027	9 241
rafineria	3 764	3 792	1 536	1 465	2 562
petchem	2 103	2 428	1 827	1 583	1 749
detal	2 781	3 067	2 814	2 993	3 037
upstream	305	331	166	165	267
energetyka	188	599	2 670	2 899	2 738
koszty ogólne	-693	-853	-981	-1 079	-1 111
EV/EBITDA LIFO skor.	4,0	3,7	6,0	6,1	5,5
Effekt LIFO	860	-148	-2 231	-100	900
Inne zd. jednorazowe	580	-354	4 637	0	0
Saldo finansowe	-104	-11	-353	-480	-518
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	4,3	4,0	1,8	1,8	3,0
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	4,0	4,5	5,5	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Marża petchem	359	271	294	305	305	305	305	305	305	305	304,6
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	80 713	77 690	94 361	95 343	96 072	96 846	97 562	97 440	97 852	98 265	98 265
EBITDA	5 800	7 927	10 141	10 334	10 826	11 019	10 966	10 904	10 948	10 990	10 990
marża EBITDA	7,2%	10,2%	10,7%	10,8%	11,3%	11,4%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
EBIT	5 486	2 683	4 412	4 316	5 089	5 271	5 161	5 020	4 946	4 839	4 795
Podatek	1 042	510	838	820	967	1 002	981	954	940	919	911
CAPEX	-8 309	-7 569	-7 487	-6 599	-6 197	-6 204	-6 208	-6 210	-6 207	-6 195	-6 195
Kapitał obrotowy	1 551	39	-2 413	-382	-194	-106	-96	6	-60	-61	-61
FCF	-11 093	-113	-598	2 532	3 469	3 707	3 680	3 746	3 741	3 815	3 823
PV FCF	-10 718	-102	-504	1 993	2 547	2 538	2 347	2 224	2 066	1 950	
WACC	7,1%	7,1%	7,0%	7,1%	7,2%	7,3%	7,3%	7,4%	7,5%	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	6 377	7 548	6 988
CFO/EBITDA LIFO skor.	59%	100%	79%	94%	76%
Capex	4 454	4 450	8 309	7 569	7 487
Kapitał obrotowy	11 144	9 611	9 531	9 492	11 905
Kapitał własny	35 727	38 596	42 326	43 684	45 768
Dług netto	5 599	6 446	18 252	19 181	21 268
Dług netto/EBITDA (x)	0,6	0,7	1,7	2,4	2,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	9,9	7,9	5,8	2,7	2,2	1,9
Maksimum	39,8	64,1	22,9	20,2	16,9	16,3
Mediana	19,4	10,8	7,6	7,2	6,3	5,1
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	32 204
Dług netto	6 446
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	60,22

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	67,18
DCF	50%	60,22
Cena wynikowa		63,70
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		67,72

Energetyka

CEZ

akumuluj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Podtrzymujemy naszą opinię, iż CEZ zasługuje na relatywnie wyższe wskaźniki EV/EBITDA z uwagi na niską emisyjność, zaadresowany temat dekarbonizacji, a udział bezpiecznych/czystych biznesów w EBITDA przekracza 50%. Dodatkowo oferowana stopa dywidendy znacznie przewyższa średnią dla indeksu Stoxx Utilities oraz stopę wolną od ryzyka i nie widzimy w średnim terminie zagrożeń dla utrzymania polityki w tym zakresie, szczególnie po ostatniej propozycji Zarządu. Wsparciem dla sentymentu może być intensyfikacja rozwoju OZE, zasilana środkami z funduszu modernizacyjnego. Pomaga też ostatnie potwierdzenie przez czeski rząd bezpiecznej dla Spółki formuły prowadzenia projektu jądrowego. W tym roku CEZ powinien kontynuować wzrost EBITDA za sprawą wyższych zabezpieczonych cen energii oraz zwiększonych wolumenów w generacji. Zaburzenie tego trendu w 2021 to efekt spadku WACC w dystrybucji (ale mniejszego niż pierwotnie można było oczekiwać przy jednoczesnej szybciej ścieżce domykania luki w WRA), 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. Utrzymujemy rekomendację akumuluj bez zmian.

Cena bieżąca

503,00 CZK

potencjał zmiany

Cena docelowa

514,80 CZK

+2,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	514,80 CZK	2020-06-03

Podstawowe dane			CEZ CP	vs. WIG
Ticker	CEZ CP	Zmiana 1M	+11,8%	+8,8%
ISIN	CZ0005112300	Zmiana YTD	+5,8%	+19,1%
Liczba akcji (mln)	538,0	Średni obrót 1M	120,3 mln CZK	
MC (mld CZK)	270,6	Średni obrót 6M	162,4 mln CZK	
EV (mld CZK)	435,0	EV/EBITDA 12M fwd	7,2	+1,5%
Free float	30,2%	EV/EBITDA 5Y avg	7,1	premia

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	26,2	18,8	12,4	17,4	22,9
P/BV	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1
EV/EBITDA	8,6	7,2	6,8	7,6	8,2
DPS	32,71	23,86	34,00	36,40	25,99
DYield	6,5%	4,7%	6,8%	7,2%	5,2%
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
obrót	4 280	3 748	3 650	6 227	6 646
pozostałe	1 281	1 372	1 442	1 343	1 291
Saldo finansowe	-6 242	-8 018	-7 627	-9 229	-10 076
Produkcja energii TWh	63,1	64,6	66,7	64,6	62,1
w tym OZE	4,3	5,0	5,1	5,1	5,1
Wolumen obrotu TWh	37,6	37,9	38,2	38,5	38,8
dynamika r/r	1,6%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
marża obrotu CZK/MWh	113,7	98,8	95,5	161,7	171,3
WRA w mld CZK	117,8	121,1	126,5	134,7	142,4
zwrot na WRA (EBIT)	11,1%	9,2%	11,3%	9,2%	8,8%

Model DCF

(mln CZK)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	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%
Zdykontowana wartość FCF	488 339
Dług netto	159 987
Inne korekty	-60 015
Wycena DCF na akcję (CZK)	498,78

Wycena

(CZK)	waga	cena
Porównawcza	33%	463,53
DYield-porównawcza	17%	502,33
DCF	50%	498,78
Koszt kapitału 9M		5,6%
Cena docelowa za 9M		514,80

Enea zawieszona (bez zmian)

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

W naszym ostatnim komentarzu specjalnym zaktualizowaliśmy prognozy finansowe dla Enei, ale niezmiennie nasza rekomendacja inwestycyjna pozostaje zawieszona do czasu oficjalnych rozstrzygnięć w zakresie polityki energetycznej i zaangażowania Spółki w budzące kontrowersje projekty inwestycyjne (atom, zgazowanie węgla, PGG). Wiele też będzie zależało od kształtu dyskutowanej transformacji sektora. We wspomnianym komentarzu, przy szeregu założeń, przeprowadziliśmy wycenę wskaźnikową dla scenariusza podzielenia koncernu na część „brudną” oraz „czystą”. Do części węglowej przypisaliliśmy dług netto do wysokości 3,0x EBITDA i zerową wartość equity, a do pozostałej części zaaplikowaliśmy wskaźnik 6,0x. Taka zmiana profilu inwestycyjnego skutkowałaby wzrostem wartości akcji Enei do 19 PLN, ale należy pamiętać, że konwergencja mnożników wyceny byłaby możliwa tylko przy konsekwentnym wdrażaniu takiego scenariusza. Rynek mając na uwadze dotychczasową politykę wobec akcjonariuszy mniejszościowych będzie z dużą ostrożnością podchodził do wszelkich „pozytywnych” zapowiedzi. W przypadku Enei ten sceptycyzm póki co jest największy, gdyż mimo ostatnich wzrostów „czysta” część jest wyceniana zaledwie na 2,7x EV/EBITDA vs średnia dla pozostałych na poziomie 4,3x. Nie widzimy uzasadnienia dla takiego dyskonta, szczególnie że profil tej docelowej spółki byłby bardzo zbliżony do tego w Tauronie czy Enerdze (EBITDA: 78% dystrybucja, 13% OZE, 9% obrót). Są to oczywiście nadal kalkulacje na wysokim poziomie abstrakcji. Jeśli chodzi o bardziej krótkoterminową perspektywę to wsparciem dla notowań powinny być wyższe od oczekiwanych wyniki tego roku oraz obiecująca perspektywa 2021 r.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
EBITDA skor.	2 413	3 285	3 156	3 550	3 413
EBITDA	2 348	3 410	3 156	3 550	3 413
wytwarzanie	869	1 594	1 295	1 672	1 516
wydobycie	470	771	599	586	586
dystrybucja	1 111	1 090	1 169	1 137	1 156
obróć	-76	23	59	139	140
pozostałe	-12	-43	34	16	14
Saldo finansowe	-168	-985	-99	-214	-199
Produkcja energii TWh	26,5	25,9	24,0	24,0	24,0
w tym OZE	2,0	2,3	2,3	2,3	2,3
Wolumen obrotu TWh	20,5	19,3	19,6	19,8	20,0
dynamika r/r	14,4%	-5,9%	1,9%	1,0%	1,0%
marża obrotu PLN/MWh	0,1	1,2	3,0	7,0	7,0
WRA w mld PLN	8,0	8,4	8,6	9,0	9,4
zwrot na WRA (EBIT)	7,2%	5,9%	6,4%	5,5%	5,5%

Cena bieżąca Cena docelowa

7,47 PLN

-

aktualna	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
	zawieszona		2020-06-23

