

wtorek, 4 sierpnia 2020 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: sierpień 2020

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

Spowolnienie tempa ożywienia gospodarczego i dalsza eskalacja napięcia na linii USA-Chiny spowodują, że w kolejnych tygodniach rynki akcji wejdą w okres korekty wzrostów z ostatnich miesięcy.

Ze spółek

Finanse

W lipcu indeks WIG Banki uległ 6% przecenieniu co było zgodne z indeksem Stoxx Europe 600 Banks. Uważamy, że w sierpniu jedynym pozytywnym katalizatorem dla indeksu będą wyniki chociaż, na przykładzie ostatnich, dobrych raportów banków może to być za mało, aby istotnie pchnąć wyceny do góry. W Europie informacje o porozumieniu odnośnie funduszu pomocowego UE inwestorzy wykorzystali do realizacji zysków. Uważamy, że może być to szansa dla wycen spółek finansowych, które w 2Q powinny ogłosić bardzo dobre wyniki z PZU i GPW na czele.

Chemia

Wyniki skorygowane o zdarzenia jednorazowe w 2Q'20 będą niższe r/r zarówno w CIE, jak i w ATT. W przypadku producenta nawozów rynek może ostrożnie ocenić niepewne perspektywy 2H'20.

Surowce

Wzrosty cen srebra i miedzi pozytywnie wpływają na wycenę i wyniki 2H'20 w Grupie KGHM. Wciąż słabo natomiast rysują się perspektywy JSW, która zmagają się z trudną sytuacją na rynku hutniczym w Europie. Krótkoterminowo JSW pomagać może potencjalna pomoc z tarczy rządowej.

Paliwa

Sezon transportowy wbrew konsensusowym oczekiwaniom nie przyniósł wyraźnej poprawy marż w rafinerii, co pogarsza perspektywy na 2H. W tym kontekście mimo ostatniej przeceny nie znajdujemy argumentów za kupowaniem spółek z sektora downstream. Pozostajemy pozytywni na PGN.

Telekomunikacja, media, IT

Niecykliczny sektor telekomunikacyjny wykazujący poprawę trendów powinien outperformować szeroki rynek. Naszym top pick jest obecnie OPL z/w na dobre wyniki za 2Q'20 i możliwą separację infrastruktury FTTH od części usługowej. Zarówno WPL, jak i AGO powinny zachowywać się poniżej rynku w związku ze zbliżającymi się słabymi odczytami za 2Q'20. Podtrzymujemy pozytywne podejście do sektora IT, naszym faworytem pozostaje ASE, które od początku roku zyskało już blisko 80%!

Gaming

Kursy akcji spółek z segmentu gier wideo odnotowały korektę w ciągu miesiąca i wróciły do zbliżonych wartości m/m na koniec lipca. Nadal widzimy potencjał do wzrostu w TEN. Kurs CDR może być wspierany przez intensyfikację działań marketingowych w kolejnych miesiącach.

Przemysł

Wyniki 2Q'20, mimo że spadkowe, mogą okazać się lepsze niż zakładaliśmy jeszcze kilka tygodni temu. Naszym zdaniem rynek pozytywnie powinien odebrać kwartalne wyniki w przypadku AMC, COG, FMF, FTE i TIM. Zawodzić z kolei będą AML, BRS i PKP. W niniejszej publikacji podnosimy nasze rekomendacje dla COG (do kupuj) i FMF (do kupuj).

Handel

Kursy spółek z sektora odzieżowego i obuwniczego cofnęły się pod koniec lipca w obawie przed rosnącymi dziennymi przyrostami chorych na COVID-19 w Polsce. Z firm odzieżowych/obuwniczych preferujemy LPP i VRG. Z segmentu spółek handlu spożywczego preferowalibyśmy EUR, JMT oraz unikalibyśmy DNP.

Kluczowe rekomendacje

Pozytywne: AMC, ASE, AST, COG, EUR, FMF, FTE, EBS, LPP, MIL, MOL, MONET, OPL, PEO, PGN, PZU, SPL, TEN, TIM, VRG

Negatywne: AML, BRS, DNP, PKP, WPL

Indeksy	Kurs bieżący	1M	YTD
WIG	51 534	+1,1%	-11%
ATX	2 155	-5,0%	-32%
BUX	34 620	-3,6%	-25%
PX	892	-4,9%	-18%

Indeksy sektorowe WIG		1M	YTD
WIG20	1 804	+0,4%	-16%
mWIG40	3 629	+0,7%	-6%
sWIG80	14 873	+7,5%	+25%
Banki	3 864	-8,9%	-43%
Budownictwo	2 952	+6,0%	+30%
Chemia	7 781	-7,1%	-7%
Energia	2 043	-0,5%	+4%
Gaming	33 006	-0,4%	+77%
Górnictwo	4 009	+33,9%	+30%
Informatyka	3 730	+4,3%	+32%
Media	5 343	+3,1%	-1%
Odzież	4 251	+7,7%	-25%
Paliwa	4 671	-9,5%	-28%
Spożywczy	2 954	-3,0%	-5%
Telekomunikacja	877	+4,4%	+0%

Top 5 / Worst 5		1M	YTD
Global Cosmed	10,40	+176,6%	+739%
PZ Cormay	3,00	+153,2%	+199%
Work Service	1,07	+133,4%	+104%
ML System	97,60	+88,4%	+274%
Elemental	2,76	+60,5%	+30%
Enter Air	24,00	-27,7%	-45%
Altus TFI	0,88	-31,8%	-40%
BAH	0,64	-34,7%	-36%
Mabion	24,70	-38,0%	-68%
Elektrobudowa	1,49	-41,1%	-80%

Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
Asseco Poland	akumuluj ▲	68,39 PLN ►
Cognor	kupuj ▲	1,98 PLN ▲
Famur	kupuj ▲	2,86 PLN ▲
Jeronimo Martins	akumuluj ▲	15,30 EUR ►
JSW	trzymaj ▲	16,41 PLN ▲
LPP	akumuluj ►	7900,00 PLN ▲
MOL	kupuj ▲	2158,00 HUF ►
Netia	trzymaj ▼	4,40 PLN ►
PGNiG	kupuj ►	5,94 PLN ▲
Play	akumuluj ▼	35,70 PLN ►
Santander BP	kupuj ▲	179,37 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

Nowa fala wzrostu zachorowań na COVID-19, zaspokojenie odłożonego w czasie popytu w okresie zamknięcia gospodarek oraz zmniejszanie skali programów wspierających rynki pracy i przedsiębiorstwa spowodują, że w kolejnych tygodniach tempo ożywienia gospodarczego wypłaszczy się. Dodatkowo wyższe oczekiwania analityków i inwestorów spowodują, że dużo trudniej będzie o pozytywne zaskoczenia. Za nami najważniejsza i najbardziej wspierająca rynki część sezonu raportowania wyników w USA. Nic nie wskazuje, żeby napięcia geopolityczne pomiędzy USA a Chinami miały maleć – ostatnie wypowiedzi z obu stron wskazują raczej na dalsze zaostrzenie sporów. Do wyborów w USA pozostały 3 miesiące (3 listopada). Utrzymywanie się tak dużej przewagi Bidena, jak obecnie wskazują sondaże (około 10 p.p.), również będzie powodowało coraz większą nerwowość na Wall Street. Na GPW zwracam uwagę na rosnącą skalę spekulacji inwestorów indywidualnych i oderwane od rzeczywistości wyceny wielu małych i średnich spółek. Biorąc pod uwagę wszystkie te czynniki uważamy, że w kolejnych tygodniach rynki akcji wejdą w okres korekty wzrostów z ostatnich miesięcy.

COVID-19 – ponowny wzrost liczby zachorowań w Europie i Azji

Liczba nowych przypadków raportowana codziennie bije kolejne rekordy (ponad 290 tys.), przy czym obok nadal wysokiej zachorowalności w USA i Ameryce Południowej, widać ponowny wzrost zachorowań w Europie i Azji. Pozytywnym czynnikiem, szczególnie z perspektywy rynków finansowych jest to, że liczba nowych dziennych przyrostów w USA wyhamowała (70 tys.), co daje nadzieję, że w kolejnych tygodniach zaczną się zmniejszać. Obserwowany obecnie wzrost przypadków śmiertelnych do ok. 1,3-1,5 tys. dziennie to efekt rosnącej liczby hospitalizacji sprzed dwóch tygodni, obecnie te dane wskazują również na wyhamowanie dalszego wzrostu. Bardziej niepokojące dane płyną z Europy, gdzie w Hiszpanii, Belgii czy Francji raportowane przyrosty są najwyższe od początku maja, a w Polsce czy Rumunii padają dzienne rekordy. W ujęciu nominalnym przyrosty nie są wysokie w relacji do całej populacji, ale obawa o dalszą eskalację i wymknienie się wirusa spod kontroli rośnie (szczególnie biorąc pod uwagę zachowania społeczne). Na tym etapie wydaje się najbardziej prawdopodobne, że rządy zdecydują się na przywracanie niektórych ograniczeń na poziomie lokalnym, co jednak nie powinno mieć znaczącego przełożenia na sytuację gospodarczą – będzie jednak na tyle silne żeby w połączeniu z innymi czynnikami „wypłaszczyć” fazę ożywienia.

Czy to koniec dynamicznego odreagowania gospodarki?

Naszym zdaniem światowa gospodarka wchodzi właśnie w kolejną (trzecią) fazę zmian:

1. gwałtowne załamanie, związane z lockdownem;
2. dynamiczny wzrost m/m będący efektem znoszenia restrykcji i wprowadzeniem gigantycznych programów pomocowych;
3. wyhamowanie wzrostu lub spadek m/m, będący efektem drugiej fali zachorowań i stopniowym wyłączaniem/ograniczaniem wsparcia dla rynków pracy i firm.

Taką tezę potwierdził w ostatnim tygodniu lipca Powell, który zaznaczył, że poprawa wskaźników makro zatrzymała się, a w niektórych obszarach mamy do czynienia z ich ponownym pogorszeniem się. W USA wyraźnie widać, że wraz ze wzrostem liczby zachorowań, a w efekcie ograniczeń społecznych i słabnącym efektem pakietów pomocowych,

rynek pracy nie odbudowuje się w kształcie litery „V” (nadal wysoka liczba osób pozostających na zasiłku, rosnąca liczba nowych zgłoszeń). Rynek pracy w połączeniu z rosnącą liczbą zachorowań negatywnie wpływają na pogarszające się nastroje konsumentów i rosnącą stopę oszczędności.

Ponadto, w chwili przygotowywania tego opracowania, Kongres nadal nie przyjął kolejnego pakietu pomocowego, co skutkuje m.in. brakiem dodatkowego wsparcia dla bezrobotnych (600 USD tygodniowo), co w konsekwencji może być dużym szokiem dla popytu konsumenckiego w nadchodzących tygodniach. Dotychczas, środki z ww. programu (ten zakończył się 31 lipca) utrzymywały dochody gospodarstw domowych na poziomie sprzed epidemii.

Zgodnie z oczekiwaniami lipcowe posiedzenie FED niczego nie zmieniło. Rynki będą czekały na wrzesień, kiedy FED ma przedstawić nowe cele i narzędzia polityki monetarnej. Inwestorzy oczekują, że FED wydłuży okres monitorowania inflacji (średnia uwzględniająca okres wzrostu i spowolnienia) i powiąże podwyżkę stóp procentowych nie tylko z celem inflacyjnym, ale również ze stopą bezrobocia. Oznaczałoby to najprawdopodobniej jeszcze długi czas (może nawet kilka lat) bardzo luźnej polityki monetarnej.

Dotychczas momentum ożywienia gospodarki w Europie wyglądało lepiej niż w USA, o czy świadczą m.in. lepsze od oczekiwań wskaźniki wyprzedzające (PMI zbiorczy dla strefy euro: 54,8 pkt; PMI przemysłowy: wzrost do 51,1 pkt z 47,4; PMI usługowy: wzrost do 55,1 pkt z 48,3). W Europie odbudowywał się popyt bieżący i nowe zamówienia, a jedyną kategorią bez poprawy pozostawał rynek pracy. Ponadto, pozytywny wpływ na poprawiające się nastroje przedsiębiorców w Europie miał fakt, że wreszcie na szczycie UE został zatwierdzony budżet na lata 2021-27, składający się z kilku programów (w postaci pożyczek, grantów, dotacji) na łączną kwotę 1,8 bln EUR. 672,5 mld EUR przypada na program wsparciowy związany z COVID-19, przy czym 312,5 mld EUR zostanie przekazane w postaci grantów, a pozostałe środki w formie pożyczek. 70% kwoty ma zostać wykorzystane w latach 2021-22, a reszta w 2023.

Naszym zdaniem również w Europie kończy się jednak okres, kiedy firmy i konsumenci łatwo nadrabiali „przeboje” COVIDowe, wygasa również efekt zwiększonych zakupów związanych z wyposażaniem mieszkań (AGD, RTV, meble, etc.). Dodatkowo rosnąca liczba zachorowań na COVID-19 i przywracanie części ograniczeń (lub opóźnienia otwierania gospodarki jak w Wielkiej Brytanii) będą negatywnie wpływać na sentyment konsumentów. Oczywiście nie zakładamy lockdownu analogicznego do kwietnia-maja.

USA-Chiny i sytuacja geopolityczna

Relacje Chin i USA w dalszym ciągu zaostrzają się, czego najlepszym przykładem są kolejne antychińskie wystąpienia Mike Pompeo, które wielu komentatorów politycznych oceniło jako ostateczną deklarację rozpoczęcia „zimnej wojny” pomiędzy stronami, a tym samym zakończenia procesu globalizacji. Poza sferą werbalną warto zwrócić uwagę na: wzajemne zamknięcie konsulatów (chińskiego w Houston i amerykańskiego w Chengdu), kolejne wzajemne sankcje na firmy i obywateli, cofnięcie preferencyjnego statusu Hongkongu oraz oświadczenie Departamentu Stanu ws. roszczeń Chin na Morzu Południowochińskim (zmiana narracji z ogólnego sprzeciwu na wyznaczenie konkretnych czerwonych linii). Co chwila kolejni przedstawiciele administracji Trumpa ostrzegają amerykańskie firmy przed „robieniem interesów” z Chinami (jak na razie bez żadnych formalnych kroków), a Bank of China rekomenduje jak najszybsze odejście w rozliczeniach międzynarodowych od

rozliczeń dolarowych i wykorzystania SWIFTa. Wreszcie obie strony systematycznie zwiększają swoją obecność wojskową na wspomnianym Morzu Południowochińskim, wokół którego odbywają się zakrojone na szeroką skalę manewry floty obu państw. W ocenie analityków, przy starciu hegemonów i pretendenta, to właśnie faza kształtowania się nowego podziału strefy wpływów jest najbardziej niebezpieczna i grozi niekontrolowanymi i trudnymi do przewidzenia konfliktami. Na obecną chwilę nic nie wskazuje, żeby któraś ze stron miała złągodzić swoje stanowisko.

Wyniki MegaCaps i reszty

Pierwsze dwa tygodnie raportowania wyników w USA podtrzymują pozytywny sentyment inwestorów w USA. MegaCaps potwierdziły, że w okresie pandemii spółki technologiczne są mało podatne na tego typu spowolnienie gospodarcze. Spółki, które już zaprezentowały wyniki (1/3 z indeksu S&P500) w dużej mierze (85%, przekroczenie o 20%) zaskoczyły pozytywnie. Należy jednak podkreślić, że konsensus oczekiwań tym razem „zawieszony” był bardzo nisko (EPS: -44% r/r).

W efekcie tegoroczny konsensus zysku na akcje dla spółek z S&P500 wzrósł z 126,5 do 129,1 USD, a w roku przyszłym ze 159,4 do 161,6 USD. W kolejnych tygodniach będą raportowały spółki z bardziej tradycyjnych biznesów, dlatego wydaje się, że ich pozytywny wpływ na sentyment rynkowy będzie już mniejszy niż spółek technologicznych czy globalnych banków, które pokazały świetne wyniki na tradingu.

Detal „rządzi” na GPW

W lipcu łączne obroty na GPW wzrosły o 39% r/r. Aktywność poszczególnych grup inwestorów na warszawskiej giełdzie przypomina obecnie lata '90 czy okres 2007/08. We wrześniu GPW powinna udostępnić bardziej precyzyjne dane, ale na podstawie naszych szacunków oceniamy, że w lipcu br. udział klientów detalicznych na GPW mógł sięgnąć ok. 35-40%. Przypominamy, że w 2H'19 wynosił 12%. Aktywność ta widoczna jest zarówno na poziomie udziału w obrotach „polskich-detalicznych” biur maklerskich, jak również liście najbardziej płynnych spółek. To zjawisko globalne, a o wysokiej aktywności klientów detalicznych informują brokerzy zarówno w USA, jak i w krajach azjatyckich.

W lipcu 2019 w pierwszej dziesiątce najaktywniejszych brokerów na GPW znalazły się tylko dwa „polskie-detaliczne” biura, a ich udział w obrotach wyniósł 13,9%. W lipcu br. było to już pięć biur z udziałem rynkowym 34%. Na liście 10 najpłynniejszych spółek na giełdzie na poszczególnych sesjach pojawiają się podmioty spoza WIG20, których dzienny obrót istotnie przewyższa obroty na największych bankach i których notowania cechuje ogromna zmienność oraz oderwanie wycen od realiów. Zwracamy na to uwagę, w kontekście ewentualnej zmiany sentymentu rynkowego i ryzyka dynamicznej wyprzedaży.

Jak na razie wysoka aktywność klientów detalicznych nie przekłada się na istotną realokację oszczędności z depozytów do funduszy inwestycyjnych. Po obiecującym kwietniu i maju, kiedy fundusze akcyjne i *absolute return* pozyskały netto nieco ponad 1 mld PLN, w czerwcu napływy netto obniżyły się do +119 mln PLN.