Podstawowe dane	ENA PW	Zmiana 1M	ENA PW	vs. WIG
Ticker	ENA PW	Zmiana 1M	+20,5%	+17,5%
ISIN	PLENEA000013	Zmiana YTD	-5,6%	+7,7%
Liczba akcji (mln)	441,4	Średni obrót 1M		7,5 mln PLN
MC (mln PLN)	3 297,6	Średni obrót 6M		4,2 mln PLN
EV (mln PLN)	10 876,4	EV/EBITDA 12M fwd	3,6	-16,3%
Free float	48,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,3	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	12 673	16 401	17 810	15 893	15 758
EBITDA	2 348	3 410	3 156	3 550	3 413
marża EBITDA	18,5%	20,8%	17,7%	22,3%	21,7%
EBIT	1 037	1 857	1 497	1 847	1 719
Zysk netto	686	423	1 068	1 266	1 177
P/E	4,8	7,8	3,1	2,6	2,8
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	4,2	3,1	3,4	2,9	2,8
DPS	0,00	0,00	0,00	0,24	0,57
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	3,2%	7,7%
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	2 435	2 145	2 388	3 465	3 140
CFO/EBITDA	104%	63%	76%	98%	92%
Capex	1 979	2 077	2 643	2 330	2 107
Kapitał obrotowy	605	1 586	2 088	1 863	1 848
Kapitał własny	14 097	14 456	15 524	16 683	17 607
Dług netto	5 566	6 137	6 491	5 677	5 096
Dług netto/EBITDA (x)	2,4	1,8	2,1	1,6	1,5

Energa zawieszona (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Ostatni rajd na notowaniach spółek energetycznych ominął akcjonariuszy Energi, co zapewne było pochodną lepszego zachowania YTD, kiedy wezwanie Orlenu „uchroniło” Spółkę od dramatycznej przeceny WIG-Energia obserwowanej w okresie styczeń-kwiecień. Nie bez znaczenia mógł być także niższy free float (20%), aczkolwiek nie jest to decydujący argument biorąc pod uwagę fakt, że wartość akcji w wolnym obrocie to 0,7 mld PLN. Brak reakcji kursu na zapowiedź transformacji sektora jest dla nas zaskoczeniem, gdyż tak naprawdę Energa po rezygnacji z węglowego projektu Ostrołęka C ma profil już bardzo zbliżony do tego docelowego (śladowy udział wyniku opartego na generacji węglowej). W tym kontekście wycena Energi powinna więc niejako stanowić punkt odniesienia, do którego powinny dążyć pozostałe spółki z sektora, które są dopiero na samym początku drogi (na etapie koncepcji). Tymczasem po ostatnich wzrostach rynek wycenił wyżej docelową „czystą” część Tauronu, a wskaźnik EV/EBITDA dla Energi wynosił 4,7x, czyli znacznie poniżej benchmarków europejskich. Nasze kalkulacje, zaprezentowane w ostatnim komentarzu specjalnym wraz z szeregiem założeń, wskazują, że przy konwergencji tego mnożnika do 6,0x wartość akcji Energi wzrosłaby do 14 PLN. W krótkim terminie ważnym wydarzeniem może być ostateczny rezultat branżowych negocjacji z Regulatorem w sprawie kalkulacji taryf w dystrybucji energii. Wyniki bieżącego roku mogą być pod presją z uwagi na wpływ kryzysu COVID-19 (utrata regulowanych przychodów w dystrybucji, straty na zamykaniu części pozycji zabezpieczających na nieodebraną energię w kwietniu i maju).

Cena bieżąca

8,08 PLN

Cena docelowa

-

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	zawieszona		2020-06-03

Podstawowe dane	ENG PW	vs. WIG
Ticker	ENG PW	Zmiana 1M +1,0% -2,0%
ISIN	PLENERG00022	Zmiana YTD +14,1% +27,5%
Liczba akcji (mln)	414,1	Średni obrót 1M 2,0 mln PLN
MC (mln PLN)	3 345,7	Średni obrót 6M 4,0 mln PLN
EV (mln PLN)	9 683,7	EV/EBITDA 12M fwd 5,0 +14,9%
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	4,5	-	10,5	8,2	8,1
P/BV	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	4,2	4,7	5,1	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	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.	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
obróć	-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%

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

Rynek uwierzył w czerwcu w scenariusz transformacji, co zaowocowało skokiem notowań, ale jak pokazujemy w naszym ostatnim komentarzu specjalnym, konsekwentna realizacja koncepcji podziału koncernu na część czystą i brudną może wygenerować jeszcze sporo dodatkowej wartości. Przy szeregu założeń, przeprowadziliśmy wycenę wskaźnikową dla dwóch odseparowanych części koncernu. Do części węglowej przypisaliśmy dług netto do wysokości 3,0x EBITDA i zerową wartość equity, a do pozostałej części zaaplikowaliśmy wskaźnik 6,0x. Taka zmiana profilu inwestycyjnego skutkowałaby wzrostem wartości akcji PGE do 14,6 PLN. Tymczasem obecna waluacja koncernu implikuje wskaźnik EV/EBITDA dla tej wyodrębnionej w powyższy sposób „czystej” spółki na poziomie zaledwie 3,0x. Oczywiście konwergencja do benchmarków europejskich (CEZ 7,0x EV/EBITDA, mediana dla europejskich koncernów 9,0x) będzie przebiegała teraz stopniowo w miarę uwiarygodniania tego scenariusza transformacji w działaniach polityków i zarządów spółek. Na razie pomysły firmowane przez Prezesa PGE znalazły „uznanie” ministra aktywów państwowych i ministra klimatu, ale jesteśmy dopiero na początku drogi, w fazie opracowywania koncepcji. Ważny też będzie los projektu atomowego, który po ostatniej wizycie Prezydenta w USA został niejako reaktywowany, choć już bez finansowego udziału giełdowych spółek energetycznych (na ten moment takie padły deklaracje). Nadal nie wiemy też jaka będzie decyzja w sprawie nowej odkrywki Złoczew. W tym kontekście nasza rekomendacja pozostaje zawieszona.

Cena bieżąca

6,88 PLN

Cena docelowa

-

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

Podstawowe dane			PGE PW	vs. WIG
Ticker	PGE PW	Zmiana 1M	+30,2%	+27,2%
ISIN	PLPGER000010	Zmiana YTD	-13,6%	-0,3%
Liczba akcji (mln)	1 869,8	Średni obrót 1M		64,6 mln PLN
MC (mln PLN)	12 856,6	Średni obrót 6M		25,3 mln PLN
EV (mln PLN)	24 839,1	EV/EBITDA 12M fwd	4,3	+0,1%
Free float	42,6%	EV/EBITDA 5Y avg	4,3	premia

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	8,6	-	9,3	4,5	5,0
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	3,7	3,5	3,9	2,9	3,0
DPS	0,00	0,00	0,00	0,18	0,38
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	2,7%	5,6%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Energia (PLN/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

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

Bilans i CF

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

Tauron zawieszona (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Tauron okazał się największym wygranym ostatniego rajdu na WIG-Energia, gdyż rynek dość szybko zwizualizował sobie pozbycie się deficytowych kopalni i sprzedaż spółki ciepłowniczej po wysokiej cenie. Bez wątpienia scenariusz transformacji sektora, zarysowany przez Prezesa PGE, może w przypadku Tauronu wygenerować ogromną wartość dla akcjonariuszy. Warunkiem koniecznym do konwergencji na wskaźnikach wyceny jest jednak konsekwentna i kompleksowa realizacja tych założeń reformy, gdyż połowiczne rozwiązania (np. sprzedaż Tauron Ciepło czy oddanie 1-2 kopalni do SRK) nie zmienią postrzegania Spółki na dłuższą metę. W naszym ostatnim komentarzu specjalnym, przy szeregu założeń, przeprowadziliśmy wycenę wskaźnikową dla scenariusza podzielenia koncernu na część „brudną” (wytwarzanie konwencjonalne i wydobywanie) oraz czystą (OZE, dystrybucja, obrót). Do części węglowej przypisaliśmy dług netto do wysokości 3,0x EBITDA i zerową wartość equity, a do pozostałej części zaaplikowaliśmy wskaźnik 6,0x. Taka zmiana profilu inwestycyjnego skutkowałaby wzrostem wartości akcji Tauronu do 5,1 PLN, ale należy pamiętać że konwergencja mnożników wyceny do benchmarków europejskich to proces, który będzie wymagał uwiarygodnienia zapowiedzianego scenariusza transformacji. Tymczasem po ostatnich wzrostach, ta docelowa „czysta” część Tauronu jest wyceniana na poziomie 4,5x, czyli najwyżej w sektorze, bardzo blisko Energi, która praktycznie jest już po transformacji (po skasowaniu projektu Ostrołęka C). Przypominamy, że niezmiennie nasza rekomendacja inwestycyjna pozostaje zawieszona do czasu oficjalnych rozstrzygnięć w zakresie polityki energetycznej i decyzji w sprawie restrukturyzacji kopalni.

Rachunek wyników i dane operacyjne

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

Cena bieżąca Cena docelowa

2,35 PLN

-

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

Podstawowe dane		TPE PW	vs. WIG
Ticker	TPE PW	Zmiana 1M	+82,2% +79,2%
ISIN	PLTAURN00011	Zmiana YTD	+43,3% +56,7%
Liczba akcji (mln)	1 752,5	Średni obrót 1M	50,8 mln PLN
MC (mln PLN)	4 118,5	Średni obrót 6M	14,4 mln PLN
EV (mln PLN)	19 042,0	EV/EBITDA 12M fwd	5,2 +13,3%
Free float	59,6%	EV/EBITDA 5Y avg	4,6 premia

Prognozy 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	20,1	-	6,2	3,4	3,4
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	4,1	5,0	5,4	4,7	4,3
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz		2020P	2021P	2022P	
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	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 stabilny 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 warunki w kolejnej aukcji nie pogorszą się.

Cena bieżąca

25,82 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

24,10 PLN

-6,7%

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

Podstawowe dane			CPS PW	vs. WIG
Ticker	CPS PW	Zmiana 1M	-2,0%	-5,0%
ISIN	PLCFRPT00013	Zmiana YTD	-7,6%	+5,8%
Liczba akcji (mln)	639,5	Średni obrót 1M	16,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	16 513,0	Średni obrót 6M	16,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	29 245,4	EV/EBITDA 12M fwd	6,8	+0,8%
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	19,8	15,0	13,5	11,1	10,0
P/BV	1,2	1,2	1,1	1,1	1,0
EV/EBITDA	7,4	7,0	7,3	6,7	6,6
DPS	0,00	0,93	0,93	0,93	1,27
DYield	0,0%	3,6%	3,6%	3,6%	4,9%
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
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 Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Podtrzymujemy pozytywne podejście do Netii. Notowania spółki pogorszyły się od początku roku o 14% i były tylko nieznacznie lepsze od szerokiego rynku. Tymczasem 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 i sądzimy, że popyt na nie będzie widoczny także w kolejnych miesiącach. Spółka nie jest też w znacznym 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 = 4,1x, (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

3,80 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

4,40 PLN

+15,8%

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

Podstawowe dane			NET PW	vs. WIG
Ticker	NET PW	Zmiana 1M	-2,1%	-5,1%
ISIN	PLNETIA00014	Zmiana YTD	-14,0%	-0,7%
Liczba akcji (mln)	337,0	Średni obrót 1M		0,1 mln PLN
MC (mln PLN)	1 280,8	Średni obrót 6M		0,1 mln PLN
EV (mln PLN)	1 789,1	EV/EBITDA 12M fwd	3,5	-29,1%
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	19,8	26,9	24,5	22,1	21,3
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	4,1	3,9	4,1	3,8	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 (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Podniesienie poziomu cen w T-Mobile i Play, od którego doszło w czerwcu'20 jest dowodem na poprawę sytuacji na rynku telekomunikacyjnym i powinno wspierać sentyment także do Orange Polska. Po dobrym 1Q'20, kiedy to EBITDAaL była 6% wyższa R/R i wypadła powyżej oczekiwań rynku, oczekujemy także dobrych wyników finansowych za 2Q'20 (biorąc pod uwagę, że to kwartał najbardziej narażony na ryzyka związane z COVID-19). Widoczne powinny być zwłaszcza (1) silny popyt na usługi Internetu stacjonarnego, (2) poprawa prycingu zarówno na polu usług konwergentnych, jak i mono-usług oraz (3) niski churn. Z drugiej strony nieco negatywnie będzie na wyniki 2Q'20 niższy przychody z roamingu międzynarodowego. Niemniej jednak sam oczyszczony wynik eEBITDAaL powinien być wyższy R/R o ok. 4,0%. Powinno to wspierać sentyment do spółki. 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). Natomiast uważamy, że na chwilę obecną ryzyko jest już częściowo w cenach.

Cena bieżąca

6,32 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

6,90 PLN

+9,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	6,90 PLN	2020-06-03

Podstawowe dane			OPL PW	vs. WIG
Ticker	OPL PW	Zmiana 1M	-2,6%	-5,6%
ISIN	PLTLKPL00017	Zmiana YTD	-11,2%	+2,1%
Liczba akcji (mln)	1 312,0	Średni obrót 1M	11,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	8 291,8	Średni obrót 6M	14,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	16 615,6	EV/EBITDA 12M fwd	5,3	+13,8%
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	829,2	90,8	132,3	31,5	19,6
P/BV	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA	5,3	5,2	5,3	4,9	4,8
DPS	0,00	0,00	0,00	0,25	0,25
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	4,0%	4,0%
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
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%	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. Wg ostatnich doniesień prasowych, spółka pracuje nad sprzedażą swoich 8tys. wież. Cały proces miałby się formalnie odbyć na początku 2021 roku. Sprzedaż przyniosłaby spółce nawet 800 mln EUR. Uważamy, że ta informacja powinna wspierać notowania spółki. Ze względu na MSSF16, wycena mnożnikowa EV/EBITDA nie zmienia się istotnie po ewentualnej transakcji sprzedaży całości/części wież. Z drugiej strony, FCFE generowany przez Play wystarczy naszym zdaniem do obsługi dodatkowych płatności za wynajem infrastruktury pasywnej, bez żadnego uszczerbku na dywidendzie, a w spółce pozostałoby wysokie pokłady gotówki. Podkreślamy także znaczną dysproporcję pomiędzy wycenami telekomów i spółek infrastrukturalnych (5-6x na EV/EBITDA vs. >15,0x). Sam Play jest obecnie notowany na atrakcyjnych poziomach wskaźnika EV/EBITDA rzędu 5,9/5,5x na lata 2020 i 2021. 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

31,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

35,70 PLN

+15,2%

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

Podstawowe dane		PLY PW	vs. WIG
Ticker	PLY PW	Zmiana 1M	+5,8% +2,8%
ISIN	LU1642887738	Zmiana YTD	-7,0% +6,3%
Liczba akcji (mln)	253,7	Średni obrót 1M	17,8 mln PLN
MC (mln PLN)	7 864,7	Średni obrót 6M	21,0 mln PLN
EV (mln PLN)	14 640,4	EV/EBITDA 12M fwd	5,5 -5,4%
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	10,6	9,1	8,5	8,4	8,3
P/BV	-	24,5	9,5	5,8	4,2
EV/EBITDA	6,7	6,0	5,9	5,5	5,4
DPS	2,57	1,45	1,65	1,65	1,65
DYield	8,3%	4,7%	5,3%	5,3%	5,3%
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
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
obrót 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%
Zdyskontowana 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 (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Podtrzymujemy neutralne nastawienie do Agory. W czerwcu spółka poinformowała o niewypłacie dywidendy za 2019 r. – zgodnie z naszymi oczekiwaniami. Ostatnio Agora realizowała dezinwestycję niekluczowych aktywów: Foodio Concept i Auto Centrum. Jednak sądzimy, że spółka nie ma potencjału do wzrostów, a wyniki za 2Q'20 będą słabe. Już w 1Q'20 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%. Okresy 2Q'20 i 3Q'20 pod względem wyników kina będą bardzo trudne, co będzie rzutować na sentyment do spółki. Dodatkowo rynek reklamy będzie bardzo słaby w całym 2020 r. (sama Agora podała szacunki spadku na poziomie 20-25%, nasza prognoza to obecnie -19% R/R). Przypominamy też, 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

8,18 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

8,60 PLN

+5,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	8,60 PLN	2020-06-03

Podstawowe dane			AGO PW	vs. WIG
Ticker	AGO PW	Zmiana 1M	-0,7%	-3,7%
ISIN	PLAGORA00067	Zmiana YTD	-21,3%	-8,0%
Liczba akcji (mln)	46,6	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	381,0	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 155,8	EV/EBITDA 12M fwd	7,1	+30,1%
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	83,3	107,7	-	-	-
P/BV	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	4,5	5,9	20,8	7,8	6,1
DPS	0,50	0,50	0,00	0,00	0,50
DYield	6,1%	6,1%	0,0%	0,0%	6,1%
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 Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Notowania Wirtualnej Polski spadły w ciągu miesiąca o blisko 10% i były gorsze od szerokiego rynku. Pomimo tego podtrzymujemy nasze negatywne niekonsensusowe podejście do spółki i uważamy, że potencjał do dalszych spadków jej kursu nie wyczerpał się. Estymujemy, że w 2020 r. Wirtualna Polska wygeneruje wynik skorygowana EBITDA rzędu 169 mln PLN, co implikuje roczną dynamikę -23%. Za ponad połowę spadku odpowiedzialna będzie strata wygenerowana przez wakacje.pl w 2020 r. Dodatkowo spodziewamy się znacznego ochłodzenia się koniunktury na rynku reklamy online w całym 2020 r. Prognozujemy poprawę wyników finansowych spółki w 2021 r. jednak CAGR wyniku EBITDA 19-21 wynosi tylko 0,0%. Stąd, uważamy że inwestycja w walory WPL jest obecnie nieatrakcyjna, także biorąc pod uwagę dość wysokie poziomy wskaźnika EV/EBITDA'20/'21 na tle branży, dość niski CFCE Yield oraz wejście Cyfrowego Polsatu na główny rynek działalności Wirtualnej Polski.

Cena bieżąca

68,40 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

63,10 PLN

-7,7%

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

Podstawowe dane			WPL PW	vs. WIG
Ticker	WPL PW	Zmiana 1M	-9,5%	-12,5%
ISIN	PLWRTPL00027	Zmiana YTD	-2,0%	+11,4%
Liczba akcji (mln)	29,7	Średni obrót 1M		0,8 mln PLN
MC (mln PLN)	2 028,1	Średni obrót 6M		1,4 mln PLN
EV (mln PLN)	2 344,2	EV/EBITDA 12M fwd	10,2	-0,1%
Free float	53,0%	EV/EBITDA 5Y avg	10,2	dyskonto

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	27,4	29,4	34,8	20,1	16,7
P/BV	4,3	4,0	3,7	3,3	3,0
EV/EBITDA	14,4	11,4	13,9	10,5	9,2
DPS	0,96	1,00	1,00	1,00	1,72
DYield	1,4%	1,5%	1,5%	1,5%	2,5%
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

Model DCF

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

Bilans i CF

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

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	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%

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 (bez zmian)

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

Notowania Asseco Poland spadły w ciągu miesiąca o 3,8%. Choć potencjał do osiągnięcia naszej ceny docelowej jest niewielki (tj. +0,1%), to uważamy, że spółka może zachowywać się lepiej na tle rynku w średnim terminie. 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 była 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. Pod uwagę należy wziąć także wzrost wyceny giełdowej Formula Systems (w ciągu ostatniego roku >50%) oraz docenić defensywny charakter spółki i wysoką dywidendę wypłacaną corocznie przez spółkę.