Michał Marczak

tel. +48 22 438 24 01

michal.marczak@mbank.pl

Sektory

Finanse

- Lipiec w sektorze bankowym to klasyczny „sezon ogórkowy”. Najistotniejszym wydarzeniem było niewątpliwie przyjęcie przez Radę Europejską ram funduszu odbudowy, po tym wydarzeniu rozpoczęła się realizacja zysków na europejskich bankach oraz zajmowanie pozycji przed wynikami za 2Q. Na lokalnym podwórku dane NBP za kwiecień – maj wskazały, jak mocno zmieniły się bilanse banków w 2Q. Z jednej strony wstrzymanie akcji kredytowej w obliczu niepewności, z drugiej strony napływ depozytów wywołany odroczonej konsumpcją oraz działaniami PFRu, którego wsparcie dla przedsiębiorstw wynosi obecnie około 60 mld PLN. Większość tych środków znalazła się na bankowych rachunkach, dlatego w obliczu nadpłynności banki były o wiele aktywniejsze jeżeli chodzi o zakupy dłużnych papierów wartościowych. Ostatecznie po stronie aktywnej bilansu zauważalnie wzrósł udział instrumentów dłużnych, zaś po stronie pasywnej depozytów bieżących. Posiedzenie NBP przeszło bez echa, a stopy procentowe pozostały bez zmian.
- W sezon wyników weszliśmy raczej w pozytywne nastroje. Dobre zestawy liczb pokazało Millennium i Santander. Jak dotąd bardzo dobrze prezentują się linie dotyczące kosztów. Spadły koszty zmienne wynagrodzeń ze względu na słabe wyniki sprzedażowe, dodatkowo udało się ściąć część kosztów rzeczowych, co może napawać lekkim optymizmem na przyszłość. Szczególnie pozytywnie odebraliśmy miękki guidance zarządu Millennium, zgodnie z którym wyniki odsetkowy w 3Q może być płaski w relacji kwartalnej. Uważamy, że z dobrej strony powinny się zaprezentować PKO (ogólnie bardzo dobry wynik) oraz Pekao (dobra kompozycja), po drugiej stronie znajduje się Alior, który wg naszych szacunków pokaże stratę netto. Po powrocie na wakacje CHF w czerwcu, banki frankowe dosyć zgodnie zawiązują rezerwy na swoje ekspozycje. Niestety, ale spodziewamy się, że będzie to norma w najbliższych latach.
- Na poziomie regionalnym najważniejszą kwestią był szczyt UE, na którym zgodnie z naszymi oczekiwaniami ustalono ramy funduszu odbudowy (750 mld EUR). Niestety zaraz po szczycie zgodnie z powiedzeniem kupuj plotki sprzedawaj fakty, rozpoczęła się realizacja zysków w sektorze bankowym. Dodatkowo nastrojom nie pomogła oficjalna rekomendacja ECB ws. dywidend i buybacków, zgodnie z którą banki nie powinny się dzielić zyskiem co najmniej do stycznia 2021 r. Do nadal można było się łudzić, że część banków w związku z dobrą sytuacją kapitałową wypłaci dywidendę w 4Q. Posiedzenie ECB nie wniosło nic nowego, a dotychczasowe instrumenty zostały utrzymane, a wola ich użycia potwierdzona.
- **Kluczowe rekomendacje:** Pekao (kupuj), Millennium (kupuj), Moneta (kupuj)

Chemia

- Wyniki skorygowane o zdarzenia jednorazowe w 2Q'20 będą niższe r/r zarówno w Ciechu, jak i w Grupie Azoty. W przypadku producenta nawozów rynek może ostrożnie ocenić niepewne perspektywy 2H'20. Ciech przy wynikach może zapowiedzieć poprawę sprzedaży sody na 2H'20, co może zostać pozytywnie odebrane przez rynek.
- Spadające w drugiej połowie czerwca ceny nawozów saletranych w Europie 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 1H'20 są słabsze r/r. Zarząd może przy wynikach 2Q'20 przekazać, że sprzedaż sody w 3Q odbudowuje się. Naszym zdaniem osiągnięcie 600 mln EBITDA'20 nadal jest ambitne.

Surowce

- Napływy środków do funduszy surowcowych pozytywnie przekłada się na notowania metali (patrz miedź, cynk). Na inwestorach nie zrobiły wrażenia dane odnośnie wzrostu wydobycia w dwóch największych kopalniach miedzi w Chile w 2Q'20 (Escondida +2% r/r; Collahuasi +38% r/r) oraz uniknięcie strajku w kopalniach Antofagasta (Centinela i Zaldivar ok. 500 tys., ton produkcji rocznie). Rynek zwraca uwagę na wzrost importu miedzi netto do Chin (+17% r/r w czerwcu) oraz spadające zapasy surowca na giełdzie w Londynie. Dobra utrzymująca się koniunktura gospodarcza w Chinach sprzyja notowaniom miedzi.
- Wzrost zachorowań na COVID-19 oraz rosnąca globalnie baza monetarna sprzyjała wzrostowi cen metali szlachetnych w czerwcu i lipcu. 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.
- Po słabszych danych produkcyjnych za kwiecień i maj, czerwiec wyglądał już znacznie lepiej. Mimo słabego otoczenia w 2Q'20 KGHM naszym zdaniem nie odczuje w tym okresie spadku wyników finansowych. Na bazie opublikowanych wolumenów oczekujemy, że przychody w 2Q'20 wyniosły 5767 mln PLN (+0,5% r/r), a EBITDA 1255 mln PLN (-2% r/r), zysk netto zakładamy, że wyniesie 480 mln PLN (+15% r/r).
- Rynek węgla metalurgicznego wstrzymuje się z zakupami surowca, oczekując jak rozwinie się sytuacja w po wakacjach. Ceny węgla koksowego wahają się między 110-115 USD/t. Ceny koksu w Chinach weszły w okres konsolidacji (część prowincji odnotowuje lekkie wzrosty, część lekkie spadki). Indeks PMI dla przemysłu stalowego w Chinach wzrósł w lipcu (po słabym odczycie z czerwca) do 51,1 pkt. Subindeks nowych zamówień wyniósł 51,7 (+0,3 pkt m/m), a bieżącej produkcji 54 pkt (+0,1 pkt m/m).
- Dane wolumenowe za 2Q'20 implikują, że JSW w tym okresie sprzedawała węgiel koksowy z około 3% premią do cen rynkowych, a koks z około 21% dyskontem. Bazując na opublikowanych danych wolumenowych oczekujemy, że Mining Cash Cost w 2Q'20 wzrośnie o 12% r/r do 519 PLN/t (127 USD/t), a Cash Conversion Cost o 13% r/r do 197 PLN/t. Przy tak wysokich jednostkowych kosztach produkcji węgla JSW nie jest w stanie zarobić na własnej działalności przy cenach węgla na poziomie 116 USD/t w 2Q'20. Naszym zdaniem ograniczenie robót przygotowawczych i spadek aktywności w kopalniach przełożył się na spadek kosztów o około 190 mln PLN q/q. Oczekujemy, że skorygowana o zdarzenia jednorazowe EBITDA spadnie do -96 mln PLN. Oczekiwany spadek zapasów węgla spowoduje uwolnienie gotówki na poziomie około 62 mln PLN. Dodatkowo Spółka opóźnia płatności składek ZUS i podatków od nieruchomości, co powinno przekładać się na pozytywny OCF w 2Q'20 na poziomie 185 mln PLN. Przy ograniczeniu CAPEX w efekcie pandemii naszym zdaniem nadwyżka gotówki na bilansie na koniec 1H'20 sięgnie 324 mln PLN (2,76 PLN/akcja).

Paliwa

- Wydaje się, że najlepsze momentum na rynku ropy w tym roku jest już za nami. Wraz z odmrażaniem produkcji w krajach OPEC, światowy bilans będzie przechodził w stronę nadpodaży, szczególnie że strona popytowa odbudowuje się już ze znacznie mniejszą dynamiką. Obecnie głównym wsparciem dla notowań Brent jest jednak osłabiający się dolar i dlatego utrzymujemy naszą całoroczną prognozę na poziomie 40 USD/Bbl.
- Na rynku gazu w lipcu sytuacja była względnie stabilna, a poziom napełnienia magazynów nie odchyła się już tak znacząco od poziomów z ubiegłego roku. Oczekujemy, że redukcja podaży (w USA lokalne minimum powinno przypaść na listopad) oraz normalny sezon grzewczy pomogą w odbudowaniu cen zgodnie z aktualną krzywą terminową. Nie bez znaczenia jest także utrzymanie tempa zjawiska fuel switch węgiel-gaz.
- Sezon transportowy przyniósł w końcu poprawę na marżach rafineryjnych, ale jest ona znacznie mniejsza niż rynek zakładał jeszcze 2-3 miesiące temu. Rafinerie mają problem z przywróceniem przerobu sprzed kryzysu COVID-19, gdyż nie pozwalają na to wysokie zapasy i wciąż odbiegający od referencyjnego poziomu popyt na paliwa. Ryzyko przywrócenia obostrzeń w poruszaniu się na pewno tutaj nie pomaga. Oczekujemy, że 2H będzie dla sektora trudne, może nawet trudniejsze niż 1H, gdzie spółki korzystały na rekordowych marżach w okresie marzec-kwiecień. Presja jest też widoczna na marżach detalicznych, które w 2Q stanowiły istotne wsparcie dla wyników.
- W sektorze petrochemicznym negatywne tendencje z poprzedniego miesiąca utrzymywały się jeśli chodzi o poziom marż, ale wciąż wolumeny zaskakują in plus. Nie zmieniamy jednak naszego konserwatywnego podejścia do tej branży, gdyż obawiamy się negatywnego wpływu rosnącej podaży.
- W lipcu notowania spółek z sektora downstream były pod dużą presją, stąd potencjał spadkowy mimo niesprzyjającego makro jest tam już ograniczony. Uważamy jednak, że jest jeszcze za wcześnie na powrót do zakupów akcji PKN czy LTS. Ciekawszą inwestycją jest natomiast MOL, który może zaskoczyć in plus wynikami za 2Q. Podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do akcji PGNiG i w niniejszym raporcie podnosimy naszą wycenę do 5,94 PLN.
- **Kluczowe rekomendacje:** PGNiG (kupuj), MOL (kupuj)

Energetyka

- Ceny energii na rynku niemieckim cofnęły się poniżej 40 EUR/MWh, mimo że notowania uprawnień do emisji pozostają wysokie (26 EUR/t). Trochę przyczyniła się do tego korekta cen węgla ARA, ale głównie stało się kosztem marży wytwórczej.
- Finalizacja umowy na szczycie UE m.in. w sprawie finansowania transformacji energetycznej wspierała notowania sektora w lipcu (indeks Stoxx Utilities zyskał 4%, branżowy indeks w USA wzrósł o 7%), ale przede wszystkim spółek eksponowanych na OZE.
- W Polsce ceny energii oscylują obecnie na poziomie 230-235 PLN/MWh i na przestrzeni miesiąca modelowa marża elektrowni węglowej nieco się odbudowała po spadku wywołanym „rajdem” na cenach CO₂. Ujemne dynamiki na popycie za ostatnie 4 tygodnie sięgają obecnie -3-4% r/r, co oznacza że spadki wróciły do poziomów obserwowanych jeszcze przed pandemią.
- Sezon wyników raczej nie powinien przynieść wielkich zwrotów akcji, szczególnie że wyniki 2Q będą mało istotne w kontekście prognoz na kolejne kwartały czy przyszedł rok z uwagi na jednorazowe obciążenie szokowym spadkiem popytu (szczególnie w obrocie i

dystribucji).

- Kluczową kwestią dla polskiego sektora jest oczywiście temat transformacji energetycznej i restrukturyzacji górnictwa. Po kilku tygodniach euforii i kolejnych sygnałów potwierdzających zwrot w kierunku dekarbonizacji i OZE, końcówka lipca nieco schłodziła nastroje z uwagi na fiasko prezentacji rządowego planu ratowania PGG. Koncepcja była co prawda iście rewolucyjna (zamknięcie śląskich kopalń na przestrzeni 15 lat), ale mimo wszystko „wywieszenie białej flagi” przed związkowcami sugeruje, że droga transformacji sektora może być wyboista i rozłożona w czasie. Trudno zakładać w obecnej atmosferze otwarcie kolejnego frontu restrukturyzacji w energetyce i podjęcia tematu wygaszania elektrowni na węgiel brunatny. Oczekujemy w związku z tym, że presja widoczna na notowaniach spółek w ostatnich dniach może się utrzymywać.
- **Kluczowe rekomendacje:** CEZ (akumuluj)

Telekomunikacja, media, IT

- Do Sejmu wpłynął wniosek premiera o powołanie Jacka Oka na stanowisko prezesa Urzędu Komunikacji Elektronicznej. Dr. Jacek Oka związany jest z Wydziałem Elektroniki Politechniki Wrocławskiej. Pełni również funkcję dyrektora Wrocławskiego Centrum Sieciowo-Superkomputerowego. Do końca maja br. funkcję Prezesa UKE pełnił Marcin Cichy. Jego kadencja upływała w przyszłym roku.
- Wzrost emocji inwestorom giełdowym przyniosły informacje z portalu Bloomberg. Wg portalu Orange Polska może sprzedać do 50% udziałów sieci FTTH za nawet 1 mld EUR. Orange Polska potwierdziło, że spółka szuka partnera do dalszych inwestycji w infrastrukturę światłowodową oraz, że wybrano doradcę, jednak odcina się od jakichkolwiek parametrów transakcji.
- T-Mobile wprowadził na początku czerwca'20 nowe plany abonamentowe. Choć na pierwszy rzut oka T-Mobile obniżył cennik to jednak uważamy, że przy rosnącej konsumpcji danych mobilnych, 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. Krótko po ruchu T-Mobile, na zmianę cennika zdecydował się Play. Od 9 czerwca spółka wprowadziła nowe taryfy dla klientów indywidualnych. Naszym zdaniem oferta Play ma także na celu migrację klientów do wyższych pakietów. W porównaniu z ofertami konkurencji za 50-55 PLN, cena jednego GB w taryfie M Play nadal jest najbardziej konkurencyjna na rynku.
- Wartość polskiego rynku reklamy po 1Q'20 szacowana była na 2,1 mld PLN, co oznaczało wzrost wartości o 0,5% r/r. W styczniu i lutym odnotowana została jeszcze dodatnia dynamika wydatków. W marcu natomiast, w wyniku załamania rynkowego, wprowadzonych restrykcji związanych z COVID-19 oraz wynikających z sytuacji redukcji budżetów reklamowych odnotowano już spadki.
- Spadek rynku reklamowego w Polsce może sięgnąć 7,3% na koniec 2020 roku, jeśli będziemy mieć do czynienia ze skutecznym odmrażaniem gospodarki. Jeśli natomiast na skutek wzrostu zachorowań restrykcje zostaną zastrzeżone, wartość rynku reklamowego może spaść nawet o 14%, według szacunków Zenith Polska. Najbardziej kryzys obejdzie się z mediami cyfrowymi, a największe spadki w ujęciu procentowym odnotują prasa, kino i outdoor.
- Zakup Interii przez Cyfrowy Polsat może wywołać walkę o prym wśród portali horyzontalnych w Polsce. Uważamy, że wysoka marża na biznesie reklamowym generowana przez mediową część Wirtualnej Polski jest zagrożona.
- W lipcu'20 notowania WIG Info wzrosły o >4%. Indeks spółek IT był lepszy od szerokiego rynku oraz od MSCI IT EU (+2,5 p.p.). Mediana P/E 12M fwd dla spółek IT

wynosi obecnie 15,3x i jest >3% powyżej historycznej średniej z 3 lat. Notowania naszego faworyt wśród spółek IT, tj. ASE umocniły się w ostatnim miesiącu o >11%.

- Zbliża się sezon wyników za 2Q'20. Mediana wzrostu wyniku EBITDA dla pokrywanych przez nas spółek powinna wynieść ok. 7,8%, co jak na ciężki ze względu na COVID-19 okres 2Q'20 powinno być interpretowane pozytywnie przez rynek. Wszystkie pokrywane przez nas spółki powinny osiągnąć wzrost R/R na linii EBITDA, większość na linii netto. Podtrzymujemy pozytywne podejście do sektora IT.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Orange Polska (kupuj), Play (akumuluj), Wirtualna Polska (redukuj), Asseco SEE (przeważaj)

Gaming

- Kurs CD Projekt nie uległ większej zmianie m/m. Pierwsze wrażenia z rozgrywki Cyberpunk 2077 spisane przez specjalistów i dziennikarzy branżowych są pozytywne. W lipcu spółka poinformowała o zrezygnowaniu z niektórych funkcjonalności w Cyberpunk 2077, co wskazuje na koncentrację spółki na ostatecznym dopracowaniu gry. 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 nie uległ istotnej zmianie m/m. W sierpniu premierę będzie miał trzeci dodatek do Gry Frostpunk pod nazwą „On The Edge”. 27 sierpnia 2020 roku spółka powinna zaraportować wyniki za 2Q'20, które zgodnie z naszymi szacunkami powinny być dobre (poprawa EBIT o 102% r/r do 5,9mln PLN) pomimo braku premiery dodatków/gier w kwartale.
- Zgodnie z opublikowanymi szacunkami spółki sprzedaż wzrosła o 241% r/r w 2Q'20 oraz sprzedaż gry Fishing Clash była wyższa niż wartość wyliczona z szacunków Sensor Tower. Na podstawie danych z Sensor Tower szacujemy, że sprzedaż Fishing Clash wyniosła 55 mln PLN w lipcu (+210% r/r). W naszych szacunkach na 2Q'20 zakładamy wzrost EBITDA o 106% r/r do 34 mln PLN (oczyszczona o zdarzenia jednorazowe). W 2Q'20 spółka poniosła ponadprzeciętnie wysokie nakłady na marketing (szacujemy około 70 mln PLN), których pozytywny wpływ na sprzedaż powinien być widoczny w kolejnych kwartałach. Pod koniec lipca global launch miała gra Solitaires. Naszym zdaniem w kolejnych miesiącach global launch powinny mieć Hunting Clash oraz Flip This House. Pod koniec lipca wygaś lock-up głównych akcjonariuszy ustanowiony po ABB przeprowadzonym na początku roku. Biorąc pod uwagę potencjał do poprawy wyników r/r w kolejnych kwartałach TEN jest naszym top pickiem z sektora.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Ten Square Games (akumuluj)

Przemysł

- W 2Q'20 oczekujemy, że jedynie Amica, Grupa Kęty i TIM (20% spółek) podadzą wyniki finansowe wyższe r/r, a reszta (80%) pogorszy rezultaty. Wyniki 2Q'20 będą jednak lepsze niż zakładaliśmy jeszcze miesiąc temu, a środki z tarczy antykryzysowej oraz kurs walutowy dają szansę na pozytywne zaskoczenia po stronie wyników i przepływów gotówkowych. Naszym zdaniem rynek pozytywnie powinien odebrać wyniki 2Q'20 w przypadku Amica, Cognor, Famur, Forte i TIM. Zawodzić będą wyniki 2Q'20 Alumetal, Boryszew i PKP Cargo.
- Wśród naszych faworytów pozostają Amica (naszym zdaniem szybkie odbicie sprzedaży w Polsce oraz Niemczech dają szansę na wzrost wyników w kolejnych kwartałach, a na wyniki pozytywnie wpływać będzie

osłabienie PLN do EUR. Oczekujemy dobrych wyników w 2Q'20 oraz dobrych perspektyw Zarządu na 2H'20), Astarta (strukturalna zmiana na rynku cukru na Ukrainie, najwyższy wskaźnik FCF/EV w spółkach przemysłowych), Cognor (spółka bardzo dobrze poradziła sobie w trudnej sytuacji na rynku stalowym w 1H'20, Lepsze od oczekiwań wyniki dają szansę na powrót do polityki dywidendowej w latach 2021-22), Famur (wyniki w 2Q'20 pokażą wzrost gotówki netto na bilansie, Spółka przy bieżącej wycenie mogłaby naszym zdaniem zdecydować się na skup akcji własnych, pomoc w ramach tarczy dla JSW i PGG może być pozytywnie odebrana na Famurze), Forte (odbijające wskaźniki sentymentu w niemieckiej branży meblarskiej; mniejszą presję po stronie cen drewna i kosztów pracy oraz korzystny wpływ osłabienia PLN na wyniki w 2H'20) oraz TIM (cały czas jedna z wyższych stóp dywidend w przemyśle – 5%; wzrost sprzedaży i wyników dzięki dużej ekspozycji na kanał e-commerce).

- W dalszym ciągu unikilibyśmy Alumetal (Europejskie koncerny motoryzacyjne tną zatrudnienie oczekując wolnego odbicia sprzedaży. Z drugiej strony pomoc ze strony rządów pozwala nieefektywnym poddostawcom automotive na dalsze funkcjonowanie mimo jeszcze słabszego otoczenia. Rynek oczekuje, że poddostawcy wrócą do wolumenów sprzed COVID-19 dopiero po 2022 roku. W takim otoczeniu należy oczekiwać spadku marży Alumetal i wolnej odbudowy wolumenów), Boryszew (z uwagi na złamane kowenanty bankowe i ryzyko konieczności dokapitalizowania Grupy) oraz PKP Cargo (oczekujemy, że wyniki 2Q'20 będą równie słabe jak w 1Q'20, pomimo otrzymanej pomocy z tarczy antykryzysowej).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Amica (przeważaj), Alumetal (niedoważaj) Astarta (przeważaj), Boryszew (niedoważaj), Cognor (kupuj), Famur (kupuj), Forte (przeważaj), TIM (przeważaj), PKP Cargo (redukuj)

Handel

- Zgodnie z opublikowanymi danymi PRCH odpowiedzialność centrów handlowych odbudowała się do średnio 82% w okresie od 29.06 do 26.07 i uległa stabilizacji. Zgodnie z komentarzem spółek handlowych wzrost średni wskaźnik konwersji, co częściowo ogranicza negatywny wpływ spadku odpowiedzialności na sprzedaż.
- Spółki odzieżowe i obuwnicze: LPP zaraportowało dobre wstępne wyniki za Q2 20/21, które były istotnie naszych oczekiwań. Tempo odbudowy sprzedaży i rentowności był wyższe niż przez nas. Biorąc powyższe pod uwagę nadal widzimy potencjał do wzrostu w LPP. Oczekujemy podobnych tendencji w odbudowie sprzedaży i marży w VRG, gdzie również widzimy potencjał do wzrostu kursu.
- Spółki handlu spożywczego: kurs EUR cofnął się ze względu na dyskontowanie słabych wyników w 2Q'20. Kurs DNP jest na nowych szczytach w oczekiwaniu na poprawę wyników r/r w 2Q'20. 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. JMT opublikowało słabe wyniki 2Q'20 obciążone przez wpływ pandemii na biznesy portugalskie, Hebe oraz Ara. Zalecamy realizację zysku na Dino, w którym naszym zdaniem inwestorzy nie dyskontują spowolnienia poprawy wyników r/r. Zalecamy przeważenie EUR oraz JMT pod oczekiwania poprawy wyników r/r w 2H'20.
- 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. Zgodnie z opublikowanym raportem spółka otrzymała waiver na 1Q'20, a obecnie są prowadzone rozmowy dotyczące uzyskania waiver na kolejne kwartały. Zarząd spółki nie podał szacunków wpływu Covid-19 na wyniki 2020 roku. 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 nasze szacunki w najszybszym możliwym terminie.

- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Dino Polska (sprzedaj), Eurocash (kupuj), VRG (akumuluj)

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

vs.	2017			2018				2019				2020		+ / =
konsensus	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	
in minus	9	16	15	8	11	15	24	11	14	16	19	23	5	181
brak zaskoczeń	24	28	22	35	19	23	21	28	26	28	16	14	4	284
in plus	23	14	22	18	31	24	19	25	25	23	32	30	5	286
suma	56	58	59	61	61	62	64	64	65	67	67	67	14	751
in minus (%)	16	28	25	13	18	24	38	17	22	24	28	34	36	24
in plus (%)	41	24	37	30	51	39	30	39	38	34	48	45	36	38

Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank

vs.	2017			2018			2019			2020		+ / =		
r/r	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
in minus	22	20	25	27	19	19	23	23	27	23	23	33	11	295
brak zaskoczeń	8	12	2	8	11	10	6	9	11	7	8	9	2	103
in plus	35	34	39	32	37	38	38	35	29	37	36	25	1	416
suma	65	66	66	67	67	67	67	67	67	67	67	67	14	814
in minus (%)	34	30	38	40	28	28	34	34	40	34	34	49	79	36
in plus (%)	54	52	59	48	55	57	57	52	43	55	54	37	7	51

Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu

Sektor		Rynek polski	Rynek amerykański	Rynek europejski
Finanse	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	PEO, PKO	BAC US, BLK US	MONET CP
	Spółki na minus	ALR	BEN US	
	Kluczowe katalizatory:	Wyniki kwartalne		Wyniki kwartalne
Chemia	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEUTRALNY	NEGATYWNY
	Spółki na plus	CIE		
	Spółki na minus	ATT		BASF GY, 1COV GY
	Kluczowe katalizatory:	3Q'20 wyzwaniem dla wyników		Perspektywa kolejnego słabego kwartału w sektorze
Surowce	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	KGH, JSW	ANG SJ, GFI SJ, FRES LN, POLY LN, PLZL RX	
	Spółki na minus		ANG SJ, BHP AU, RIO LN	
	Kluczowe katalizatory:	Możliwe środki z tarczy antykryzysowej	Wzrost cen metali szlachetnych, spadki rudy żelaza	
Paliwa	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	MOL, PGN	CXO US, COG US, WPX US	
	Spółki na minus			RDSA NA
	Kluczowe katalizatory:	Wyniki za 2Q'20 i perspektywy na drugie półrocze	Wysoka dyscyplina spółek wydobywczych, przygotowane na przeczekanie i odbudowę popytu	Pierwsze od lat 80. obniżenie dywidendy, dalsza dyscyplina kosztowa wyzwaniem
Energetyka	SENTYMENT	NEUTRALNY	POZYTYWNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	CEZ	AEE US, EVRG US	EOAN GY, VWS DC
	Spółki na minus	TPE	HE US	SGRE SM
	Kluczowe katalizatory:	Opóźnienie procesu transformacji sektora	Odporność na kryzys i komparatywnie lepsza pozycja sektora	
Telekomy	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	OPL	CMCSA US	DTE GY, TC1 GY, DRI GY
	Spółki na minus			O2D GY
	Kluczowe katalizatory:	Wzrost cen na rynku mobilnym i stacjonarnym, potencjalna sprzedaż infrastruktury	Ponowna rotacja w spółki technologiczne i defensywne powinna faworyzować telekomy	
Media	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEGATYWNY	NEGATYWNY
	Spółki na plus		MSGS US, DIS US	PSM GY
	Spółki na minus	WPL, AGO	VIAC US	
	Kluczowe katalizatory:	Słaby 2Q'20, perspektywa długiego powrotu do wzrostów r/r	Przeciętne wyniki w mediach internetowych, otoczenie niekorzystne dla rynku reklamy	
IT	SENTYMENT	POZYTYWNY	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	ASE	FIS US, MA US, CRM US, NVDA US	DHER GY, IFX GY, SAP GY, SOW GY
	Spółki na minus		SPLK US	TMV GY, RIB GY, BC8 GY
	Kluczowe katalizatory:	W długim terminie sektor powinien zyskiwać na COVID-19, niskie zalewarowanie	Dobre wyniki, druga fala COVID-19 wsparciem	
Gaming	SENTYMENT	POZYTYWNY	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	TEN		
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:	Dobre wyniki za 2Q'20, sektor odporny na COVID-19	Mocne wyniki w 2Q, druga fala COVID-19 wsparciem	
Przemysł	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	AMC, AST, COG, FMF, FTE, TIM	CAT US, URI US	KGX GY, G1A GY, IAG LN, SIE GY, ALO FP
	Spółki na minus	PKP	ITW US, TEX US	SFC GY, VOE AV, KNEBV FH, MTX GY
	Kluczowe katalizatory:	Poprawiające się perspektywy na 2H'20	Lepsze od oczekiwań wyniki 2Q'20, nadal niekorzystna sytuacja epidemiczna	
Automotive	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus		GM US	BMW GY, UG FP
	Spółki na minus	ACG, AML, BRS, MGT, SNK	TSLA US	DAI GY, ZIL2 GY, SFQ GY
	Kluczowe katalizatory:	Spadek sprzedaży samochodów w Europie, sektor przeregulowany	Mieszane wyniki 2Q,20 (US + / Europa =), główni gracze dobrze przygotowani do mniejszych wolumenów sprzedaży	
Handel	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEGATYWNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	VRG	NKE US, PG US	ADS GY, PUM GY, ZAL GY
	Spółki na minus			BOSS GY
	Kluczowe katalizatory:	Kontynuacja odbudowy sprzedaży	Druga fala zaczyna odbijać się na konsumencie w USA, wsparcie słabszego USD	Mozolna kontynuacja odbicia, niekorzystne umocnienie EUR

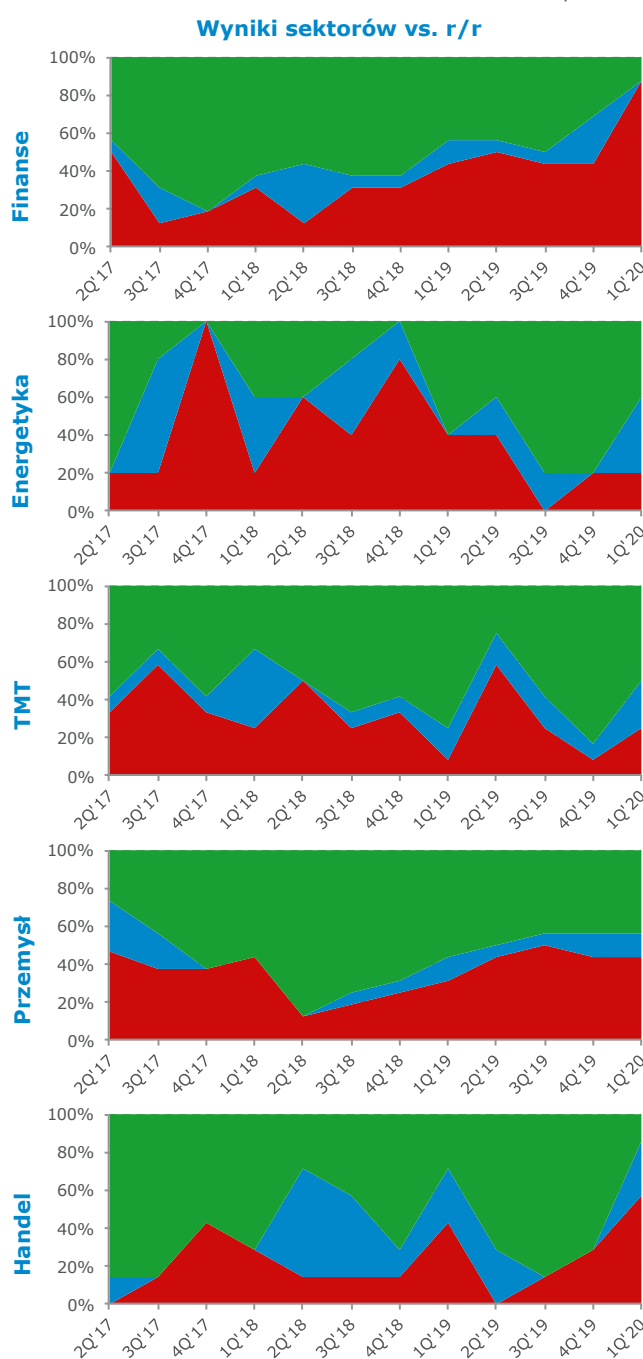
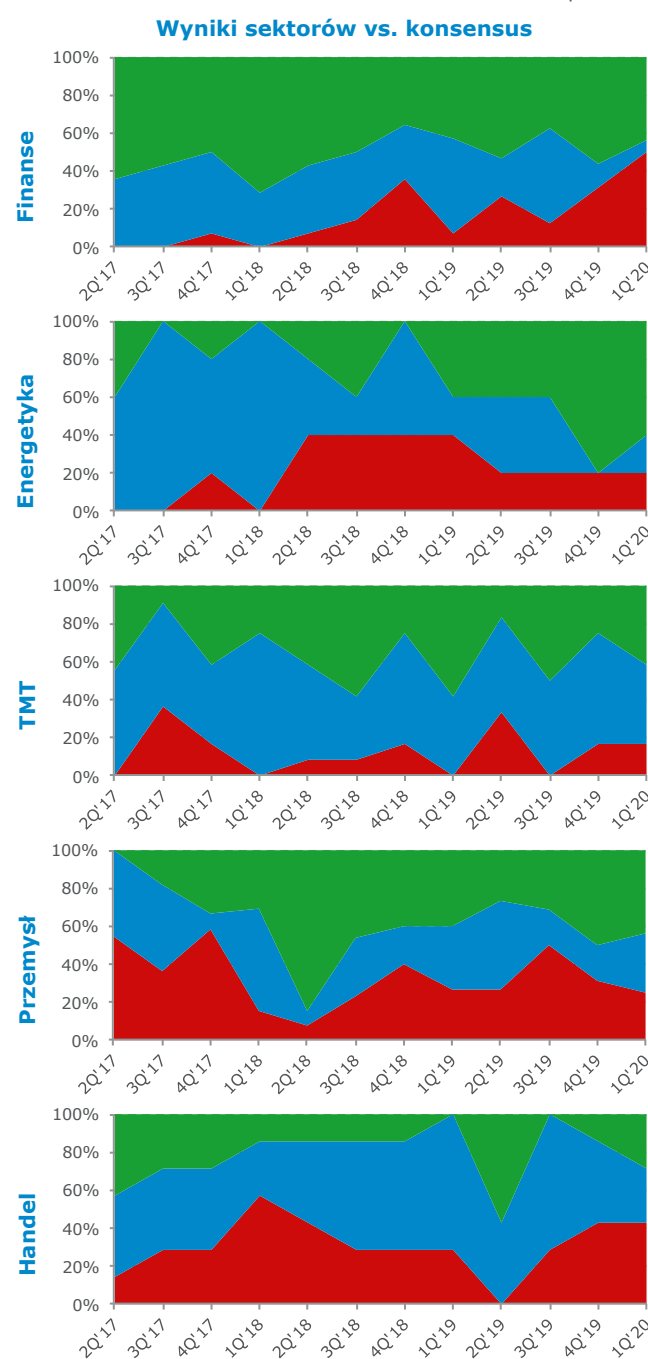
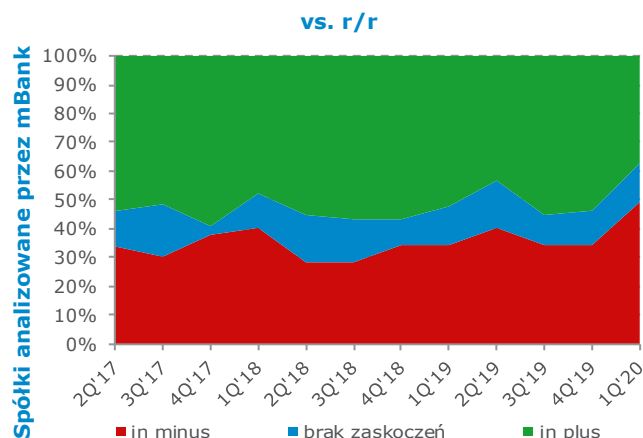
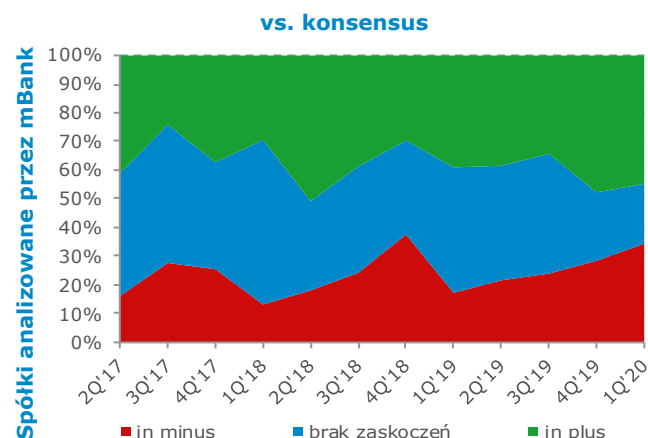
Zaskoczenia na wynikach spółek w poszczególnych kwartałach (vs. konsensus oraz vs. r/r)