Cena bieżąca 68,30 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 68,39 PLN **+0,1%**

rekomendacja **cena docelowa** **data wydania**
aktualna **trzymaj** **68,39 PLN** **2020-06-03**

Podstawowe dane			ACP PW	vs. WIG
Ticker	ACP PW	Zmiana 1M	-3,8%	-6,8%
ISIN	PLSOFTB000016	Zmiana YTD	+12,6%	+26,0%
Liczba akcji (mln)	83,0	Średni obrót 1M	6,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	5 668,9	Średni obrót 6M	6,3 mln PLN	
		P/E 12M fwd	14,3	+13,2%
Free float	68,0%	P/E 5Y avg	12,7	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	17,0	17,6	17,8	15,8	14,6
P/BV	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9
P/S	0,61	0,53	0,52	0,52	0,50
DPS	3,01	3,07	3,01	3,01	3,01
DYield	4,4%	4,5%	4,4%	4,4%	4,4%
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 brutto			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

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*		68,39

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 = 7,9x, jednak spadek wyników R/R może ochłodzić sentyment inwestorów do spółki. Comarch pomimo bardzo 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

217,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

220,30 PLN

+1,5%

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

Podstawowe dane			CMR PW	vs. WIG
Ticker	CMR PW	Zmiana 1M	+5,9%	+2,9%
ISIN	PLCOMAR00012	Zmiana YTD	+16,0%	+29,4%
Liczba akcji (mln)	8,1	Średni obrót 1M		1,4 mln PLN
MC (mln PLN)	1 764,9	Średni obrót 6M		1,1 mln PLN
EV (mln PLN)	1 679,5	EV/EBITDA 12M fwd	6,5	-10,7%
Free float	60,9%	EV/EBITDA 5Y avg	7,3	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	57,6	16,8	23,9	17,1	16,4
P/BV	2,0	1,8	1,7	1,6	1,4
EV/EBITDA	12,0	7,6	7,9	7,1	6,7
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 (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

29 czerwca 2020 roku spółka zorganizowała doroczną konferencję inwestorską, na której zarząd poinformował o obecnych planach wydawniczych. Przed wydarzeniem kurs 11B zyskał 25% od początku czerwca, a inwestorzy mogli dyskontować potencjalne opublikowanie dodatkowych informacji o Projekt 8. Informacja o zmianie silnika gry Projekt 8 na Unreal Engine od Epic Games oraz potrzebie wydłużenia okresu produkcji gry została negatywnie odebrana przez inwestorów. Podczas konferencji 11B poinformowało o podpisanych czterech umowach wydawniczych oraz o rozmowach w sprawie piątej gry. W 2020 roku wydany zostanie trzeci dodatek do Frostpunk. W Spółka poinformowała o nawiązaniu współpracy z NetEase przy tworzeniu mobilnej wersji Frostpunk (planowana premiera w 2021 roku) oraz przy marketingu i PR na rynku Chińskim. W 2021 roku planowane jest również wydanie jednego z projektów wydawniczych. Zgodnie z informacjami przekazanymi przez spółkę budżety projektów wydawniczych są znacznie wyższe niż w przypadku poprzednich gier z segmentu. Oczekujemy, że w 2022 roku będą miały miejsce dwie premiery z segmentu wydawniczego oraz premiera Projektu 8. Uważamy, że wysoki wynik z 1Q'20 nie jest do powtórzenia w kolejnych kwartałach 2020 roku. Naszym zdaniem po spadkach kursu spółka jest odpowiednio wyceniona.

Cena bieżąca

525,00 PLN

potencjał zmiany
Cena docelowa

476,00 PLN

-9,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	476,00 PLN	2020-06-03

Podstawowe dane		11B PW	vs. WIG
Ticker	11B PW	Zmiana 1M	+12,3% +9,3%
ISIN	PL11BTS00015	Zmiana YTD	+31,3% +44,6%
Liczba akcji (mln)	2,4	Średni obrót 1M	13,3 mln PLN
MC (mln PLN)	1 279,5	Średni obrót 6M	7,3 mln PLN
EV (mln PLN)	1 181,9	EV/EBITDA 12M fwd	39,9 +197,2%
Free float	79,4%	EV/EBITDA 5Y avg	13,4 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	24,2	61,4	43,3	79,2	10,3
P/BV	13,4	10,7	8,4	7,6	4,4
EV/EBITDA	22,5	39,9	28,8	45,3	7,6
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	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Frostpunk (S)		0,0%	0,0%	0,0%	
Projekt 8 (S)		0,0%	0,0%	0,0%	
Wydawnicza (S)		0,0%	0,0%	0,0%	

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	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 (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Dnia 18 czerwca spółka podjęła decyzję o drugim przesunięciu premiery gry Cyberpunk 2077 z 17 września na 19 listopada 2020. 25 czerwca 2020 roku odbył się Night City Wire, podczas którego CD Projekt podał dodatkowe informacje o rozgrywce Cyberpunk 2077 oraz opublikował nowy zwiastun gry. W czerwcu CD Projekt przeprowadził szereg sesji hands-on dla dziennikarzy i specjalistów branżowych. Pierwsze preview opublikowane przez dziennikarzy w większości są pozytywne i wskazują na bardzo dużą różnorodność rozgrywki, innowacyjność zastosowanych mechanik oraz sposób prowadzenia gracza przez fabułę. Z drugiej strony przewijają się opinie o ilości błędów do poprawienia oraz o potencjalnych problemach z optymalizacją gry na konsole obecnej generacji. Zgodnie z komentarzem spółki nadal prowadzone są prace optymalizacyjne oraz eliminacja błędów w grze. Oczekujemy zwiększenia aktywności CD Projekt na polu marketingowym w kolejnych miesiącach. Dalsze budowanie hype powinno pozytywnie wpływać na zachowanie się kursu spółki. Naszym zdaniem obecny kurs akcji dyskontuje duży sukces gry Cyberpunk 2077 i widzimy ograniczone pole do pozytywnego zaskoczenia. Pozostawiamy naszą rekomendację trzymaj bez zmian.

Cena bieżąca
Cena docelowa

403,20 PLN **potencjał zmiany**
388,10 PLN **-3,7%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	388,10 PLN	2020-06-03

Podstawowe dane		CDR PW	vs. WIG
Ticker	CDR PW	Zmiana 1M	+1,6% -1,4%
ISIN	PLOPTTC00011	Zmiana YTD	+44,3% +57,6%
Liczba akcji (mln)	102,1	Średni obrót 1M	130,0 mln PLN
MC (mln PLN)	41 174,8	Średni obrót 6M	132,3 mln PLN
EV (mln PLN)	37 926,5	EV/EBITDA 12M fwd	16,2 -31,6%
Free float	70,1%	EV/EBITDA 5Y avg	23,7 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	-	-	13,9	23,6	39,6
P/BV	38,6	35,1	10,1	7,1	6,0
EV/EBITDA	325,2	203,1	11,7	19,7	33,2
DPS	0,00	1,05	0,00	14,47	0,00
DYield	0,0%	0,3%	0,0%	3,6%	0,0%
Zmiana prognoz		2020P	2021P	2022P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
W3 (S)		0,0%	0,0%	0,0%	
Gwint (S)		0,0%	0,0%	0,0%	
C2077 (S)		0,0%	0,0%	0,0%	

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
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%
CFO/EBITDA	95%	95%	95%	89%	95%

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%

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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	5,0%
Zdyskontowana 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 akumuluj (obniżona)

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 kwietniu (zaraportowana przez spółkę) i 214%/267% r/r odpowiednio w maju/czerwcu (szacunki Sensor Tower). Naszym zdaniem obecne inwestycje w pozyskiwanie graczy wpłyną nie tylko na pozyskanie graczy w bieżącym okresie, ale również na podwyższonej liczbie 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 pod uwagę wzrost kursu od wydania naszej ostatniej rekomendacji obniżamy zalecenie inwestycyjne z kupuj do akumuluj bez zmiany ceny docelowej.

Cena bieżąca

548,00 PLN

potencjał zmiany
Cena docelowa

592,00 PLN

+8,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	akumuluj	592,00 PLN	2020-07-02
poprzednia	kupuj	592,00 PLN	2020-06-03
Podstawowe dane			
	TEN PW	Zmiana 1M	+4,6% +1,6%
ISIN	PLTSQGM00016	Zmiana YTD	+182,2% +195,5%
Liczba akcji (mln)	7,4	Średni obrót 1M	13,6 mln PLN
MC (mln PLN)	4 058,0	Średni obrót 6M	11,6 mln PLN
EV (mln PLN)	3 855,1	EV/EBITDA 12M fwd	16,2 +28,0%
Free float	49,9%	EV/EBITDA 5Y avg	12,7 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	-	52,2	22,7	17,5	15,7
P/BV	94,7	43,3	16,6	11,9	9,5
EV/EBITDA	87,7	45,6	19,3	14,4	12,7
DPS	0,87	3,75	3,70	18,09	23,47
DYield	0,2%	0,7%	0,7%	3,3%	4,3%
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 inv.	-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%
CFO/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

1,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

0,94 PLN

-6,0%

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

Podstawowe dane			COG PW	vs. WIG
Ticker	COG PW	Zmiana 1M	+2,0%	-1,0%
ISIN	PLCNTSL00014	Zmiana YTD	-19,4%	-6,0%
Liczba akcji (mln)	175,0	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	175,0	Średni obrót 6M	0,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	440,6	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.	1,9	15,6	82,1	328,8	-
P/BV	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA skor.	2,0	4,5	6,3	6,4	6,5
DPS	0,07	0,21	0,00	0,00	0,00
DYield	6,8%	20,6%	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. Ferrostał (tys. ton)	401	424	371	456	502
Wol. HSJ (tys. ton)	237	237	228	250	255
Wol. Złomrex (tys. ton)	173	142	145	148	151
Spread Ferrostał (PLN/t)	1 191	1 127	1 107	1 126	1 140
Spread HSJ (PLN/t)	1 723	1 508	1 255	1 266	1 279
Przepływy oper.	232	142	48	66	62
Amortyzacja	44	46	48	47	45
Kapitał obrotowy	44	61	-21	0	-1
Przepływy 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%
Zdykontowana 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 (prawie 8 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. Grupa Famur według naszych prognoz odnotuje w 2020 roku 45% spadek przychodów ze sprzedaży. Grupa w okresie spowolnienia wchodzi z silnym bilansem – zakładamy, że pomimo opóźnień w regulowaniu zobowiązań wskaźnik DN/EBITDA'20 będzie na poziomie jedynie 0,3x. Zarząd jednak zrezygnował z wypłaty dywidendy, a naszym zdaniem również w 2021 roku wypłata zostanie ograniczona do 50% zysku Grupy. 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.