vs. konsensus	2017 2Q 3Q 4Q	2018 1Q 2Q 3Q 4Q	2019 1Q 2Q 3Q 4Q	2020 1Q 2Q	+/-
Finanse					
Alior Bank	+ + +	= + =	= - + - +	+ +	83%
Handlowy	+ + =	+ + - -	- - - + -	+ +	50%
ING BSK	= = =	= - = +	+ + - - +	+ +	75%
Millennium	= + =	+ + = +	+ + + + -	+ +	83%
Pekao	= + =	= + + +	= = + + +	+ +	100%
PKO BP	+ + +	= + = =	= + = + +	+ +	100%
Santander BP	+ = =	= + = -	= - = + -	= +	75%
Komercni	+ + +	+ + + +	= + = + -	+ +	100%
Moneta			+ = + -	+ +	100%
Erste Group	+ = +	+ + + +	+ + = + -	+ +	92%
RBI			+ = + + -	+ +	100%
OTP Bank	+ + +	+ + + =	= + + + -	+ +	92%
PZU	= = +	+ = + =	+ = + + -	+ +	92%
Kruk	+ = -	+ + + -	+ - + - -	+ +	58%
Skarbiec	+ + +	= + + +	= + = + -	+ +	83%
GPW	= + =	+ = - -	= = + - =	+ +	75%
Chemia					
Ciech	= = +	= + = -	= = = + -	+ +	83%
Grupa Azoty	- = -	= - - +	+ = + = +	+ +	67%
Surowce					
JSW	+ - -	= + = -	+ + + + -	+ +	67%
KGHM	= = +	= + - -	+ = + - -	+ +	67%
Paliwa					
Lotos	+ + =	- + = -	= = - - -	+ +	58%
MOL	+ - =	= + + +	= + = + +	+ +	92%
PGNiG	- - =	- + - -	= + - + +	+ +	50%
PKN Orlen	= - -	= - - +	= + = - -	+ +	75%
Energetyka					
CEZ	= = +	= - + =	= + - + +	+ +	83%
Enea	+ = =	= - = -	+ + + + +	+ +	92%
Energia	= = -	= - - -	= - - - -	+ +	42%
PGE	= = =	= = - -	= = + + =	+ +	75%
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	= - -	+ + + =	+ = + + =	+ +	83%
Asseco SEE	+ - =	= + + +	+ = + + +	+ +	92%
Atende		+ = - +	+ - = + =	+ +	70%
Comarch	+ - -	+ + + +	+ - + + -	+ +	67%
Gaming					
11 bit studios	+ - -	= - = +	- - - + +	+ +	55%
CD Projekt	+ - +	= = - -	+ + + + +	+ +	75%
Ten Square G		- - -	- - = + -	+ +	43%
Przemysł					
AC			= = - + +	+ +	83%
Alumetal	= + =	= + = -	- = = + +	+ +	83%
Amica	= - +	- + + +	= = + + =	+ +	83%
Apator	- = -	= + + +	= = + + =	+ +	75%
Astarta			- + +	+ +	67%
Boryszew	- + -	= - - -	= - - - -	+ +	25%
Cognor		+ + =	- + - - -	+ +	56%
Famur	- = +	+ + + +	+ + + - -	+ +	75%
Forte	= - -	= + - -	= - + + +	+ +	58%
Grupa Kęty	= = -	= + = =	= = + + +	+ +	92%
Kernel	- - +	= - + +	- = + + +	+ +	67%
Kruszwica	- = -	+ + + +	+ + - + =	+ +	75%
Mangata	- - -	+ + + +	+ = + + -	+ +	58%
PKP Cargo	= = -	= + + -	= - - - -	+ +	50%
Pozbud		+ = + -	= + - - -	+ +	60%
TIM			+ + + - =	+ +	83%
Handel					
AmRest	+ + +	= - = +	- + = - -	+ +	58%
CCC	+ - -	= - - -	= + = - -	+ +	17%
Dino	+ = +	+ = = =	= + = = +	+ +	100%
Eurocash	= - -	= = - -	= = = + =	+ +	67%
Jeronimo	= = =	= = = =	= = = - -	+ +	92%
LPP	= + +	= + + +	= + - - -	+ +	75%
VRG	- = =	= - = =	= = = + +	+ +	75%

vs. r/r	2017 2Q 3Q 4Q	2018 1Q 2Q 3Q 4Q	2019 1Q 2Q 3Q 4Q	2020 1Q 2Q	+/-
Finanse					
Alior Bank	+ + -	+ + - +	- - - - -	+ +	42%
Handlowy	- + +	+ + - -	- - - - -	+ +	42%
ING BSK	- + +	+ + = +	= + + = -	+ +	83%
Millennium	- + +	+ + + +	= - = - -	+ +	62%
Pekao	- = +	+ + + -	- + + = -	+ +	67%
PKO BP	= + +	+ + + +	+ + + - -	+ +	83%
Santander BP	- + +	= = - +	- - + - -	+ +	46%
Komercni	- - +	+ + + +	+ + - - -	+ +	46%
Moneta	- = -	+ + + +	- + + = +	+ +	62%
Erste Group	- + +	+ + + +	+ - + = -	+ +	69%
RBI	+ + +	+ + + -	= - = + -	+ +	67%
OTP Bank	+ + +	+ + + +	+ + + + -	+ +	92%
PZU	+ + +	- + + =	+ - - + -	+ +	67%
Kruk	+ = -	= - + +	+ - - - -	+ +	50%
Skarbiec	- + +	- - - -	+ + - + -	+ +	42%
GPW	+ + +	- + - -	- - + - +	+ +	50%
Chemia					
Ciech	- - +	= - - -	- = + + -	+ +	42%
Grupa Azoty	+ + +	- - - -	+ + + = -	+ +	58%
Surowce					
JSW	+ + +	= = = -	- - = - -	+ +	50%
KGHM	+ + -	- + - =	+ + + - -	+ +	50%
Paliwa					
Lotos	+ + +	- + = +	+ = = - +	+ +	69%
MOL	+ - +	- - + +	- = = - +	+ +	58%
PGNiG	= = =	- + + -	- - - + +	+ +	62%
PKN Orlen	+ + +	- - - +	= + + - -	+ +	54%
Energetyka					
CEZ	- - -	= - + =	+ + = + +	+ +	58%
Enea	+ = -	= - = -	+ + + + +	+ +	75%
Energia	+ + +	+ + - -	- = + - -	+ +	46%
PGE	+ = -	+ + = -	- - + + =	+ +	67%
Tauron	+ = -	= - - -	- - + + +	+ +	58%
Telekomunikacja					
Cyfrowy	+ - -	= - = =	= = = = =	+ +	75%
Netia	- - -	= - - -	- - - + =	+ +	25%
Orange PL	= - +	= - + +	= = + + +	+ +	85%
Play	+ + =	- - - -	+ + = + +	+ +	67%
Media					
Agora	+ = +	- - + +	+ - + + +	+ +	75%
Wirtualna	+ + +	+ + + +	+ + + + -	+ +	92%
IT					
Ailleron	+ - +	= + - -	+ - - + -	+ +	50%
Asseco BS	+ + +	+ + + +	+ - + + +	+ +	92%
Asseco PL	- - -	+ + + +	+ - + - +	+ +	58%
Asseco SEE	+ + +	+ + + +	+ + + + +	+ +	100%
Atende	- - +	- - + -	+ - - + -	+ +	33%
Comarch	- - -	= + + +	+ - + + +	+ +	67%
Gaming					
11 bit studios	- = +	+ - + +	+ - - + +	+ +	67%
CD Projekt	+ - -	- - - -	- + - + +	+ +	33%
Ten Square G		+ + + +	+ + + + +	+ +	100%
Przemysł					
AC	+ - -	+ + + +	+ - + - -	+ +	58%
Alumetal	- - +	+ + + -	- - - = +	+ +	50%
Amica	- - -	- + + +	= + + + -	+ +	67%
Apator	- + -	- + + +	+ = + + -	+ +	50%
Astarta	+ + +	- - - -	- + - + +	+ +	45%
Boryszew	+ + +	- - - -	- - - + -	+ +	33%
Cognor	= + +	+ + + -	- - - - +	+ +	58%
Famur	= + +	+ + + +	+ + - - -	+ +	75%
Forte	- - -	- + - +	+ - + + +	+ +	50%
Grupa Kęty	+ + +	+ + + +	= + + + +	+ +	100%
Kernel	- - -	- + + +	- + = - +	+ +	50%
Kruszwica	= = +	+ + + +	+ + - + =	+ +	92%
Mangata	- = +	+ + + +	+ = - - -	+ +	75%
PKP Cargo	+ + -	+ + + +	+ - - - -	+ +	58%
Pozbud	- = +	- + + +	+ + + + -	+ +	75%
TIM	- - +	+ + + +	+ + + + +	+ +	83%
Handel					
AmRest	+ + -	+ = + +	+ + + - -	+ +	75%
CCC	+ + +	= - - -	= - + - -	+ +	23%
Dino	+ + +	+ + + +	+ + + + +	+ +	100%
Eurocash	= - -	+ = + +	- = + + =	+ +	75%
Jeronimo	+ + +	+ = = =	= + + + -	+ +	92%
LPP	+ + +	- + + +	= + + + -	+ +	77%
VRG	+ + +	+ = + +	- + + + -	+ +	83%

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

Zaskoczenia na wynikach wszystkich spółek analizowanych przez mBank oraz wybranych sektorów



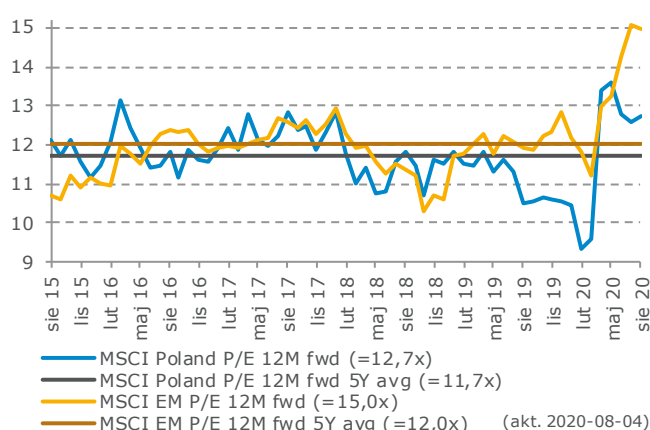
Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank

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

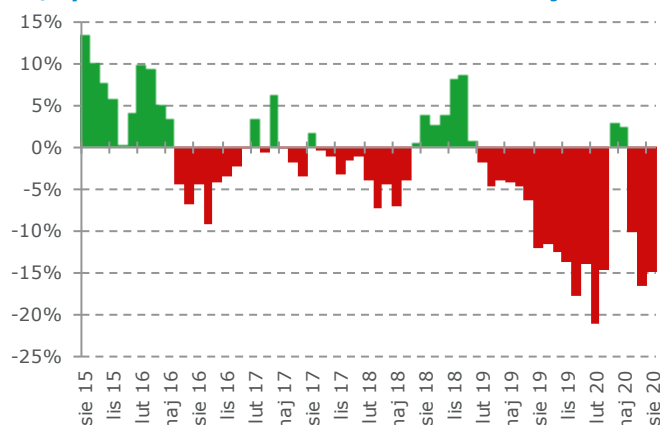
lip 19=0	WIG30		Finanse		Paliwa		Energetyka		Handel		TMT		Chemia		Surowce	
	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank
sie 19	+0%	-1%	+0%	+0%	+0%	+0%	+2%	+0%	-0%	+2%	+8%	+10%	-3%	-27%	-8%	-33%
wrz 19	-1%	-3%	+0%	-4%	+1%	+0%	-3%	+0%	-1%	+2%	+8%	+9%	-8%	-57%	-18%	-33%
paź 19	-2%	-7%	-3%	-6%	+3%	-6%	-5%	-16%	-2%	-1%	+13%	+9%	-28%	-47%	-26%	-19%
lis 19	-4%	-9%	-3%	-11%	-0%	-3%	-9%	-16%	-4%	-1%	+8%	+5%	-46%	-45%	-25%	-30%
gru 19	-5%	-9%	-2%	-11%	-2%	-3%	-11%	-16%	-9%	-1%	+10%	+5%	-49%	-45%	-28%	-30%
sty 20	-10%	-15%	-5%	-11%	-17%	-32%	-13%	-16%	-11%	-3%	+9%	+5%	-69%	+0%	-24%	-21%
lut 20	-14%	-16%	-7%	-11%	-23%	-32%	-29%	-16%	-14%	-6%	+8%	+5%	-44%	+23%	-28%	-37%
mar 20	-25%	-43%	-16%	-41%	-39%	-75%	-29%	-16%	-24%	-56%	+4%	-4%	-31%	+23%	-73%	-94%
kwi 20	-43%	-54%	-46%	-52%	-52%	-86%	-34%	-37%	-53%	-66%	+9%	-6%	-47%	-3%	-84%	-94%
maj 20	-44%	-52%	-47%	-55%	-58%	-86%	-36%	-41%	-58%	-59%	+15%	+10%	-48%	-3%	-78%	-53%
cze 20	-46%	-29%	-51%	-55%	-52%	+25%	-36%	-41%	-86%	-59%	+10%	+10%	-31%	-20%	-70%	-53%
lip 20	-44%	-25%	-56%	-55%	-26%	+28%	-44%	-41%	-97%	-56%	+9%	+13%	-39%	-20%	-67%	-7%