Wyniki i przepływy operacyjne

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

Model DCF

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

Cena bieżąca

2,27 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

2,20 PLN

-3,1%

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

Podstawowe dane	FMF PW	vs. WIG
Ticker	FMF PW	Zmiana 1M -7,3% -10,3%
ISIN	PLFAMUR00012	Zmiana YTD -23,8% -10,5%
Liczba akcji (mln)	574,8	Średni obrót 1M 1,6 mln PLN
MC (mln PLN)	1 304,7	Średni obrót 6M 1,0 mln PLN
EV (mln PLN)	1 404,1	EV/EBITDA 12M fwd 3,7 -32,9%
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	6,3	5,3	9,5	12,2	11,3
P/BV	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	3,2	3,3	4,2	4,3	4,1
DPS	0,44	0,53	0,00	0,12	0,14
DYield	19,4%	23,4%	0,0%	5,2%	6,2%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Obroty Underground			0,0%	0,0%	0,0%
Marża Underground			0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
DPS			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.

Bilans

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

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Grupa Kęty trzymaj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Wstępne wyniki Grupy Kęty za 2Q'20 trzeba ocenić jako fenomenalne w świetle widocznych w danych GUS spadków produkcji wyrobów z aluminium w Polsce oraz konserwatywnych oczekiwań Zarządu z konferencji po 1Q'20. Mimo zamrożenia gospodarki w pierwszej połowie 2Q'20 segment wyrobów aluminiowych, który jest papierkiem lakmusowym na gospodarkę zanotował 3% r/r wzrost ilości sprzedaży (prawdopodobnie wzrost udziałów rynkowych), a opakowania giętkie zwiększyły sprzedaż dzięki zakończonym w 4Q'19 inwestycjom. Mimo spadku cen aluminium i sygnałów o absencji pracowników na budowach, segment systemów aluminiowych zanotował stabilną sprzedaż w ujęciu r/r. Oczekujemy, że w kolejnych kwartałach wynikiom dalej pomagać będą niskie ceny aluminium w PLN oraz słaba wartość PLN do EUR. W efekcie szacujemy, że w 3Q'20 EBITDA wzrośnie o 6% r/r, a w 4Q'20 o 9% r/r. Bardzo dobre wyniki za IH'20 naszym zdaniem wykorzystają akcjonariusze na WZA (20.08) żądając wypłaty nawet 85% wyniku netto za 2019 rok (26,16 PLN) akcja, co przy bieżącym kursie daje stopę dywidendy na poziomie 6%. Po wynikach za 2Q'20 Grupa Kęty pozytywnie wyróżnia się na tle spółek sektora przemysłowego. Prawdopodobny wzrost wyników w dwóch kolejnych kwartałach, spekulacje o dywidendzie za 2019 rok i perspektywa rewizji w górę prognozy Zarządu, naszym zdaniem pozytywnie będą wpływać na sentyment inwestorów do Grupy Kęty. Ryzykiem w długim terminie pozostaje spadek zainteresowania inwestycjami w obiekty użyteczności publicznej (restauracje, hotele, biurowce), a w efekcie spadek popytu na systemy aluminiowe. Nie zmieniamy naszej ceny docelowej (453,70 PLN/akcja) oraz rekomendacji trzymaj.

Cena bieżąca

445,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

453,70 PLN

+2,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	453,70 PLN	2020-06-25

Podstawowe dane		KTY PW	vs. WIG
Ticker	KTY PW	Zmiana 1M	+25,7% +22,7%
ISIN	PLKETY000011	Zmiana YTD	+28,6% +42,0%
Liczba akcji (mln)	9,6	Średni obrót 1M	3,0 mln PLN
MC (mln PLN)	4 263,9	Średni obrót 6M	2,1 mln PLN
EV (mln PLN)	5 045,0	EV/EBITDA 12M fwd	9,3 +2,7%
Free float	42,0%	EV/EBITDA 5Y avg	9,0 premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	2 994	3 204	3 275	3 352	3 385
EBITDA	463	523	623	547	542
marża EBITDA	15,5%	16,3%	19,0%	16,3%	16,0%
EBIT	338	385	481	403	405
Zysk netto	268	295	377	313	315
P/E	15,8	14,4	11,3	13,6	13,6
P/BV	3,0	2,9	2,7	2,6	2,5
EV/EBITDA	10,8	9,5	8,1	9,3	9,2
DPS	23,94	23,99	26,16	31,47	26,13
DYield	5,4%	5,4%	5,9%	7,1%	5,9%
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	216	176	171
EBITDA SWW	163	152	156	146	146
EBITDA SSA	190	237	263	238	237
EBITDA pozostałe	-8	-14	-12	-12	-12
EBITDA/użyte aluminium	5	6	6	5	5
Przepływy oper.	293	563	365	450	453
Amortyzacja	126	138	141	144	137
Kapitał obrotowy	-114	86	-113	-20	-10
Przepływy inv.	-229	-244	-175	-150	-120
CAPEX	229	244	175	150	120
Przepływy fin.	-43	-316	-266	-318	-296
Dywidenda/buyback	-229	-229	-251	-302	-250
FCF	72	296	246	303	338
FCF/EBITDA	15%	57%	40%	55%	62%
CFO/EBITDA	63%	108%	59%	82%	84%

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)	101	102	104	106	107	109	111	112	114	116	118
Przychody	3 275	3 352	3 385	3 422	3 459	3 497	3 536	3 575	3 615	3 656	3 698
EBITDA	623	547	542	537	535	535	535	536	537	539	541
marża EBITDA	19,0%	16,3%	16,0%	15,7%	15,5%	15,3%	15,1%	15,0%	14,9%	14,7%	14,6%
EBIT	481	403	405	404	402	401	400	399	398	400	406
Podatek	89	74	74	74	74	74	74	74	74	74	75
CAPEX	-175	-150	-120	-122	-125	-127	-130	-132	-135	-135	-135
Kapitał obrotowy	-113	-20	-10	-11	-11	-11	-11	-12	-12	-12	-12
FCF	246	303	338	330	325	322	320	318	317	318	318
PV FCF	237	270	278	250	227	208	190	174	159	146	
WACC	8,1%	8,1%	8,2%	8,2%	8,3%	8,3%	8,4%	8,4%	8,4%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa	2 780	2 779	2 918	2 935	2 970
Aktywa trwałe	1 575	1 680	1 770	1 779	1 766
Kapitał własny	1 396	1 477	1 603	1 615	1 679
Udział mniejszości	1	1	2	2	3
Dług netto	774	703	779	797	730
Dług netto/EBITDA (x)	1,7	1,3	1,3	1,5	1,3
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	4,7	4,0	3,4	3,6	3,4	3,1
Maksimum	31,1	47,0	92,4	18,1	12,7	10,0
Mediana	18,6	14,5	10,8	11,3	7,8	5,5
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana wartość FCF	2 138
Dług netto	703
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	383,86

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	468,27
DCF	50%	383,86
Cena wynikowa		426,06
Koszt kapitału 9M		6,5%
Cena docelowa za 9M		453,70

Kernel trzymaj (bez zmian)

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

Przesunięcie części CAPEX na 2021 rok oznacza, że wolne przepływy pieniężne będą pod presją kolejny rok z rządu (FCF/EV -2% w 2020 i +2% w 2021 roku). Dodatkowo zakładamy, że dług netto w relacji do EBITDA będzie się utrzymywał powyżej 3,0x w 2020 i 2021 roku, co nie pozwoli na szybkie zwiększenie wartości wypłacanej dywidendy. W 2Q'20 oczekujemy, że Spółka zaraportuje zbliżone r/r wyniki finansowe. Wówczas prawdopodobnie będziemy dysponować większą ilością informacji na temat zbiorów na Ukrainie, które ukształtują wyniki 2021 roku. Nie zmieniamy naszej ceny docelowej (44,58 PLN/akcja) oraz rekomendacji trzymaj.