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

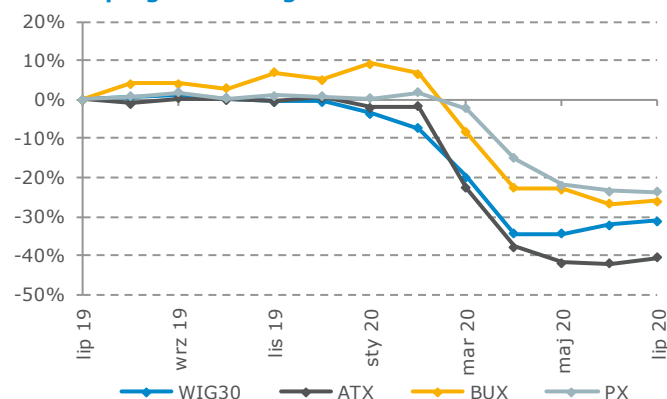


Źródło: Bloomberg, mBank



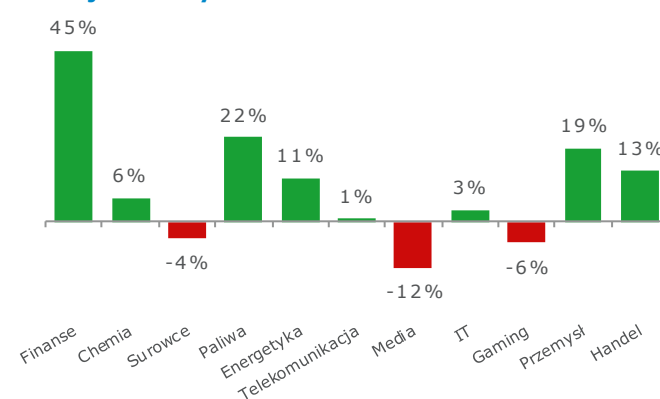
Źródło: Bloomberg, mBank

Zmiana prognozowanego EPS 12M fwd



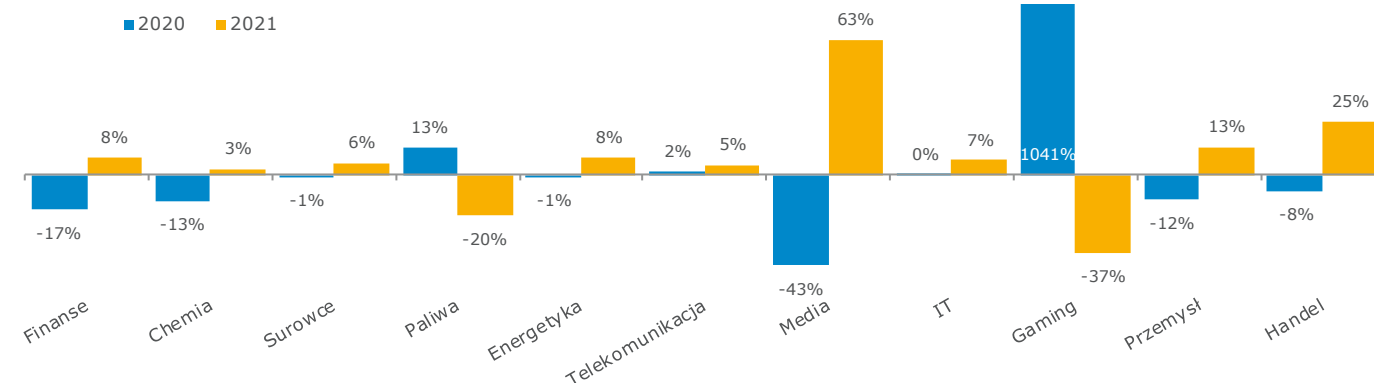
Źródło: Bloomberg, mBank

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	3	2	9	18,42	-18,7%	-	+378%	+21%				10
Handlowy	trzymaj	37,64	1	4	6	37,33	+0,8%	-19%	-10%	-17%				6
ING BSK	sprzedaj	117,78	2	5	5	137,95	-14,6%	+2%	-6%	-13%				5
Millennium	kupuj	3,72	3	7	3	3,61	+3,2%	-5%	-44%	-61%				5
Pekao	kupuj	68,90	13	6	1	69,16	-0,4%	+30%	+11%	+17%				12
PKO BP	trzymaj	22,58	7	12	1	27,33	-17,4%	-23%	-4%	-8%				10
Santander BP	kupuj	179,37	2	11	4	185,51	-3,3%	-17%	-3%	-3%				12
PZU	kupuj	35,93	6	5	1	37,07	-3,1%	-2%	-2%	+4%				5
GPW	trzymaj	41,56	1	4	0	44,82	-7,3%	-8%	+0%	-1%	+4%	+4%	+4%	4/4
Chemia														
Ciech	trzymaj	34,09	5	4	2	37,46	-9,0%	-8%	-4%	-16%	-2%	+2%	-7%	7/7
Grupa Azoty	trzymaj	29,90	2	4	2	32,72	-8,6%	-27%	-37%	-49%	-3%	-9%	-9%	3/4
Surowce														
JSW	trzymaj	16,41	0	1	7	11,32	+45,0%	-	-	-	+372%	+10%	-40%	4/2
KGHM	trzymaj	124,67	4	6	6	106,54	+17,0%	+42%	+11%	+18%	+14%	+1%	+5%	13/12
Paliwa														
Lotos	trzymaj	55,87	7	6	1	69,07	-19,1%	-	-53%	-16%	-28%	-33%	-14%	10/9
MOL	kupuj	2 158,0	10	3	1	2 302,2	-6,3%	-26%	-61%	-34%	-17%	-24%	-11%	12/11
PGNiG	kupuj	5,94	5	5	1	4,87	+22,0%	+41%	+33%	+35%	+34%	+9%	+11%	5/6
PKN Orlen	trzymaj	67,72	4	11	3	66,67	+1,6%	+61%	-53%	-31%	+32%	-20%	-9%	14/13
Energetyka														
CEZ	akumuluj	514,80	11	6	1	550,02	-6,4%	+3%	-21%	-41%	+1%	-5%	-12%	11/12
Energa	zawieszona	-	2	5	0	9,07	-	+36%	-20%	-10%	+3%	+5%	+2%	5/4
PGE	zawieszona	-	4	5	4	7,13	-	+53%	+11%	+10%	+11%	+15%	+6%	7/7
Tauron	zawieszona	-	6	4	1	2,86	-	-22%	-9%	-2%	+5%	-7%	+2%	7/6
Telekomunikacja														
Cyfrowy Polsat	trzymaj	24,10	3	9	1	28,68	-16,0%	+4%	+3%	+9%	-3%	-2%	-2%	7/7
Orange Polska	kupuj	8,30	3	10	1	7,01	+18,5%	+13%	+43%	+35%	+11%	+17%	+15%	7/7
Play	akumuluj	35,70	10	3	1	36,51	-2,2%	-1%	-5%	-11%	-0%	-2%	-3%	11/10
Media														
Wirtualna Polska	redukuj	63,10	4	0	2	79,65	-20,8%	-11%	-7%	-2%	-11%	-8%	-4%	5/5
IT														
Asseco Poland	akumuluj	68,39	3	5	0	70,75	-3,3%	-11%	-9%	-4%	-2%	-2%	+2%	7/7
Asseco SEE	przeważaj	-	2	2	0	40,30	-	-5%	-5%	-	-3%	-0%	-	3/4
Comarch	trzymaj	220,30	3	3	0	219,87	+0,2%	-32%	-4%	-2%	-10%	-4%	-2%	2/2
Gaming														
11 bit studios	trzymaj	476,00	5	5	0	485,37	-1,9%	+5%	-4%	+44%	-4%	+3%	+34%	4/3
CD Projekt	trzymaj	388,10	4	13	5	374,83	+3,5%	+40%	+15%	-15%	+28%	+7%	-22%	12/11
Ten Square Games	akumuluj	592,00	9	0	1	630,70	-6,1%	-3%	+2%	-6%	+2%	+3%	-4%	8/9
Przemysł														
Alumetal	niedoważaj	-	3	1	1	57,20	-	-31%	-18%	-28%	-15%	-10%	-17%	3/3
Amica	przeważaj	-	5	0	0	164,50	-	+15%	+8%	+4%	+7%	+3%	+0%	3/3
Apator	równoważ	-	1	3	0	-	-	-8%	-1%	-0%	-1%	+4%	-0%	2/2
Astarta	przeważaj	-	2	0	1	16,52	-	-	+36%	-66%	-23%	-7%	-33%	2/2
Famur	kupuj	2,86	1	4	0	3,26	-12,4%	-12%	-5%	+39%	-7%	+10%	+6%	3/2
Forte	przeważaj	-	3	2	1	19,80	-	-11%	+30%	-3%	+25%	+19%	+3%	2/3
Grupa Kęty	trzymaj	453,70	6	3	0	448,43	+1,2%	+13%	+5%	-1%	+8%	+2%	-4%	6/6
Kemel	trzymaj	44,58	3	2	0	50,49	-11,7%	-13%	+10%	-18%	-7%	-4%	-13%	5/5
PKP Cargo	redukuj	12,37	2	2	3	16,99	-27,2%	-	-	-	-9%	-16%	-9%	5/5
Handel														
CCC	zawieszona	-	5	8	2	68,95	-	-	-	-	-	-	-	13/12
Dino	sprzedaj	155,60	6	5	7	185,16	-16,0%	+2%	+7%	+4%	+0%	+0%	-0%	12/11

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

Aktualne rekomendacje mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Potencjał zmiany	P/E 2020	P/E 2021	EV/EBITDA 2020	EV/EBITDA 2021
Finanse						+48,6%	10,1	9,3		
Alior Bank	trzymaj	2020-06-03	15,19	14,98	14,57	+2,8%	-	9,3		
Handlowy	trzymaj	2020-06-03	38,00	37,64	36,30	+3,7%	21,0	16,0		
ING BSK	sprzedaj	2020-06-03	145,20	117,78	131,80	-10,6%	18,7	15,9		
Millennium	kupuj	2020-06-03	2,64	3,72	2,82	+31,9%	21,6	13,2		
Pekao	kupuj	2020-06-03	52,40	68,90	50,88	+35,4%	10,1	9,3		
PKO BP	trzymaj	2020-06-03	22,06	22,58	21,85	+3,3%	14,9	11,1		
Santander Bank Polska	kupuj	2020-08-04	152,50	179,37	152,50	+17,6%	17,4	12,6		
Komercni Banka	kupuj	2019-12-05	792,00	928,20 CZK	511,00	+81,6%	6,8	6,5		
Moneta Money Bank	kupuj	2019-08-28	75,95	94,33 CZK	51,20	+84,2%	6,4	6,3		
Erste Group	kupuj	2020-03-04	29,44	36,61 EUR	19,48	+88,0%	5,2	5,1		
RBI	akumuluj	2019-12-05	21,24	23,05 EUR	14,66	+57,2%	4,0	3,9		
OTP Bank	trzymaj	2019-12-05	14 870	14 681 HUF	10 260	+43,1%	6,4	6,3		
PZU	kupuj	2020-04-28	29,92	35,93	27,34	+31,4%	9,2	8,3		
Kruk	kupuj	2019-12-05	150,90	210,31	137,00	+53,5%	7,7	7,4		
Skarbiec Holding	trzymaj	2020-07-02	21,40	21,20	27,80	-23,7%	10,7	11,5		
GPW	trzymaj	2020-05-20	40,00	41,56	46,00	-9,7%	17,5	15,9		
Chemia						+6,3%	13,4	15,8	5,9	6,1
Ciech	trzymaj	2020-07-02	32,30	34,09	30,90	+10,3%	10,3	9,0	5,5	4,8
Grupa Azoty	trzymaj	2020-07-02	30,45	29,90	28,80	+3,8%	16,4	22,7	6,3	7,4
Surowce						-4,3%	9,7	10,2	5,5	4,0
JSW	trzymaj	2020-08-04	17,40	16,41	17,40	-5,7%	-	-	5,8	3,0
KGHM	trzymaj	2020-07-29	129,45	124,67	130,15	-4,2%	9,7	10,2	5,2	5,0
Paliwa						+21,9%	5,5	14,3	5,5	5,7
Lotos	trzymaj	2020-07-02	60,14	55,87	47,81	+16,9%	-	15,9	15,4	6,0
MOL	kupuj	2020-08-04	1 722	2 158 HUF	1 722	+25,3%	33,6	16,1	6,8	5,8
PGNiG	kupuj	2020-08-04	5,10	5,94	5,10	+16,5%	4,0	10,1	2,1	3,7
PKN Orlen	trzymaj	2020-07-02	63,28	67,72	53,02	+27,7%	5,5	12,7	4,1	5,5
Energetyka						+11,4%	9,3	4,5	5,0	4,4
CEZ	akumuluj	2020-06-03	489,00	514,80 CZK	462,00	+11,4%	11,4	16,0	6,5	7,2
Enea	zawieszona	2020-06-23	7,90	-	7,16	-	3,0	2,5	3,4	2,8
Energia	zawieszona	2020-06-03	8,19	-	7,56	-	9,8	7,7	5,0	4,4
PGE	zawieszona	2020-04-27	4,05	-	6,85	-	9,3	4,5	3,9	2,9
Tauron	zawieszona	2020-05-05	1,14	-	2,67	-	7,1	3,9	5,5	4,9
Telekomunikacja						+0,8%	21,6	16,5	5,6	5,2
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2020-04-01	23,82	24,10	27,80	-13,3%	14,6	11,9	7,6	7,0
Netia	trzymaj	2020-08-04	4,46	4,40	4,46	-1,3%	28,7	26,0	4,6	4,3
Orange Polska	kupuj	2020-07-30	7,07	8,30	7,31	+13,6%	39,4	21,1	5,2	4,7
Play	akumuluj	2020-08-04	32,54	35,70	32,54	+9,7%	8,9	8,8	6,0	5,7
Media						-12,0%	38,9	22,5	17,8	9,6
Agora	trzymaj	2020-06-03	8,36	8,60	7,58	+13,5%	-	-	20,3	7,6
Wirtualna Polska	redukuje	2020-04-20	67,80	63,10	76,40	-17,4%	38,9	22,5	15,3	11,6
IT						+3,1%	17,9	15,5	7,8	6,3
Aiieron	równoważ	2020-05-05	6,26	-	7,10	-	14,1	11,0	4,4	3,4
Asseco BS	równoważ	2020-05-05	35,80	-	32,80	-	16,3	15,6	10,5	9,9
Asseco Poland	akumuluj	2020-08-04	66,50	68,39	66,50	+2,8%	17,3	15,4	5,4	5,0
Asseco SEE	przeważaj	2020-05-05	31,40	-	43,00	-	23,5	20,5	11,1	9,7
Atende	równoważ	2020-05-05	2,94	-	3,36	-	18,5	11,2	7,9	5,7
Comarch	trzymaj	2020-05-13	210,00	220,30	212,00	+3,9%	23,4	16,7	7,7	6,9
Gaming						-5,6%	23,0	24,4	19,6	20,5
11 bit studios	trzymaj	2020-06-03	475,00	476,00	500,00	-4,8%	41,3	75,4	27,4	43,0
CD Projekt	trzymaj	2020-06-03	388,20	388,10	417,00	-6,9%	14,4	24,4	12,2	20,5
Ten Square Games	akumuluj	2020-07-02	548,00	592,00	556,00	+6,5%	23,0	17,8	19,6	14,7
Przemysł						+19,3%	12,5	9,6	7,0	6,4
AC	równoważ	2020-06-29	38,50	-	40,80	-	13,9	13,8	8,4	8,3
Alumetal	niedoważaj	2020-07-30	38,00	-	38,20	-	23,3	14,8	9,3	7,6
Amica	przeważaj	2020-07-30	145,00	-	149,00	-	9,6	9,6	6,4	6,4
Apator	równoważ	2020-06-29	20,80	-	21,00	-	13,4	12,2	7,4	6,8
Astarta	przeważaj	2020-05-11	11,75	-	17,20	-	-	3,2	4,5	2,8
Boryszew	niedoważaj	2020-06-08	3,59	-	3,57	-	66,1	12,7	9,0	7,0
Cognor	kupuj	2020-08-04	0,93	1,98	0,93	+113,4%	6,1	7,5	4,0	4,1
Famur	kupuj	2020-08-04	1,70	2,86	1,70	+68,2%	7,1	9,1	3,2	3,2
Forte	przeważaj	2020-06-29	20,25	-	27,00	-	72,7	9,3	9,1	6,6
Grupa Kęty	trzymaj	2020-06-25	432,00	453,70	446,00	+1,7%	11,3	13,7	8,1	9,3
Kemel	trzymaj	2020-06-03	43,80	44,58	39,40	+13,1%	9,0	6,2	6,0	5,7
Kruszwica	równoważ	2020-06-29	60,40	-	58,40	-	11,8	11,1	6,7	6,3
Mangata	równoważ	2020-06-29	50,50	-	51,00	-	13,2	9,3	7,6	5,8
PKP Cargo	redukuje	2020-07-02	14,04	12,37	13,00	-4,8%	-	-	5,3	4,6
Pozbud	równoważ	2020-06-29	1,70	-	1,40	-	6,3	8,8	5,7	6,8
TIM	przeważaj	2020-06-29	10,90	-	14,35	-	16,2	12,0	7,2	6,4
Handel						+13,2%	27,1	25,8	16,1	9,1
AmRest	trzymaj	2020-03-04	39,55	40,00	18,16	+120,3%	16,8	13,5	6,4	5,5
CCC	zawieszona	2020-03-19	24,98	-	58,86	-	-	-	-	-
Dino	sprzedaj	2020-07-02	199,10	155,60	226,60	-31,3%	40,0	30,0	23,7	18,5
Eurocash	kupuj	2020-07-02	17,34	19,90	16,14	+23,3%	-	-	5,7	5,4
Jeronimo Martins	akumuluj	2020-08-04	14,29	15,30 EUR	14,29	+7,1%	27,1	21,9	8,6	7,3
LPP	akumuluj	2020-08-04	7 105,00	7 900,00	7 105,00	+11,2%	-	25,8	24,8	12,7
VRG	akumuluj	2020-07-02	2,33	2,43	2,24	+8,5%	-	48,3	100,0	10,9

Zmiany rekomendacji w przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Asseco Poland	akumuluj	trzymaj	68,39 PLN	2020-08-04
Cognor	kupuj	trzymaj	1,98 PLN	2020-08-04
Famur	kupuj	trzymaj	2,86 PLN	2020-08-04
Jeronimo Martins	akumuluj	trzymaj	15,30 EUR	2020-08-04
JSW	trzymaj	sprzedaj	16,41 PLN	2020-08-04
LPP	akumuluj	akumuluj	7900,00 PLN	2020-08-04
MOL	kupuj	akumuluj	2158,00 HUF	2020-08-04
Netia	trzymaj	akumuluj	4,40 PLN	2020-08-04
PGNiG	kupuj	kupuj	5,94 PLN	2020-08-04
Play	akumuluj	kupuj	35,70 PLN	2020-08-04
Santander Bank Polska	kupuj	trzymaj	179,37 PLN	2020-08-04

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Alumetal	niedoważaj	równoważ	- -	2020-07-30
Amica	przeważaj	równoważ	- -	2020-07-30
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
KGHM	trzymaj	sprzedaj	124,67 PLN	2020-07-29
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
Orange Polska	kupuj	akumuluj	8,30 PLN	2020-07-30
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

Statystyki rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Biurem maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	2	3,2%	1	4,8%
redukuj	2	3,2%	0	0,0%
niedoważaj	2	3,2%	1	4,8%
trzymaj	21	33,9%	8	38,1%
równoważ	8	12,9%	0	0,0%
akumuluj	8	12,9%	2	9,5%
kupuj	14	22,6%	7	33,3%
przeważaj	5	8,1%	2	9,5%

Kalendarium wydarzeń

Data		Spółka	Wydarzenie
5 sie	12:00	Pekao	Telekonferencja z Zarządem (http://infostrefa.tv/pekaoa/)
5 sie	14:00	PKO BP	Publikacja wyników za 2Q'20 i telekonferencja (+48 22 124 59 59; PIN: 146816)
5 sie		Grupa Kęty	Publikacja wyników za 2Q'20
5 sie		Pekao	Publikacja wyników za 2Q'20
6 sie	10:00	ING BSK	Telekonferencja z Zarządem (http://infostrefa.tv/ing/)
6 sie		Asseco SEE	Publikacja wyników za 2Q'20
6 sie		Asseco SEE	Telekonferencja z Zarządem (aplikacja Webex)
6 sie		ING BSK	Publikacja wyników za 2Q'20
7 sie	10:00	MOL	Publikacja wyników za 2Q'20 i telekonferencja (MS Teams/+44 20 3321 5202 ID: 908 601 304#)
7 sie		OTP Bank	Publikacja wyników za 2Q'20
7 sie	15:00	OTP Bank	Telekonferencja z Zarządem (T: +44 203 481 5237; Passcode: 938349)
10 sie		AC	Publikacja wyników za 2Q'20
10 sie		Play	Publikacja wyników za 2Q'20
11 sie	08:00	CEZ	Publikacja wyników za 2Q'20
11 sie	16:00	CEZ	Telekonferencja z Zarządem (+44 207 194 3759; PIN: 97505741#)
11 sie		PGE	Publikacja wyników za 2Q'20
11 sie		RBI	Publikacja wyników za 2Q'20
12 sie		Astarta	Publikacja wyników za 2Q'20
12 sie		BOŚ	Publikacja wyników za 2Q'20
12 sie		Lotos	Publikacja wyników za 2Q'20
13 sie		BNP Paribas	Publikacja wyników za 2Q'20
13 sie		GPW	Publikacja wyników za 2Q'20
13 sie		Netia	Publikacja wyników za 2Q'20
13 sie		Netia	Telekonferencja z Zarządem
14 sie		Agora	Publikacja wyników za 2Q'20
17 sie		Cognor	Publikacja wyników za 2Q'20
19 sie		Alior Bank	Publikacja wyników za 2Q'20
19 sie		KGHM	Publikacja wyników za 2Q'20
19 sie		Tauron	Publikacja wyników za 2Q'20
20 sie		Citi Handlowy	Publikacja wyników za 2Q'20
20 sie		Cyfrowy Polsat	Publikacja wyników za 2Q'20
20 sie		GTC	Publikacja wyników za 2Q'20
20 sie		JSW	Publikacja wyników za 2Q'20
20 sie		PGNiG	Publikacja wyników za 2Q'20
20 sie		PKP Cargo	Publikacja wyników za 2Q'20
21 sie		Dino	Publikacja wyników za 2Q'20
24 sie		Ten Square Games	Publikacja wyników za 2Q'20
25 sie		Budimex	Publikacja wyników za 2Q'20
25 sie		CCC	Publikacja wyników za 2Q'20
25 sie		Dom Development	Publikacja wyników za 2Q'20
25 sie		Eurocash	Publikacja wyników za 2Q'20
25 sie		Wirtualna Polska	Publikacja wyników za 2Q'20
26 sie		Lokum	Publikacja wyników za 2Q'20
26 sie		VRG	Publikacja wyników za 2Q'20
27 sie		11 bit studios	Publikacja wyników za 2Q'20
27 sie		Asseco Poland	Publikacja wyników za 3Q'20
27 sie		Stelmet	Publikacja wyników za 3Q'20
28 sie		Apator	Publikacja wyników za 2Q'20
28 sie		Comarch	Publikacja wyników za 2Q'20
28 sie		PZU	Publikacja wyników za 2Q'20
31 sie		Unibep	Publikacja wyników za 2Q'20

Makroekonomia

Sprzedaż detaliczna

Sporo jeszcze brakuje do tempa wzrostu sprzedaży charakterystycznego dla dojrzałego ożywienia gospodarczego. To właśnie domknięcie wspomnianych luk zajmie najwięcej czasu. Okres nadrabiania zaległości zakupowych mamy natomiast za sobą. Wynik -1,3% był lepszy od rynkowego konsensusu (okolicie -3%) i bliższy naszej prognozie (-0,5%). Nominalnie sprzedaż spadła nieco bardziej (-1,9%) z uwagi na ujemny deflator (ujemne ceny) sprzedaży. Z uwagi na fakt, że sprzedaż jest mocno sezonową kategorią i występują w niej silne szarpnięcia w dół i w górę, warto popatrzeć także na wskaźnik odsezonowany (przede wszystkim, aby mieć dobre odniesienie do poprzednich poziomów). Do poziomów sprzed pandemii brakuje co najmniej kilku punktów procentowych. Gdyby za punkt odniesienia wziąć lekko rosnący trend - nawet więcej. Domknięcie tej luki potrwa już dłużej. Szybki rzut oka na kategorie sugeruje, że agregat pociągnęły dobra trwałego użytku. Kategoria "meble, RTV i AGD" urosła o 16,1% r/r zaś sprzedaż samochodów przyspieszyła od 55% spadków w marcu do -6,4% r/r. Widzimy też dalszy, znaczący postęp w kategorii "pozostałe", która spadła o 6,3% r/r (w dołku spadki dochodziły do 25%). Sprzedaż tekstyliów, odzieży i obuwnia sięgnęła -3,7% r/r (w dołku -65%). Skala wydzwignięcia się tych kategorii jest imponująca, ale nisko wiszące owoce zostały już zerwane. Dalsze postępy będą dużo wolniejsze. Do tego dochodzi spora część kategorii (żywność, paliwa), która de facto miejsca na poprawę ma niewiele. Konsumenci zrealizowali odłożony popyt, przystosowali się do nowych warunków funkcjonowania i teraz wróci naturalny rytm sprzedaży. Podobnie jak w przypadku produkcji przemysłowej znów pieczołowicie będziemy liczyć dni robocze i uważać na efekty bazowe. Dochody rozporządzalne konsumentów zostały podczas pandemii nadszarpnięte, nadszarpnięty został też optymizm. Uważamy, że dopóki cała gospodarka nie wyjdzie na prostą (tu widzimy bardzo dużą rolę dla inwestycji publicznych, szczególnie tych współfinansowanych przez UE), dopóty konsument będzie ostrożny. Będzie preferował nieco wyższy poziom oszczędności. Dotyczy to także części usług (to ważne dla całego agregatu konsumpcji), które obecnie nie są możliwe do zrealizowania.

Rzutowanie poziomów realnej sprzedaży detalicznej na konsumpcję skłania do stwierdzenia, że należy tej ostatniej poszukiwać w okolicach -10% r/r w II kwartale. Raczej nie ma co liczyć na mechanizm wygładzania konsumpcji, bo w tym przypadku nie chodziło o dochody rozporządzalne, lecz o fizyczną możliwość realizacji zakupów i korzystania z usług. Łyżkę miodu może stanowić fakt, że poziom sprzedaży w najmniejszych podmiotach (<9 osób) mógł lepiej znieść pandemię. Wsparciem dla nieco bardziej optymistycznego spojrzenia na nadchodzącą publikację konsumpcji za II kwartał stanowić też może pewna tendencja GUS do spłaszczania cyklu w pierwszych odczytach (widzieliśmy to wielokrotnie, dopiero korekty przynoszą bardziej ostre odczyty). Łyżką dziegciu pozostawał będzie jednak fakt, że niektóre działalności usługowe były wyłączane szybko i włączane późno. Obserwacje dnia codziennego sugerują, że część zrealizowała się w szarej strefie.

Produkcja przemysłowa

Produkcja budowlano-montażowa obniżyła się w czerwcu o 2,4% r/r. To nieznacznie gorszy wynik niż szacunek konsensusu (-1,8% r/r), lepszy jednak od naszej nadmiernie pesymistycznej prognozy (-6,7% r/r). W ujęciu miesięcznym produkcja budowlana wzrosła o 12,5%, jednak nie należy kojarzyć tego z ewentualnym wyjściem z COVIDowego dołka. To zwyczajna czerwcową sezonowość (pod tym względem odczyt nie odbiega nadmiernie od tego co znamy z

poprzednich lat). Inną kwestią jest fakt, że w przypadku produkcji budowlano-montażowej trudno mówić o znaczącym (tak jak np. w przypadku produkcji przemysłowej) obniżeniu się produkcji w związku z kwarantanną. Wpływ hamowania aktywności gospodarczej na produkcję budowlano-montażową jest bardziej subtelny. Sama zmienna cechuje się też dużą inercją. Większość prac zapoczątkowano przed wybuchem pandemii, a restrykcje sanitarne nie uderzyły znacząco w sam tryb prowadzenia prac - te nadal trwają, choć produkcja budowlano-montażowa hamuje. Największy spadek w ujęciu r/r odnotowano w przypadku kategorii Budowa budynków (-5,7% r/r) - można się spodziewać, że to ta kategoria w najbliższych odczytach będzie cierpieła mocniej od pozostałych (inwestycje prywatne). Lepiej trzymają się kategorie związane z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej (-1,2% r/r) i roboty budowlane specjalistyczne (+0,2% r/r). Perspektywy przed tymi kategoriami też rysują się lepiej niż w przypadku budowy budynków - inwestycje publiczne nie powinny znacząco zahamować w najbliższym czasie.

Rynek pracy

Stopa bezrobocia w czerwcu nie zaskoczyła względem obliczeń, które można było zrobić mając do dyspozycji faktyczne rejestracje bezrobotnych. Stopa bezrobocia rośnie jednak wolniej od oczekiwań i sytuacja powtarza się już drugi miesiąc z rzędu. Najgorsze w sektorze przedsiębiorstw (zatrudnienie >9 osób) już za nami. Nie widać opóźnionych efektów zwolnień. Mniejsze firmy to jednak inna historia. Z tej strony możemy jeszcze obserwować nowe rejestracje. Należy też wyraźnie zaznaczyć, że rejestracje może zaburzać dodatek solidarnościowy (pisaaliśmy o tym), zwłaszcza że pobiera go prawie 100 tys. osób. Nie wiemy jednak, które z nich są już zarejestrowane jako bezrobotne, a które nie (konstrukcja dodatku sprawia, że mogą go pobierać osoby, które nie są zarejestrowane jako bezrobotne, choć te zarejestrowane też mogą). Spodziewamy się dalszych wzrostów stopy bezrobocia, choć 8% na koniec roku wydaje się w tym momencie pesymistyczną prognozą. To ważny moment. Liczba pracujących w sektorze przedsiębiorstw ustabilizowała się, a wśród zatrudnionych (przeliczenie na pełne etaty, ale i uwzględnienie tymczasowych odejść w związku z urlopami bezpłatnymi i zasiłkami opiekuńczymi) widać nawet wzrosty spowodowane najprawdopodobniej powrotami z zasiłków opiekuńczych i wydłużaniem długości etatu. Co najważniejsze jednak - nie ma na razie drugiej fali zwolnień związanej z 3-miesięcznym okresem wypowiedzenia, typowym dla umów na czas nieokreślony. Pozostaje jeszcze pytanie jak szybko sektor przedsiębiorstw zacznie na powrót zatrudniać? Naszym zdaniem na to jeszcze poczekamy co najmniej kilka miesięcy, a zatrudnienie (liczba pracujących) długo będzie powracać do poprzednich poziomów.

Inflacja

Odczyt lipcowej inflacji jest zgodny z rynkowym konsensem (3,1%), choć powyżej naszej prognozy (2,9% r/r). Powodem jest zaskakujący dalszy wzrost inflacji bazowej. Na wynik składa się solidny, miesięczny spadek cen żywności o 1,4% - dokładnie tyle ile się spodziewaliśmy. Ceny energii obniżyły się nieznacznie, bo o 0,1% m/m. Obniżka cen gazu została w dużej części zniwelowana podwyżką VAT na drewno opałowe oraz wzrostami w innych kategoriach (gdzie dokładnie: dowiemy się ze szczegółowych danych). Zgodnie z oczekiwaniami zachowały się też ceny paliw, a odnotowany wzrost miesięczny to 2,3%. Jedną wielką niespodzianką jest inflacja bazowa. Szacujemy, że wzrosła do 4,3%. Wylczenie z odczytu to jedno, a powody drugie. Co powoduje, że inflacja bazowa rośnie? Tego niestety nie wiemy na podstawie tego odczytu. Analiza

danych szczegółowych poprzedniej inflacji sugerowała, że większość odczytów cen (w ujęciu miesięcznym) będzie miała klasyczny "garbaty" kształt tzn. wystrzałom z poprzedniego miesiąca będą jednak towarzyszyć wzrosty, ale w mniejszej skali. Potwierdza to liczne *anecdotal evidence*. Być może za wystrzałem kategorii bazowej kryje się też pojedyncza kategoria. Niestety musimy poczekać na szczegółowe dane. Wysoka inflacja bazowa w zasadzie nie wpływa na nastawienie NBP. Większość podwyżek cen w kategoriach bazowych gremium to traktuje jako przejściowe. Kolejny odczyt w górę to za mało aby falsyfikować projekcję inflacyjną, z której kształtem w zakresie zmian cen zasadniczo się zgadzamy.

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

Finanse

Alior Bank

trzymaj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Kurs Alior Banku w lipcu spadł prawie o 10%. 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 (pisaliśmy o tym już w kwietniu w raporcie o PZU) chociaż PZU nadal nie odpisało całego goodwill Aliora (oczekujemy tego w 2Q). Negatywny wpływ dla sentymentu mogą mieć wyniki za 2Q'20. Oczekujemy, że Alior Bank utworzy dodatkowe rezerwy na spowolnienie gospodarcze co w efekcie spowoduje pierwszą stratę netto. Dodatkowo jesteśmy zaniepokojeni o saldo rezerw banku z działalności podstawowej, które może wykazać pierwsze oznaki spowolnienia. Niemniej jednak słabe wyniki w 2Q i pozostałej części roku są oczekiwane przez nas przez co uważamy, że nie będą miały wpływu na prognozy nasze oraz rynku. Pozostawiamy naszą rekomendację trzymaj dla banku.

Cena bieżąca

14,57 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

14,98 PLN

+2,8%

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

Podstawowe dane			ALR PW	vs. WIG
Ticker	ALR PW	Zmiana 1M	-11,6%	-12,8%
ISIN	PLALIOR00045	Zmiana YTD	-49,2%	-38,3%
Liczba akcji (mln)	129,3	Średni obrót 1M		7,3 mln PLN
MC (mln PLN)	1 883,3	Średni obrót 6M		14,9 mln PLN
		P/E 12M fwd	85,5	+549,6%
Free float	74,8%	P/E 5Y avg	13,2	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

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Kredyty netto	54 246	55 871	52 818	54 230	57 505
Pozostałe aktywa	19 174	20 865	20 982	21 180	21 477
Aktywa razem	73 420	76 736	73 799	75 410	78 983
Depozyty	62 436	64 999	62 007	62 436	65 124
Pozostałe zobowiązania	4 498	4 978	5 122	6 101	6 471
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	0
Kapitały własne	6 486	6 759	6 670	6 873	7 388

Wskaźniki

(%)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
NIM	4,5%	4,5%	3,8%	3,7%	3,8%
C/I	44,8%	47,7%	46,6%	47,0%	44,4%
CoR	1,9%	2,4%	3,0%	2,3%	2,2%
NPL Ratio	10,6%	10,3%	9,9%	9,8%	9,8%
Tier 1	12,8%	14,0%	14,6%	13,6%	13,3%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	4 437
Zyski ekonomiczne	50%	4 260
Średnia wartość godziwa		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. Jeżeli chodzi o wyniki 2Q to oczekujemy z jednej strony o wiele lepszego wyniku na działalności skarbcowej, ale z drugiej o wiele większych rezerw na COVID-19 (około 80 mln PLN). Ostatecznie nasza cena docelowa to 37,64 PLN, a rekomendacja to trzymaj. Przewidyujemy, że w 2021 i 2022 roku zakładamy, że BHW wypłaci dywidendy z zysku niepodzielonego z lat ubiegłych, co poprawia wycenę.

Cena bieżąca	36,30 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	37,64 PLN	+3,7%

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

Podstawowe dane			BHW PW	vs. WIG
Ticker	BHW PW	Zmiana 1M	-7,3%	-8,4%
ISIN	PLBH00000012	Zmiana YTD	-29,9%	-19,0%
Liczba akcji (mln)	130,7	Średni obrót 1M	0,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 742,9	Średni obrót 6M	2,2 mln PLN	
		P/E 12M fwd	15,3	+6,4%
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	0,6	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	11,3%	10,3%	0,0%	7,0%	9,8%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

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

ING BSK pozostaje najdroższym bankiem w regionie z wyceną 2021 P/BV na poziomie 1.1x. Uważamy, że bardzo wymagająca wycena utrzymuje się nie ze względu na odporność banku na spowolnienie, ale przede wszystkim ze względu na bardzo niską płynność, co znowu zostało potwierdzone przez kwartalne portfele OFE. Free-float ING BSK bez OFE wynosi <5%. Dodatkowo, 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. Naszego podejścia do ING nie zmienia również relatywnie dobry 2Q'20. 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

131,80 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

117,78 PLN

-10,6%

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

Podstawowe dane			ING PW	vs. WIG
Ticker	ING PW	Zmiana 1M	-13,1%	-14,2%
ISIN	PLBSK0000017	Zmiana YTD	-33,7%	-22,8%
Liczba akcji (mln)	130,1	Średni obrót 1M	0,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	17 147,2	Średni obrót 6M	2,6 mln PLN	
		P/E 12M fwd	15,8	+3,0%
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	1,3	1,1	1,1	1,1	1,0
ROE	12,1%	11,6%	5,9%	6,7%	8,5%
DPS	3,20	3,50	0,00	3,52	4,13
DYield	2,4%	2,7%	0,0%	2,7%	3,1%
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	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	

Bilans

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

Wskaźniki

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

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

Sezon wyników rozpoczął się od Banku Millennium, który przedstawił solidny zestaw liczb, ale przede wszystkim dał optymistyczny guidance na 3Q. Same wyniki pozytywnie zaskoczyły jeżeli chodzi o wynik odsetkowy i koszty, co zostało zbilansowane przez rezerwy na ryzyko CHF w wysokości 113 mln PLN. O wiele ciekawszy wydaje się jednak krótkoterminowy guidance. Zarząd wyraźnie dał do zrozumienia, że wolumeny w czerwcu i lipcu były bardzo dobre, co daje nadzieję, na to że wyniki odsetkowy w Q3 będzie płaski Q/Q, co jeszcze kilka tygodni temu było nie do pomyślenia. Traktujemy to jako bardzo pozytywny sygnał, ponieważ ewentualna odbudowa wyniku odsetkowego w przyszłości będzie postępować z wyższego poziomu. Zapowiedzi dotyczące rezerw na COVID-19, również wydają się być lekko optymistyczne, z drugiej strony wydaje się, że regularne rezerwy na kredyty frankowe to swego rodzaju „new normal”, co oznacza że długookresowa rentowność banku jest pod znakiem zapytania. Millennium pozostaje naszym faworytem wśród mniejszych banków, zaznaczamy jednak, że jest to raczej rekomendacja oparta na relatywnej wycenie banku, ponieważ jak już wspominaliśmy perspektywa kolejnych rezerw frankowych trwale obniża rentowność banku. Nasza cena docelowa 3,72 PLN implikuje rekomendację kupuj.