Cena bieżąca	41,50 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	44,58 PLN	+7,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	44,58 PLN	2020-06-03

Podstawowe dane			KER PW	vs. WIG
Ticker	KER PW	Zmiana 1M	-1,2%	-4,2%
ISIN	LU0327357389	Zmiana YTD	-7,8%	+5,6%
Liczba akcji (mln)	84,0	Średni obrót 1M	1,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 487,3	Średni obrót 6M	2,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	8 461,7	EV/EBITDA 12M fwd	4,9	+9,2%
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	16,5	4,6	9,0	6,1	5,6
P/BV	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	6,7	4,5	5,9	5,7	5,4
DPS	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
DYield	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%

Zmiana prognoz	19/20P	20/21P	21/22P
EBITDA	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto	0,0%	0,0%	0,0%
Marża olej (USD/t)	0,0%	0,0%	0,0%
Marża infrastruktura (USD/t)	0,0%	0,0%	0,0%
Marża rolnictwo (USD/t)	0,0%	0,0%	0,0%
Sprzerób słonecznika (tys. Ton)	0,0%	0,0%	0,0%
Wolumen rolnictwo (tys. Ton)	0,0%	0,0%	0,0%
Wolumen infrastruktura (tys. Ton)	0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln USD)	17/18	18/19	19/20P	20/21P	20/21P
EBITDA 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 inw.	-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%
CFO/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%
Zdykontowana 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 redukuje (obniżona)

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

Majowe wyniki przewozowe potwierdzają bardzo trudne warunki operacyjne dla PKP Cargo. Praca przewozowa wykonana przez jednostkę w maju spadła o 22,3% r/r (vs. rynek -12,5% r/r), zaś masa przewiezionych towarów spadła o 24,5% r/r (vs. rynek -14,3% r/r). Na poziomie całej Grupy PKP Cargo w pierwszych 5 miesiącach roku masa towarowa jest niższa r/r o 22,2% (32,9 mln ton), a praca przewozowa jest niższa r/r o 21,4% (8,4 mld tkm). Dynamika spadku większa od całego rynku spowodowała, że YTD udział rynkowy jednostki PKP Cargo wynosi już tylko 36,3% dla masy i 40,9% dla pracy. Gros negatywnych czynników przewozowych dla spółki cały czas się utrzymuje: w ArcelorMittal trwa przestój ekonomiczny, który opóźnia potencjalne ponowne uruchomienie krakowskiego pieca, popyt na energię elektryczną jest aktualnie o 5-10% niższy r/r, wydobycie węgla w kopalniach jest ograniczane, a inwestycje infrastrukturalne są opóźnione (np. prezes PKP PLK zapowiedział realizację w 2020 r. inwestycji wg planu „minimum” za 12-13 mld PLN, a nie jak wcześniej oczekiwano „maksimum” za 15 mld PLN). Pod koniec czerwca spółka otrzymała z FGŚP dofinansowanie 34,1 mln PLN (pierwsza z trzech transz z wnioskowanej kwoty). Pomimo tych środków, naszym zdaniem wyniki 2Q'20 będą pod dalszą, znaczącą presją słabych przewozów i wysokiej bazy kosztowej, a Grupa na koniec kwartału będzie blisko maksymalnego poziomu kowenantów z umów kredytowych dla wskaźnika zadłużenia netto/EBITDA. W najbliższym czasie nie oczekujemy poprawy sentymentu wokół spółki. Uwzględniając wzrost ceny od czasu wydania naszej ostatniej rekomendacji obniżamy zalecenie inwestycyjne z trzymaj do redukuje bez zmiany ceny docelowej.

Cena bieżąca	14,04 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	12,37 PLN	-11,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	redukuj	12,37 PLN	2020-07-02	
poprzednia	trzymaj	12,37 PLN	2020-05-05	
Podstawowe dane			PKP PW	vs. WIG
Ticker	PKP PW	Zmiana 1M	+11,4%	+8,4%
ISIN	PLPKPCR00011	Zmiana YTD	-31,5%	-18,1%
Liczba akcji (mln)	44,8	Średni obrót 1M		4,4 mln PLN
MC (mln PLN)	628,8	Średni obrót 6M		2,3 mln PLN
EV (mln PLN)	2 704,2	EV/EBITDA 12M fwd	3,8	-1,9%
Free float	67,0%	EV/EBITDA 5Y avg	3,9	dyskonto

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.	2,6	110,3	-	-	-
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA skor.	1,6	3,3	5,4	4,7	4,4
DPS	0,00	1,50	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	10,7%	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%

Wyniki i przepływy operacyjne

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

Model DCF

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

Bilans

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

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Handel

Dino

sprzedaj (obniżona)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Kurs Dino wyznaczył historyczne maksima w czerwcu. Wspierająco na kurs akcji wpływają dobre wyniki 1Q 2020 (powyżej oczekiwań rynkowych) oraz relatywnie dobre wyniki na tle innych spółek. Spółka na 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 inflacją 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. Uwzględniając wzrost ceny od czasu wydania naszej ostatniej rekomendacji obniżamy zalecenie inwestycyjne z redukuj do sprzedaj bez zmiany ceny docelowej.

Cena bieżąca

199,10 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

155,60 PLN

-21,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	sprzedaj	155,60 PLN	2020-07-02	
poprzednia	redukuj	155,60 PLN	2020-06-03	
Podstawowe dane			DNP PW	vs. WIG
Ticker	DNP PW	Zmiana 1M	+8,9%	+5,9%
ISIN	PLDINPL00011	Zmiana YTD	+38,3%	+51,6%
Liczba akcji (mln)	98,0	Średni obrót 1M	40,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	19 519,8	Średni obrót 6M	37,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	19 760,6	EV/EBITDA 12M fwd	18,8	+15,8%
Free float	48,9%	EV/EBITDA 5Y avg	16,2	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	63,5	48,4	35,2	26,3	21,5
P/BV	16,1	12,0	8,9	6,7	5,1
EV/EBITDA	37,1	27,7	20,9	16,3	13,1
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Liczba sklepów			0,0%	0,0%	0,0%
sprzedaż/mkw/			0,0%	0,0%	0,0%
marża EBITDA			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.

Wyniki i przepływy operacyjne (bez MSSF 16)

(mln PLN)	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
narzut 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 kupuj (podwyższona)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Kurs spółki cofnął się w czerwcu pod oczekiwania słabych wyników za 2Q'20. Rezultaty spółki w 1Q'20 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, niższy efekt zwiększonego popytu w związku z COVID-19 oraz niższy popyt w maju-czerwcu r/r ze względu na niesprzyjające warunki pogodowe. Efekt wysokiej bazy powinien wpływać na poziom sprzedaży porównywalnej. 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). Uwzględniając spadek kursu od wydania naszej ostatniej rekomendacji, podwyższamy zalecenie inwestycyjne z akumuluj do kupuj bez zmiany ceny docelowej.

Cena bieżąca

17,34 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

19,90 PLN

+14,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	19,90 PLN	2020-07-02	
poprzednia	akumuluj	19,90 PLN	2020-06-03	
Podstawowe dane		EUR PW	vs. WIG	
Ticker	EUR PW	Zmiana 1M	-6,3%	-9,3%
ISIN	PLEURCH00011	Zmiana YTD	-20,6%	-7,2%
Liczba akcji (mln)	139,2	Średni obrót 1M		6,7 mln PLN
MC (mln PLN)	2 413,1	Średni obrót 6M		8,5 mln PLN
EV (mln PLN)	3 026,5	EV/EBITDA 12M fwd	5,0	-47,3%
Free float	56,0%	EV/EBITDA 5Y avg	9,5	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.	36,1	24,0	19,1	13,9	12,2
P/BV	2,3	2,5	2,8	3,0	3,0
EV/EBITDA skor.	8,3	7,5	7,0	6,5	6,0
DPS	0,76	1,03	0,50	0,50	0,50
DYield	4,4%	5,9%	2,9%	2,9%	2,9%
Zmiana prognoz		2020P	2021P	2022P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Hurt (EBITDA)		0,0%	0,0%	0,0%	
Detal (EBITDA)		0,0%	0,0%	0,0%	
Projekty (EBITDA)		0,0%	0,0%	0,0%	

Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
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 inv.	-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

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	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%
Zdyskontowana 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 (bez zmian)

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. Oczekujemy, że wyniki za 2Q'20 będą słabe, a spółka powinna odnotować poprawę rezultatów od 3Q'20.

Cena bieżąca

15,13 EUR

potencjał zmiany
Cena docelowa

15,30 EUR

+1,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	15,30 EUR	2020-06-03

Podstawowe dane			JMT PL	vs. WIG
Ticker	JMT PL	Zmiana 1M	-1,5%	-4,5%
ISIN	PTJMT0AE0001	Zmiana YTD	+3,1%	+16,5%
Liczba akcji (mln)	629,3	Średni obrót 1M	17,5 mln EUR	
MC (mln EUR)	9 518,1	Średni obrót 6M	19,7 mln EUR	
EV (mln EUR)	9 565,1	EV/EBITDA 12M fwd	0,2	-97,7%
Free float	38,9%	EV/EBITDA 5Y avg	9,2	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.	23,7	18,2	21,1	17,9	17,0
P/BV	5,4	4,8	4,4	4,1	3,7
EV/EBITDA skor.	10,3	9,2	9,0	7,7	7,2
DPS	0,64	0,35	0,26	0,33	0,35
DYield	4,2%	2,3%	1,7%	2,2%	2,3%
Zmiana prognoz		2020P	2021P	2022P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Biedronka (s/mkw. r/r)		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	
Pingo Doce (s/mkw. r/r)		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	
Recheio (s/mkw. r/r)		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	

Wyniki i przepływy operacyjne (bez MSSF 16)

(mln EUR)	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%
Zdyskontowana 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**akumuluj (podwyższona)**

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

W czerwcu spółka zaraportowała pełne wyniki za 1Q'20/21, które były nieznacznie powyżej wstępnych szacunków. Okres ten obejmował miesiące o największym negatywnym wpływie COVID-19 na działalność spółki. Zgodnie z komentarzem zarządu proces renegocjacji czynszów sklepów oraz otwarcie większości placówek powinno mieć miejsce do końca lipca 2020 roku. W 1Q'20/21 LPP odnotowało trzycyfrową dynamikę wzrostu sprzedaży w kanale online oraz oczkuje utrzymania podobnego tempa poprawy w kolejnych miesiącach. Istotny wzrost obrotów w kanale online oraz optymalizacja kosztowa pozwalają na poprawę rentowności tego kanału. Zgodnie z komentarzem zarządu, rentowność EBIT w e-commerce wyniosła 15% w okresie maj-czerwiec (wyższa rentowność niż znormalizowana w kanale offline) i została poprawiona r/r. Od maja następuje stopniowa odbudowa sprzedaży w sieci offline, niemniej dynamiki r/r nadal pozostają ujemne. Dotychczas publikowane dane o dynamice spadku sprzedaży w kanale offline r/r są lepsze od szacunków spółki. Dodatkowo zarząd LPP poinformował w czerwcu o rozpoczęciu procesu sanacji i renegocjacji czynszów sklepów w biznesie niemieckim. Potencjalna rezerwa z tego tytułu może wynieść do 200 mln PLN w 2Q'20/21 (1,7% kapitalizacji). Naszym zdaniem restrukturyzacja sieci sklepów w biznesie niemieckim powinna pozytywnie wpłynąć na wyniki spółki w średnim terminie. Zwracamy uwagę, że LPP posiada relatywnie mocny bilans na tle innych podmiotów z sektora, a pozycja spółki powinna zostać wykorzystana do umocnienia udziałów rynkowych w obecnym otoczeniu. Biorąc pod uwagę spadek ceny od czasu wydania ostatniego przeglądu miesięcznego, podnosimy nasze zalecenie inwestycyjne z trzymaj do akumuluj bez zmiany ceny docelowej.