Cena bieżąca	2,82 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	3,72 PLN	+31,9%

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

Podstawowe dane			MIL PW	vs. WIG
Ticker	MIL PW	Zmiana 1M	-8,0%	-9,2%
ISIN	PLBIG0000016	Zmiana YTD	-51,8%	-40,9%
Liczba akcji (mln)	1 213,1	Średni obrót 1M	6,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 421,0	Średni obrót 6M	10,0 mln PLN	
		P/E 12M fwd	15,6	+32,1%
Free float	50,0%	P/E 5Y avg	11,8	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 na akcję (PLN)		7 544
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 najgorzej zachowujących się bankiem bez franków w indeksie przy czym spadek kursu prześcignął nawet Aliora. Naszym zdaniem jest to efekt zmian w Zarządzie, ale też spekulacji odnośnie ewentualnej konsolidacji w sektorze, której udziałowcem miałby być Bank Pekao. Uważamy, że ewentualne przejęcie, czy też połączenie z Alior Bankiem nie stanowi zagrożenia a rozpoznany bawill z pewnością zminimalizowałby koszty połączenia (pisaliśmy o tym w komentarzu specjalnym 09.07.2020). Szansę na zmianę trendu może dać publikacja wyników za 2Q'20 gdzie oczekujemy wyśmienitego wyniku odsetkowego. Uważamy, że linie przychodowe mogą skłonić rynek do pozytywnych rewizji prognoz co uczyni wycenę Pekao jeszcze bardziej atrakcyjną. Dodatkowo oczekujemy, że Zarząd będzie się skłaniać do niższego przedziału swojej prognozy kosztu ryzyka w 2020 r. w 1Q'20 oczekiwany był na poziomie 2x-3x znormalizowanego poziomu. Bank Pekao pozostaje naszym top-pick w sektorze.

Cena bieżąca

50,88 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

68,90 PLN

+35,4%

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

Podstawowe dane			PEO PW	vs. WIG
Ticker	PEO PW	Zmiana 1M	-7,5%	-8,6%
ISIN	PLPEKAO000016	Zmiana YTD	-49,3%	-38,5%
Liczba akcji (mln)	262,5	Średni obrót 1M	38,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	13 354,5	Średni obrót 6M	78,6 mln PLN	
		P/E 12M fwd	11,2	-16,7%
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	0,5	0,6	0,5
ROE	9,9%	9,4%	5,5%	5,9%	8,5%
DPS	7,90	6,60	0,00	9,96	4,11
DYield	15,5%	13,0%	0,0%	19,6%	8,1%
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	

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

Kurs PKO BP w lipcu uległ przecenieniu, ale w mniejszym stopniu niż szeroki indeks WIG Banki. Uważamy, że na zmianę sentymentu wpływ mogą mieć wyniki banku, które powinny pozytywnie zaskoczyć w kontekście całorocznego konsensusu. Zważając na trudne środowisko operacyjne oczekujemy, że PKO BP zaraportuje przyzwoity wynik odsetkowy oraz prowizyjny. Poziom tego pierwszego może zwiastować niższą niż wstępnie oceniano presję wynikającą ze spadku stóp. Co ważne oczekujemy, że saldo rezerw banku także znacząco spadnie, a podstawowy koszt ryzyka będzie nieznacznie odbiegał od 2019 roku. Oznaczać to może, że wstępna prognoza Zarządu kosztu ryzyka w 2020 na poziomie 2x-3x 2019 może się zawęzić do 2x. PKO BP nadal utrzymuje się blisko naszej wyceny na poziomie 22,58 PLN na akcję przez co pozostawiamy bez zmian rekomendację trzymaj.

Cena bieżąca	21,85 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	22,58 PLN	+3,3%

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

Podstawowe dane		PKO PW	vs. WIG
Ticker	PKO PW	Zmiana 1M	+0,5% -0,7%
ISIN	PLPKO0000016	Zmiana YTD	-33,7% -22,8%
Liczba akcji (mln)	1 250,0	Średni obrót 1M	50,1 mln PLN
MC (mln PLN)	27 312,5	Średni obrót 6M	89,9 mln PLN
		P/E 12M fwd	11,0 -11,8%
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	0,6	0,6	0,6
ROE	9,9%	10,0%	4,3%	5,7%	7,0%
DPS	0,55	1,33	0,00	2,07	2,22
DYield	2,5%	6,1%	0,0%	9,5%	10,2%
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

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Kredyty netto	214 912	231 434	234 787	241 648	258 154
Pozostałe aktywa	109 343	116 610	116 515	121 149	123 806
Aktywa razem	324 255	348 044	351 302	362 798	381 961
Depozyty	242 816	258 199	264 211	270 718	284 128
Pozostałe zobowiązania	42 338	48 267	43 684	48 800	53 405
Udziały mniejszościowe	-10	-9	-9	-10	-10
Kapitały własne	39 111	41 587	43 417	43 290	44 437

Wskaźniki

(%)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
NIM	3,2%	3,2%	2,9%	2,8%	2,8%
C/I	45,5%	46,3%	46,9%	48,0%	47,0%
CoR	0,6%	0,5%	1,6%	1,2%	1,1%
NPL Ratio	4,9%	4,1%	7,0%	7,0%	6,5%
Tier 1	17,5%	17,2%	18,0%	17,4%	16,9%

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 kupuj (podwyższona)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Po spadku kursu akcji Santander Bank Polska w lipcu o blisko 12% podwyższamy naszą rekomendację trzymaj do kupuj. Wyniki za 2Q'20 odbieramy pozytywnie. Z jednej strony bank pokazał wyśmienitą kontrolę nad kosztami, a z drugiej strony pozostajemy nadal na bardzo komfortowym poziomie z rezerwami na złe kredyty. Po 1H'20 Santander wykonał 53% naszej całorocznej prognozy zysku netto oraz zaledwie 38% prognozy salda rezerw co uprawdopodobnia nasze prognozy. Co ważne Zarząd uważa, że utrzyma koszty na niskim poziomie w kolejnych kwartałach oraz nadal nie widzi deterioracji portfela kredytów. Po tak znaczącym spadku w lipcu oraz obiecujących wynikach za 2Q uważamy, że wycena Santanderu znowu jest w atrakcyjnym punkcie.

Cena bieżąca

152,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

179,37 PLN

+17,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	179,37 PLN	2020-08-04
poprzednia	trzymaj	179,37 PLN	2020-07-02
Podstawowe dane		SPL PW	vs. WIG
Ticker	SPL PW	Zmiana 1M	-12,1% -13,2%
ISIN	PLBZ000000044	Zmiana YTD	-50,4% -39,5%
Liczba akcji (mln)	102,1	Średni obrót 1M	13,4 mln PLN
MC (mln PLN)	15 568,5	Średni obrót 6M	20,6 mln PLN
		P/E 12M fwd	13,1 -4,5%
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	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
ROE	10,1%	8,5%	3,5%	4,7%	6,4%
DPS	3,10	19,72	0,00	16,25	17,25
DYield	2,0%	12,9%	0,0%	10,7%	11,3%
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 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 dodatkowo podkreśla jej defensywny charakter. Uważamy, że sektor ubezpieczeń w Polsce powinien obecny kryzys przejść znacznie lepiej niż sektor bankowy, choć turbulencji nie da się uniknąć. Uważamy, że sentyment do spółki powinny poprawić nadchodzące wyniki finansowe. Wyniki w 2Q powinny być wspierane nie tylko przez niskie odszkodowania, o czym pisaliśmy w naszym ostatnim raporcie na PZU, ale także przez wyśmienity wynik inwestycyjny, który w kwartale zbliżył się do 1 mld PLN (bez banków). Z drugiej strony w naszych prognozach spisujemy pozostały goodwill związany z akwizycją Aliora, co naszym zdaniem otworzy drogę do zapowiadanych przez Zarząd zmian w segmencie banków. Bez odpisu, kwartalny wynik PZU zbliżyłby się do 1 mld PLN. Pozostawiamy bez zmian nasze zalecenie kupuj.

Cena bieżąca	27,34 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	35,93 PLN	+31,4%

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

Podstawowe dane		PZU PW	vs. WIG
Ticker	PZU PW	Zmiana 1M	-7,3% -8,4%
ISIN	PLPZU0000011	Zmiana YTD	-31,7% -20,8%
Liczba akcji (mln)	863,5	Średni obrót 1M	45,6 mln PLN
MC (mln PLN)	23 608,7	Średni obrót 6M	72,7 mln PLN
		P/E 12M fwd	9,0 -19,4%
Free float	64,8%	P/E 5Y avg	11,2 dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Skl. 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	1,6	1,5	1,3	1,2	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	9,9%	10,2%	0,0%	8,7%	9,7%
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%	

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	

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 (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację trzymaj dla Skarbiec Holding. 2020 rok zaskoczył aktywnością inwestorów indywidualnych i napływami do funduszy. Oznaczać to może, że nasze prognozy na kolejne lata mogą być zbyt konserwatywne chociaż sytuacja jest bardzo dynamiczna. Wraz z napływem nowych aktywów, Zarząd Skarbiec Holding może być w tym roku kalendarzowym mniej powściągliwy w pobieraniu opłaty zmiennej co pozytywnie wpłynęłoby na dywidendę w 2021 roku. Obecnie prognozujemy DY przy obecnej wycenie rynkowej na około 6-7% w kolejnych latach za wyjątkiem roku obecnego, w którym DY sięgnąć powinien 13%. 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

27,80 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

21,20 PLN

-23,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	21,20 PLN	2020-07-02

Podstawowe dane			SKH PW	vs. WIG
Ticker	SKH PW	Zmiana 1M	+28,1%	+27,0%
ISIN	PLSKRBH00014	Zmiana YTD	+46,3%	+57,2%
Liczba akcji (mln)	6,8	Średni obrót 1M		0,3 mln PLN
MC (mln PLN)	189,6	Średni obrót 6M		0,1 mln PLN
		P/E 12M fwd	8,7	+20,8%
Free float	25,4%	P/E 5Y avg	7,2	premia

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	1,8	1,7	1,8	1,7
ROE	30,3%	12,0%	16,3%	15,3%
DPS	4,45	0,50	3,69	1,80
DYield	16,0%	1,8%	13,3%	6,5%
Zmiana prognoz		2020P	2021P	2022P
Wynagrodzenie stałe		0,0%	0,0%	0,0%
Wynagrodzenie zmienne		0,0%	0,0%	0,0%
Przychody		0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Podsumowanie wyceny

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

Wycena na akcję

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

GPW trzymaj (bez zmian)

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

Rozpoczęta w marcu gorączka inwestorów indywidualnych trwa do dzisiaj, co ma pozytywny wpływ na obroty, a tym samym przychody GPW. Co więcej duża aktywność inwestorów indywidualnych, ma również pozytywny wpływ na zblendowaną prowizję z rynku akcji. Wysoka zmienność promowała lokalny rynek derywatów. Na TGE w 2Q lepiej wyglądały obroty na rynku praw majątkowych. Napływy do funduszy akcyjnych w kwietniu - czerwcu pozwalają na spojrzenie z lekkim optymizmem na przyszłe obroty na GPW w dłuższym terminie. Po wynikach 2Q prawdopodobnie będziemy zmuszeni do podniesienia prognoz całorocznych o 10-20%, co znajdzie oczywiście swoje odzwierciedlenie w zysku netto oraz wycenie GPW. Nasza obecna cena docelowa to 41,56 PLN, zaś rekomendacja to trzymaj.

Cena bieżąca	46,00 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	41,56 PLN	-9,7%

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

Podstawowe dane			GPW PW	vs. WIG
Ticker	GPW PW	Zmiana 1M	+10,6%	+9,4%
ISIN	PLGPW0000017	Zmiana YTD	+24,7%	+35,6%
Liczba akcji (mln)	42,0	Średni obrót 1M	3,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 930,7	Średni obrót 6M	2,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 908,6	EV/EBITDA 12M fwd	10,7	+41,3%
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	10,5	16,2	17,5	15,9	15,6
P/BV	2,2	2,2	2,2	2,1	2,1
EV/EBITDA	9,7	9,3	9,9	10,6	10,1
DPS	2,20	3,18	2,40	2,50	2,60
DYield	4,8%	6,9%	5,2%	5,4%	5,7%
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 działalności finans.	45	-17	-14	-4	-1
Zysk brutto	226	150	140	154	157
Podatek dochodowy	-42	-31	-29	-32	-33
Zysk netto	184	119	110	122	124

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 (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Słabe dane odnośnie produkcji szkła płaskiego i soli warzonej w Polsce (patrz nasz [komentarz do danych GUS](#)) negatywnie wpływają na wyniki Grupy Ciech w 2Q'20. Mimo wyższych zakontraktowanych cen sody na 2020 rok zakładamy, że skorygowana o zdarzenia jednorazowe EBITDA spadnie o 23% r/r (drugi kwartał z rzędu spadku r/r). Naszym zdaniem jednak przy wynikach za 2Q'20 Zarząd może zapowiedzieć zwiększenie sprzedaży w zakresie sody q/q w 3Q'20 oraz wzrosty sprzedaży krzemianów i pianek. Mimo pocieszającego outlook na 2H'20 przekroczenie 600 mln PLN EBITDA w całym roku oceniamy jako mało prawdopodobne. Nie zmieniamy naszej ceny docelowej (34,09 PLN/akcja) oraz rekomendacji trzymaj dla Grupy Ciech.

Cena bieżąca

30,90 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

34,09 PLN

+10,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	34,09 PLN	2020-07-02

Podstawowe dane			CIE PW	vs. WIG
Ticker	CIE PW	Zmiana 1M	-6,5%	-7,6%
ISIN	PLCIECH000018	Zmiana YTD	-22,2%	-11,3%
Liczba akcji (mln)	52,7	Średni obrót 1M		3,0 mln PLN
MC (mln PLN)	1 628,4	Średni obrót 6M		3,1 mln PLN
EV (mln PLN)	3 327,5	EV/EBITDA 12M fwd	5,3	-6,8%
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.	9,8	8,7	10,3	9,0	8,2
P/BV	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA skor.	4,9	4,7	5,5	4,8	4,5
DPS	7,50	0,00	0,00	0,90	1,72
DYield	24,3%	0,0%	0,0%	2,9%	5,6%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA adj.			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto adj.			0,0%	0,0%	0,0%
Soda (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Soda Ciech (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Soda vol (tys. ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel do celów energetycznych (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel kokсовy (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Gaz ziemny (PLN/m3)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
EBITDA soda	540	488	554	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 inw.	-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 (bez zmian)

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. W samym 2Q'20 trudna sytuacja w segmencie produktów chemicznych i tworzyw sztucznych ciężać będzie na wynikach Grupy Azoty i oczekujemy, że oczyszczona o zdarzenia jednorazowe EBITDA może być nawet 29% r/r niższa. Grupa w 2Q'20 może naszym zdaniem zdecydować się na zaksięgowanie rekompensaty dla producentów energochłonnych za 2019 rok i połowę 2020 roku (około 100 mln PLN), co w efekcie powodować będzie, że nominalne wyniki będą wyższe r/r. Brak szybkiego odbicia koniunktury w zakresie tworzyw sztucznych oraz spadki cen nawozów mogą naszym zdaniem zaważyć na prezentowanych przy okazji wyników za 1H'20 perspektywach na 2H'20. W kolejnych kwartałach otoczenie dla Grupy będzie naszym zdaniem mniej sprzyjające. Nie zmieniamy naszej ceny docelowej (29,90 PLN/akcja) oraz rekomendacji trzymaj dla Grupy Azoty.