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%

Cena bieżąca

6 110,00 PLN

potencjał zmiany**Cena docelowa**

6 900,00 PLN

+12,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	6 900,00 PLN	2020-07-02	
poprzednia	trzymaj	6 900,00 PLN	2020-06-03	
Podstawowe dane			LPP PW	vs. WIG
Ticker	LPP PW	Zmiana 1M	-10,9%	-13,9%
ISIN	PLLPP0000011	Zmiana YTD	-30,7%	-17,4%
Liczba akcji (mln)	1,9	Średni obrót 1M	26,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	11 318,3	Średni obrót 6M	21,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	11 512,9	EV/EBITDA 12M fwd	10,9	-14,0%
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.	22,4	20,0	-	22,1	16,9
P/BV	4,0	3,4	3,5	3,0	2,7
EV/EBITDA skor.	9,6	8,3	24,6	10,0	7,8
DPS	39,96	59,97	0,00	0,00	78,21
DYield	0,7%	1,0%	0,0%	0,0%	1,3%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Sprzedaż det/mkw.			0,0%	0,0%	0,0%
SG&A/mkw.			0,0%	0,0%	0,0%
Powierzchnia			0,0%	0,0%	0,0%

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

akumuluj (podwyższona)

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 Grupy VRG wyniosła -42%/-65%/-35% r/r odpowiednio w miesiącach marzec/kwiecień/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. Uwzględniając spadek kursu podnosimy naszą rekomendację dla spółki z trzymaj do akumuluj bez zmiany ceny docelowej.

Cena bieżąca

2,33 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

2,43 PLN

+4,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	2,43 PLN	2020-07-02	
poprzednia	trzymaj	2,43 PLN	2020-06-03	
Podstawowe dane			VRG PW	vs. WIG
Ticker	VRG PW	Zmiana 1M	-1,9%	-4,9%
ISIN	PLVSTLA00011	Zmiana YTD	-42,3%	-29,0%
Liczba akcji (mln)	234,5	Średni obrót 1M	0,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	546,3	Średni obrót 6M	0,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	614,4	EV/EBITDA 12M fwd	12,0	+40,9%
Free float	40,1%	EV/EBITDA 5Y avg	8,5	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	10,2	8,3	-	50,2	11,8
P/BV	0,7	0,6	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA skor.	6,8	5,5	103,5	11,3	6,7
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz		2020P	2021P	2022P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Sprzedaż det/mkw.		0,0%	0,0%	0,0%	
SG&A/mkw.		0,0%	0,0%	0,0%	
Powierzchnia		0,0%	0,0%	0,0%	

Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
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
Dodatkový 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%
Zdyskontowana 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 dzieleny przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

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

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:
Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:
KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), które 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 upłynął od poprzedniej rekomendacji.

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

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

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

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

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

Sporządzanie nowych rekomendacji zakończyło się 2 lipca 2020 o godzinie 8:35.
Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 2 lipca 2020 o godzinie 8:35.

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

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: 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, Projprez, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawplug, Rubicon Partners NFI, 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 abonamentową z Orange Polska S.A.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

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

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

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu
Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.
Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.
Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.
Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – 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, Yum! Brands
Asseco Poland	Atos, CAP Gemini, Comarch, Computacenter, Fiserv, Indra Sistemas, Oracle, Sage Group, SAP, Software AG
CCC	Adidas, Asos, Boohoo.com, Caleries, Crocs, Foot Locker, Geox, Nike, Steven Madden, Tod's, Zalando
CD Projekt	Activision, Blizzard, CAPCOM, Electronic Arts, Take Two Interactive, Ubisoft Entertainment
CEZ	EDF, EDP, Endesa, Enea, Enel, Energa, EON, Innogy, PGE, RWE, Tauron
Ciech	Akzo Nobel, BASF, Bayer, Ciner Resources, GHCL, Hongda Xindye, Huntsman, ICI Pakistan, MISR Chemical, PCC Rokita, OCI, Qingdao, Sesoda, Shandong Haihua, Soda Samayii, Solvay, Tangshan Sanyou Chemical, Tata Chemicals, Tessenderlo Chemie, Wacker Chemie
Cognor	AK Steel, Alumetal, ArcelorMittal, Baoshan Iron & Steel, Commercial Metals, HeSteel, Hitachi Metals, Hyundai Steel, JFE Holdings, JSW Steel, Kloeckner & Co, Metalurgica Gerdau, Nippon Yakin Kogyo, Nucor, Olympic Steel, Outokumpu, POSCO, Salzgitter, SSAB, Steel Authority Of India, Steel Dynamics, Tata Steel, thyssenkrupp, United States Steel Corp, voestalpine
Comarch	Asseco Poland, Atos, CAP Gemini, Computacenter, Fiserv INC, Indra Sistemas, Oracle Corp, Sage Group, SAP, Software AG, Tieto
Cyfrowy Polsat	BT Group, Comcast, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Iliad, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Netia, O2 Czech, Orange, Orange Polska, Shaw Communications, Talktalk Telecom, Tele2, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
Dino	Carrefour, Eurocash, Jeronimo Martins, Magnit, Metro, O'Key Group, Tesco, X5
Eurocash	Carrefour, Dino, Jeronimo Martins, Magnit, Metro, O'Key Group, Tesco, X5
Famur	Caterpillar, Epiroc, Komatsu, Sandvik, Weir Group, Metso, Flsmidth
Grupa Azoty	Acron, Agrium, CF Industries, Israel Chemicals, K+S, Mosaic, Phosagro, Potash, Yara
Jeronimo Martins	BIM, Carrefour, Dino, Eurocash, Magnit, Metro, O'Key, Group, Tesco, X5
JSW	Alliance Resource Partners, Arch Coal, Banpu Public, BHP Billiton, Bukin Asam, China Coal, Cloud Peak Energy, Cokal, Henan Shenhua, LW Bogdanka, Natural Resource Partners, Peabody Energy, Rio Tinto, Semirara Mining and Power, Shaanxi Heima, Shanxi Xishan Coal & Elec, Shougang Fushan Resources, Stanmore Coal, Teck Resources, Terracom, Walter Energy, Warrior Met Coal, Yanzhou Coal Mining
Kernel	ADM, Andersnons, Astarta, Avangard, Bunge, China Agri Industries, Felda Global, Golden Agri Resources, GrainCorp, IMC, MHP, Milkiland, Nisshin Oillio Group, Ovostar, Wilmar
Kęty	Alcoa, Alumetal, Amag, Amcor, Bemis, Century Aluminium, China Hongoiao, Constelium, Fuji Seal, Kaiser Aluminium, Mercor, Midas Holdings, Nippon Light Metal, Norsk Hydro, UACJ, United CO Rusal
KGHM	Anglo American, Antofagasta, BHP Billiton, Boliden, First Quantum Minerals, Freeport-McMoRan, Grupo Mexico, KAZ Minerals, Hudbay, Lundin, MMC Norilsk Nickel, OZ Minerals, Rio Tinto, Sandfire Resources, Southern Copper, Vedanta Resources
Kruk	Arrow Global, Collection House, Credit Corp, Encore Capital, Intrum, PRA Group
Lotos, MOL	Aker BP, Bashneft, BP, ENI, Gazpromneft, Hellenic, Lotos, Lukoil, MOL, Motor Oil, Neste, OMV, OMV Petrom, PKN, Repsol, Rosneft, Saras, Shell, Statoil, Total, Tullow Oil, Tupras
LPP	CCC, H&M, Hugo Boss, Inditex, Marks & Spencer, Next, Tom Tailor
Netia	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Mobile Telesystems, O2 Czech, Orange, Orange Polska, Rostelecom, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
Orange Polska	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Mobile Telesystems, Netia, O2 Czech, Orange, Rostelecom, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
PGNiG	A2A, BP, Centrica, Enagas, Endesa, Enea, Energa, Engie, ENI, EON, Galp Energia, Gas Natural, Gazprom, Hera, MOL, Novatek, OMV, Red Electrica, Romgaz, RWE, Shell, Snam, Statoil, Total
PKN Orlen	Braskem, Dow Chemical, Eastman, Formosa Plastics, Hellenic Petroleum, Huntsman, Lotos, Lotte, Lyondellbasell, Mitsubishi, Mitsui Chemicals, MOL, Motor Oil, Neste, OMV, OMV Petrom, Petronas, Saras, Tupras, Westlake Chemical
PKP Cargo	Aurizon Holdings, Canadian National Railway, Canadian Pacific Railway, Center for Cargo Container, China Railway Group, China Railway Tielong Container Logistics, CSX Corp, Daqin Railway, Global Ports Holding, Globaltrans Investment, Hamburger Hafen und Logistik, Hub Group, Kansas City Southern, Kuehne + Nagel International, Log-In Logistica Intermodal, Nikkon Holdings, Norfolk Southern Corp, Rumo, Tidewater Midstream, Union Pacific Corp
Play	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Netia, O2 Czech, Orange, Orange Belgium, Orange Polska, TalkTalk, Tele2, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vimpel, Vodafone Group
Skarbiec Holding	Affiliated Managers, AllianceBernstein, Ashmore Group, Blackrock, Brewin Dolphin, Eaton Vance Mgmt, Franklin Resources, GAM Holding, Invesco, Investec, Janus Henderson, Jupiter AM, Legg Mason, Liontrust AM, Och-Ziff Capital Mgmt., Schroders, Standard Life, T Rowe Price
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	równoważ	niedoważaj
data wydania	2020-06-29	2020-05-21	2020-04-01	2019-12-05	2019-10-30	2019-08-30
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	38,50	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

Ailleron

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

Alior Bank

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

Alumetal

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	niedoważaj
data wydania	2020-06-29	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	40,10	37,00	34,60	43,50	42,80	39,30	35,40	34,50

Amica

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2020-06-29	2020-04-01	2019-12-05	2019-09-20
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	120,00	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

Aparator

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	niedoważaj	równoważ
data wydania	2020-06-29	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	20,80	16,20	20,00	20,70	21,10	22,00	22,60

Asseco BS

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

Asseco Poland

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2020-06-03	2020-05-05	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	68,39	63,90	59,20
kurs z dnia rekomendacji	72,60	64,70	57,35

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

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	niedoważaj	równoważ	równoważ	niedoważaj	niedoważaj
data wydania	2020-06-08	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	3,59	3,74	4,54	4,09	4,29	4,54	4,49

CCC

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

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

Ciech

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2020-07-02	2020-05-29	2020-04-14	2020-02-13	2019-12-05	2019-09-05	2019-07-03
cena docelowa (PLN)	34,09	38,94	45,14	47,46	44,41	42,03	41,72
kurs z dnia rekomendacji	32,30	39,25	31,80	39,40	36,40	34,00	41,60

Cognor

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2020-04-22	2019-12-06	2019-12-05	2019-11-04	2019-09-05	2019-07-25	2019-07-03
cena docelowa (PLN)	0,94	1,25	1,25	1,55	2,00	1,84	1,84
kurs z dnia rekomendacji	0,95	1,20	1,17	1,52	1,65	1,75	1,77

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	sprzedaż	redukuj	redukuj	trzymaj	redukuj	akumuluj	trzymaj	sprzedaż	sprzedaż
data wydania	2020-07-02	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	155,60	151,60	152,30	149,70	148,60	149,20	111,20	112,70
kurs z dnia rekomendacji	199,10	185,70	173,70	155,00	164,70	134,00	149,60	135,90	143,80

Dom Development

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

Enea

rekomendacja	zawieszona	zawieszona	kupuj
data wydania	2020-06-23	2020-02-27	2019-11-06
cena docelowa (PLN)	-	-	11,53
kurs z dnia rekomendacji	7,90	6,00	8,59

Energa

rekomendacja	zawieszona	zawieszona	kupuj
data wydania	2020-06-03	2020-02-27	2019-11-06
cena docelowa (PLN)	-	-	11,67
kurs z dnia rekomendacji	8,19	7,36	6,37

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	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	redukuj	sprzedaż	redukuj	trzymaj
data wydania	2020-07-02	2020-06-03	2020-05-05	2020-02-05	2019-11-25	2019-11-06	2019-09-05	2019-08-02
cena docelowa (PLN)	19,90	19,90	20,50	19,80	19,80	18,10	18,10	18,10
kurs z dnia rekomendacji	17,34	18,50	21,10	19,94	22,22	23,80	20,62	18,60

Famur

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

Forte

rekomendacja	przeważaj	równoważ	niedoważaj	niedoważaj	niedoważaj	równoważ	równoważ
data wydania	2020-06-29	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	20,25	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	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2020-07-02	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	
cena docelowa (PLN)	29,90	28,42	30,55	30,31	30,31	32,75	37,12	34,09	39,77	45,93	45,93	
kurs z dnia rekomendacji	30,45	28,00	22,24	27,50	26,10	30,00	36,58	31,18	39,98	42,30	42,10	

Handlowy

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

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

Jerónimo 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
data wydania	2020-06-03	2020-02-05	2019-12-05	2019-10-07	2019-08-19
cena docelowa (PLN)	44,58	47,25	41,60	40,76	42,70
kurs z dnia rekomendacji	43,80	47,20	41,20	42,90	48,60

Grupa Kęty

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2020-06-25	2020-04-07	2020-03-04	2019-12-05	2019-11-06	2019-10-07	2019-09-05	2019-07-03
cena docelowa (PLN)	453,70	335,96	360,29	335,44	333,45	298,64	327,11	345,32
kurs z dnia rekomendacji	432,00	339,00	381,00	338,50	313,50	283,00	310,00	337,00

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

Komerční 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	równoważ	przeważaj	przeważaj	przeważaj	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2020-06-29	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	60,40	59,00	54,80	52,20	45,80	44,40	43,00

Lotos

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	redukuj	trzymaj	redukuj	redukuj	sprzedaj
data wydania	2020-07-02	2020-06-03	2020-04-07	2020-03-04	2020-02-05	2019-12-05	2019-08-02
cena docelowa (PLN)	55,87	60,39	59,22	67,19	68,47	77,80	72,31
kurs z dnia rekomendacji	60,14	60,52	65,10	61,06	76,78	85,20	88,66

LPP

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj	kupuj	akumuluj
data wydania	2020-07-02	2020-06-03	2020-05-05	2020-03-24	2020-02-05	2019-12-05	2019-10-07	2019-09-05	2019-07-03
cena docelowa (PLN)	6 900,00	6 900,00	5 800,00	5 800,00	10 100,00	10 100,00	8 500,00	8 500,00	8 500,00
kurs z dnia rekomendacji	6 110,00	6 980,00	6 075,00	4 902,00	8 610,00	8 575,00	7 950,00	7 280,00	7 745,00

Mangata

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2020-06-29	2020-04-01	2019-12-05	2019-09-20
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	50,50	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	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2020-07-02	2020-06-03	2020-03-31	2020-03-04	2020-02-05	2019-11-27	2019-11-06	2019-10-07	2019-08-02
cena docelowa (HUF)	2 158,00	2 072,00	1 927,00	2 726,00	2 816,00	3 302,00	3 258,00	3 258,00	3 258,00
kurs z dnia rekomendacji	1 821,00	1 916,00	1 849,00	2 530,00	2 618,00	2 926,00	3 042,00	2 826,00	3 004,00

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
data wydania	2020-06-03	2020-03-27	2019-11-29	2019-09-05	2019-08-02
cena docelowa (PLN)	6,90	6,90	7,40	7,50	7,50
kurs z dnia rekomendacji	6,49	5,88	6,46	6,12	6,70

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
data wydania	2020-04-27	2020-02-27	2019-10-24
cena docelowa (PLN)	-	-	12,20
kurs z dnia rekomendacji	4,05	5,15	8,42

PGNiG

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2020-07-02	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)	5,23	4,91	4,44	3,24	3,88	4,06	5,64	6,33	6,33
kurs z dnia rekomendacji	4,63	4,31	3,48	3,14	3,20	3,86	5,07	4,49	5,62

PKN Orlen

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	redukuj	trzymaj	redukuj	trzymaj
data wydania	2020-07-02	2020-06-03	2020-05-05	2020-03-23	2020-03-04	2020-02-03	2019-12-05	2019-11-14	2019-08-01
cena docelowa (PLN)	67,72	66,85	58,61	58,61	66,70	68,03	94,17	94,17	92,82
kurs z dnia rekomendacji	63,28	67,80	59,52	52,58	62,26	75,66	88,50	102,45	97,36

PKO BP

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

PKP Cargo

rekomendacja	redukuj	trzymaj	trzymaj	redukuj	redukuj	redukuj
data wydania	2020-07-02	2020-05-05	2020-02-26	2020-02-05	2019-12-05	2019-11-26
cena docelowa (PLN)	12,37	12,37	13,89	16,40	18,13	20,44
kurs z dnia rekomendacji	14,04	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	równoważ
data wydania	2020-06-29	2020-04-01	2019-12-05	2019-09-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,70	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	trzymaj	akumuluj	kupuj	kupuj	trzymaj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	redukuj
data wydania	2020-07-02	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
cena docelowa (PLN)	179,37	179,37	194,52	229,52	287,90	265,50	276,55	276,55	337,00	337,00
kurs z dnia rekomendacji	174,50	163,60	160,70	173,90	304,00	279,00	317,40	286,00	319,60	357,20

Skarbiec Holding

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-07-02	2020-06-03	2020-03-04	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	21,20	21,20	21,20	29,34
kurs z dnia rekomendacji	21,40	19,05	18,80	17,20

Stelmet

rekomendacja	zawieszona	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2020-07-02	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	8,55	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
data wydania	2020-05-05	2020-02-27	2019-11-06
cena docelowa (PLN)	-	-	2,45
kurs z dnia rekomendacji	1,14	1,22	1,73

Ten Square Games

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj	kupuj
data wydania	2020-07-02	2020-06-03	2020-05-26	2020-05-05	2020-04-23
cena docelowa (PLN)	592,00	592,00	592,00	462,00	462,00
kurs z dnia rekomendacji	548,00	505,00	539,00	450,00	371,00

TIM

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2020-06-29	2020-04-01	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	10,90	9,20	10,90

VRG

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	trzymaj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2020-07-02	2020-06-03	2020-04-06	2020-02-05	2019-12-02	2019-07-26
cena docelowa (PLN)	2,43	2,43	2,00	4,50	4,50	5,20
kurs z dnia rekomendacji	2,33	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

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

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

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

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

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