Cena bieżąca	28,80 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	29,90 PLN	+3,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	29,90 PLN	2020-07-02

Podstawowe dane			ATT PW	vs. WIG
Ticker	ATT PW	Zmiana 1M	-10,3%	-11,4%
ISIN	PLZATRM00012	Zmiana YTD	-1,6%	+9,3%
Liczba akcji (mln)	99,2	Średni obrót 1M	2,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 856,8	Średni obrót 6M	3,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	7 210,0	EV/EBITDA 12M fwd	5,9	-4,4%
Free float	29,0%	EV/EBITDA 5Y avg	6,1	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.	67,0	6,6	16,4	22,7	21,3
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA skor.	7,1	4,2	6,3	7,4	7,8
DPS	1,20	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	4,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Mocznik (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Saletra (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Gaz ziemny (PLN/m3)			0,0%	0,0%	0,0%
Melamina (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Poliamid 6 (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Propylen (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
EBITDA nawozy	82	965	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%

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa	14 160	15 479	15 455	16 940	18 173
Aktywa trwałe	9 886	10 705	11 849	13 084	14 252
Kapitał własny	6 703	7 036	7 219	7 345	7 479
Udział mniejszości	625	658	878	885	896
Dług netto	2 226	2 807	3 475	4 611	5 649
Dług netto/EBITDA (x)	2,9	2,0	3,0	4,1	4,7
Dług netto/kap. wł. (x)	0,3	0,4	0,5	0,6	0,8

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	10,9	9,1	8,5	5,6	5,1	4,7
Maksimum	111,9	21,5	16,7	9,2	8,4	7,7
Mediana	19,3	10,8	9,6	8,2	6,2	6,1
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

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

trzymaj (podwyższona)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Spadek konsumpcji stali w Europie w efekcie epidemii COVID-19 negatywnie przekłada się na popyt na węgiel koksujący i koks. Naszym zdaniem JSW w 2020 roku będzie zmuszone do ograniczenia wolumenu produkcji węgla ogółem do 14,2 mln ton (-4% r/r) oraz sprzedawania węgla koksowego z około 8% dyskontem do rynku (w całym roku zakładamy 130 USD/t). Ograniczenie popytu ze strony hut oraz spadek zapotrzebowania na węgiel od elektrowni będzie naszym zdaniem powodować, że zapasy węgla na koniec roku w Grupie wzrosną do 2,5 mln ton. W rezultacie oczekujemy, że przy wyniku skorygowanym o zdarzenia jednorazowe EBITDA na poziomie 200 mln PLN przepływ gotówki z działalności operacyjnej będzie ujemny (-17 mln PLN), a wartość wolnych przepływów (FCF) spadnie do -2,0 mld PLN. W takim scenariuszu Grupa zakończy rok 2020 z zadłużeniem netto na poziomie 504 mln PLN. W krótkim terminie pozytywnie na sentyment może wpłynąć przyznanie pomocy w ramach tarczy antykryzysowej. Liczymy, że z wnioskowanej pomocy 1,75 mld JSW zaksięguje około 300 mln PLN w rachunku zysków i strat. Dodatkowo Grupa będzie mogła się starać o pożyczki z Państwowego Funduszu Rozwoju, co pozwoli na finansowanie bieżącej działalności i inwestycji mimo trwającego spadku koniunktury. Obniżamy średnie ceny węgla koksowego na 2020 rok (z 150 do 130 USD/t) oraz podwyższamy udział produkcji węgla koksowego w urobku (z 70% do 80%). Podwyższamy naszą cenę docelową do 16,41 PLN/akcja (wcześniej 9,78 PLN) oraz rekomendację ze sprzedaż do trzymaj.

Cena bieżąca

17,40 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

16,41 PLN

-5,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	16,41 PLN	2020-08-04
poprzednia	sprzedaj	9,78 PLN	2020-03-27
Podstawowe dane			
Ticker	JSW PW	Zmiana 1M	-7,7%
ISIN	PLJSW0000015	Zmiana YTD	-18,6%
Liczba akcji (mln)	117,4	Średni obrót 1M	10,4 mln PLN
MC (mln PLN)	2 042,4	Średni obrót 6M	17,6 mln PLN
EV (mln PLN)	2 934,6	EV/EBITDA 12M fwd	8,0 +169,8%
Free float	44,8%	EV/EBITDA 5Y avg	3,0 premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	9 810	8 672	6 989	8 637	8 725
EBITDA skor.	3 101	1 839	208	901	1 045
marża EBITDA	31,6%	21,2%	3,0%	10,4%	12,0%
EBIT skor.	2 335	806	-888	-235	-150
Zysk netto skor.	1 802	548	-771	-248	-179
P/E skor.	1,1	3,7	-	-	-
P/BV	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA skor.	-	0,6	14,1	3,0	2,8
DPS	0,00	1,71	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	9,8%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz				2020P	2021P
EBITDA (skor.)			-65,4%	-0,1%	+9,2%
Zysk netto (skor.)			-	-	-
Węgiel koksowy (PLN/t)			-16,1%	-3,2%	0,0%
Węgiel do celów energetycznych (PLN/t)			-3,8%	-1,0%	0,0%
Koks (PLN/t)			-14,1%	-2,0%	0,0%
Prod. węgla (tys. t)			0,0%	0,0%	0,0%
Prod. w. koks. (tys. t)			0,0%	0,0%	0,0%
Prod. koksu (tys. t)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Prod. węgla (tys. t)	15 019	14 762	14 200	14 859	14 986
Prod. w. koks. (tys. t)	10 351	10 208	11 360	11 887	11 989
Udział węgla koks. (%)	69%	69%	80%	80%	80%
Prod. w. ener. (tys. t)	4 668	4 554	2 840	2 972	2 997
Prod. koksu (tys. t)	3 559	3 170	2 700	3 200	3 400
Przepływy oper.	2 856	1 538	-17	1 709	1 257
Amortyzacja	766	1 034	1 095	1 135	1 194
Kapitał obrotowy	338	-162	-623	793	227
Przepływy inv.	-1 582	-2 261	-1 700	-1 420	-1 400
CAPEX	1 248	2 181	1 700	1 420	1 400
Przepływy fin.	-755	-180	-39	-46	-46
Dywidenda/buyback	0	-201	0	0	0
FCF	1 754	-691	-1 997	327	-91
FCF/EBITDA skor.	57%	-38%	-962%	36%	-9%
CFO/EBITDA skor.	92%	84%	-8%	190%	120%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
W. koksowy (USD/t)	120	150	155	155	155	155	155	155	155	155	155
W. energet. (PLN/t)	253	247	247	247	247	247	247	247	247	247	247
Koks (USD/t)	799	866	884	884	884	884	884	884	884	884	884
Przychody	6 989	8 637	8 725	9 185	9 279	9 420	9 571	9 722	9 900	9 913	9 915
EBITDA	508	901	1 045	1 456	1 523	1 537	1 554	1 570	1 645	1 650	1 568
marża EBITDA	7,3%	10,4%	12,0%	15,8%	16,4%	16,3%	16,2%	16,2%	16,6%	16,6%	15,8%
EBIT	-588	-235	-150	224	82	83	140	217	300	279	168
Podatek	-119	-53	-37	34	7	7	18	33	48	44	21
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	-623	793	227	153	10	23	29	31	35	2	-7
FCF	-1 997	327	-91	175	126	152	165	168	232	208	141
PV FCF	-1 937	293	-76	135	90	101	102	96	123	105	
WACC	7,6%	8,0%	7,7%	8,0%	7,9%	7,9%	7,9%	7,8%	7,8%	7,6%	7,3%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Aktywa	13 763	14 926	13 819	14 138	13 990
Aktywa trwałe	8 475	10 391	10 996	11 298	11 534
Kapitał własny	8 081	8 463	7 935	7 687	7 508
Udział mniejszości	364	388	388	388	388
Dług netto	-3 286	-1 252	504	261	449
Dług netto/EBITDA skor.	-1,1	-0,7	2,4	0,3	0,4
Dług netto/kap. wł. (x)	-0,4	-0,1	0,1	0,0	0,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	3,5	3,4	2,1	0,6	0,7	0,5
Maksimum	44,0	16,5	224,0	14,6	11,4	9,2
Mediana	8,0	6,3	6,6	5,8	4,5	4,2
waga	0%	0%	0%	0%	50%	50%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	-968
Dług netto	-1 252
Inne korekty	388
Wycena DCF na akcję (PLN)	7,29

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	23,59
DCF	50%	7,29
Cena wynikowa		15,44
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		16,41

KGHM trzymaj (bez zmian)

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

Mocne odbudowanie popytu na miedź przez Chiny (import miedzi netto +7% YTD) powodowane przez szybkie odbicie produkcji przemysłowej i programy infrastrukturalne przekładają się na większy optymizm inwestorów i otwieranie przez nich pozycji długich na metalu (obecnie już, pozycje spekulacyjne netto +39 tys. sztuk vs. -46 tys. sztuk w połowie II'20) oraz wzrosty cen. KGHM korzysta także na wzroście cen srebra, które są efektem wysokich napływów nowych środków do funduszy metali szlachetnych (w jeden tydzień w lipcu +3,8 mld USD - drugi najwyższy w historii wynik). W efekcie w 2H'20 naszym zdaniem należy oczekiwać dynamicznych wzrostów wyników finansowych (EBITDA w 2H'20 średnio +42% r/r) oraz oddłużenia Grupy do około 0,8xEBITDA na koniec 2020 roku. Zakładamy, że Grupa w całym 2020 roku poprawi wynik EBITDA o 13% r/r, a zysk netto o 89% r/r. Pozostawiamy bez zmian naszą wycenę Grupy KGHM (124,67 PLN/akcja) oraz rekomendację trzymaj.

Cena bieżąca	130,15 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	124,67 PLN	-4,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	124,67 PLN	2020-07-29

Podstawowe dane			KGH PW	vs. WIG
Ticker	KGH PW	Zmiana 1M	+38,1%	+36,9%
ISIN	PLKGHM000017	Zmiana YTD	+36,2%	+47,1%
Liczba akcji (mln)	200,0	Średni obrót 1M	113,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	26 030,0	Średni obrót 6M	68,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	30 811,4	EV/EBITDA 12M fwd	5,8	+21,4%
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	23 794	23 660	23 612
EBITDA skor.	4 972	5 229	5 924	5 887	5 650
marża EBITDA	24,2%	23,0%	24,9%	24,9%	23,9%
EBIT skor.	3 176	3 309	3 893	3 709	3 498
Zysk netto skor.	1 888	2 230	2 690	2 557	2 389
P/E skor.	13,8	11,7	9,7	10,2	10,9
P/BV	1,4	1,3	1,1	1,0	1,0
EV/EBITDA skor.	6,7	6,3	5,2	5,0	5,0
DPS	0,00	0,00	0,00	2,00	5,11
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	1,5%	3,9%

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	4 869	4 894	4 699
Amortyzacja	1 796	1 920	2 031	2 178	2 152
Kapitał obrotowy	1 412	1 227	-9	1	0
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	-557	-1 180
Dywidenda/buyback	0	0	0	-400	-1 023
FCF	1 924	2 310	2 325	2 137	2 349
FCF/EBITDA	41%	51%	39%	36%	42%
CFO/EBITDA	77%	97%	82%	83%	83%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Miedź (USD/t)	5 850	6 300	6 350	6 500	6 500	6 500	6 500	6 500	6 500	6 500	6 500
Srebro (USD/oz)	20,0	24,0	23,0	23,0	23,0	23,0	23,0	23,0	23,0	23,0	23,0
Molibden (USD/t)	20 000	22 000	22 000	22 000	22 000	22 000	22 000	22 000	22 000	22 000	22 000
Przychody	23 794	23 660	23 612	23 901	23 828	23 615	22 388	22 384	22 386	22 301	22 232
EBITDA	5 924	5 887	5 650	5 860	5 703	5 420	5 333	5 294	5 248	5 146	5 060
marża EBITDA	16,4%	15,7%	14,8%	15,7%	15,4%	14,3%	14,6%	14,4%	14,0%	14,4%	14,1%
EBIT	3 893	3 709	3 498	3 748	3 662	3 368	3 266	3 216	3 140	3 210	3 130
Podatek	1 045	995	951	1 008	990	933	913	902	887	897	879
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	-9	1	0	-3	1	2	11	0	0	1	1
FCF	2 325	2 137	2 349	2 919	2 750	2 494	2 404	2 333	2 270	2 319	2 251
PV FCF	2 254	1 917	1 944	2 216	1 918	1 603	1 424	1 274	1 142		
WACC	7,7%	8,0%	8,2%	8,4%	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	37 237	39 409	42 387	44 508	45 861
Aktywa trwałe	29 375	31 669	32 182	32 761	32 959
Kapitał własny	19 133	20 110	22 800	24 957	26 324
Udział mniejszości	92	92	92	92	92
Dług netto	6 992	6 857	4 689	3 109	1 940
Dług netto/EBITDA (x)	1,5	1,5	0,8	0,5	0,3
Dług netto/kap. wł. (x)	0,4	0,3	0,2	0,1	0,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	8,5	8,2	6,4	2,4	1,9	2,2
Maksimum	107,0	29,9	22,9	14,3	11,6	11,1
Mediana	14,8	12,6	11,2	6,7	6,1	5,3
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdykontowana wartość FCF	16 769
Dług netto	6 857
Inne korekty	454
Wycena DCF na akcję (PLN)	113,25

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	121,29
DCF	50%	113,25
Cena wynikowa		117,27
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		124,67

Paliwa Lotos trzymaj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Tąpnięcie akcji Lotosu w lipcu to przede wszystkim pochodna oddalenia się perspektywy wezwania ze strony Orlenu, zarówno z uwagi na wydłużenie procesu fuzji (wymagające środków zaradcze) jak i możliwa zmiana koncepcji połączenia (wykorzystanie formuły share swap). W naszej opinii wezwanie gotówkowe może się jednak okazać na koniec dnia jedynym praktycznym rozwiązaniem (głosowanie share swap na WZA obydwu spółek przy tak wielu zmiennych może być karkołomne) i w najbliższych miesiącach oczekivalibyśmy odbudowywania parytetu na korzyść Lotosu (ujęcie relatywne). W ujęciu bezwzględny będzie jednak brakować czynników wsparcia dla notowań Spółki, szczególnie że warunki makro kształtują się w kompletnej kontrze do konsensusowych oczekiwań formułowanych jeszcze pół roku temu (pozytywny wpływ IMO i uruchomienia DCU vs rekordowe cracki na HSFO i spadek popytu na średnie destylaty). Wyniki za 1H raczej rozczarowały, a kolejne kwartały nie zapowiadają się dużo lepiej w kontekście bieżących odczytów makro (niskie marże i brak dyskonta na ropie rosyjskiej oraz niskie ceny gazu odciskające swoje piętno na obszarze wydobywczym). Prace nad wydzielaniem części aktywów przeznaczonych do sprzedaży w ramach środków zaradczych także nie będą sprzyjać efektywności operacyjnej. W tym kontekście na razie utrzymujemy naszą neutralną rekomendację.

Cena bieżąca

47,81 PLN

potencjał zmiany**Cena docelowa**

55,87 PLN

+16,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	55,87 PLN	2020-07-02

Podstawowe dane			LTS PW	vs. WIG
Ticker	LTS PW	Zmiana 1M	-19,9%	-21,1%
ISIN	PLLOTOS00025	Zmiana YTD	-42,8%	-31,9%
Liczba akcji (mln)	184,9	Średni obrót 1M	25,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	8 838,8	Średni obrót 6M	26,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	11 445,7	EV/EBITDA 12M fwd	5,3	-2,8%
Free float	46,8%	EV/EBITDA 5Y avg	5,4	dyskonto

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	5,6	7,7	-	15,9	6,6
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA	2,9	4,1	15,4	6,0	3,7
DPS	1,00	3,00	1,00	3,00	3,00
DYield	2,1%	6,3%	2,1%	6,3%	6,3%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA LIFO			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Brent (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
USD/PLN			0,0%	0,0%	0,0%

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.	3,5	4,2	5,9	6,0	4,6
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%

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 kupuj (podwyższona)

Kamil Kliszczyk +48 22 438 24 02 kamil.kliszczyk@mbank.pl

Notowania MOL wpisały się w negatywne tendencje obserwowane na spółkach paliwowych w ostatnich tygodniach, mimo że wcześniej praktycznie zignorowały odbicie cen ropy, które pozytywnie wpływa na wycenę segmentu wydobywczego (w szczególności poprawia NPV transakcji przejęcia aktywów w Azerbejdżanie). Jeśli dodatkowo uwzględnimy nasz optymistyczny scenariusz dla rynku gazu to węgierski koncern wygląda znacznie ciekawiej niż jego polscy konkurenci, a na wskaźniku EV/EBITDA wciąż jest wyceniany z dyskontem. Korzystniejszą ekspozycję na obecne otoczenie makro powinny potwierdzać wyniki 2Q, gdzie spodziewamy się znacznie mniejszych spadków r/r na poziomie CCS EBITDA (-40% vs -50-60% w PKN/LTS). Źródłem tego pozytywnego zaskoczenia będzie naszym zdaniem segment detaliczny, petrochemiczny (polimery) oraz przepływ gazu. Warto też zwrócić uwagę na podjęte przez Spółkę inicjatywy ograniczania kosztów w tym trudnym okresie. Dodatkowo MOL może być beneficjentem agresywnych warunków fuzji PKN/LTS i zbudować ekspozycję na bardzo atrakcyjnym polskim rynku, zarówno w detalu jak i hurcie. Alternatywą byłby powrót do tematu dywidendy 2019, która w okresie szczytu pandemii została zawieszona, co na pewno dołożyło się do pogorszenia sentymentu na Spółce. Utrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do akcji MOL, a po ostatnich spadkach podnosimy rekomendację do kupuj.

Cena bieżąca	1 722 HUF	potencjał zmiany
Cena docelowa	2 158 HUF	+25,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	2 158 HUF	2020-08-04	
poprzednia	akumuluj	2 158 HUF	2020-07-02	
Podstawowe dane			MOL HB	vs. WIG
Ticker	MOL HB	Zmiana 1M	-7,3%	-8,4%
ISIN	HU0000153937	Zmiana YTD	-41,4%	-30,5%
Skor. l. akcji (mln)	753,1	Średni obrót 1M	1 322,2 mln HUF	
MC (mln HUF)	1 296 763,2	Średni obrót 6M	2 511,8 mln HUF	
EV (mln HUF)	3 000 561,8	EV/EBITDA 12M fwd	4,3	+1,0%
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	4,3	5,8	33,6	16,1	6,7
P/BV	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	2,5	3,1	6,8	5,8	4,1
DPS	127,50	142,44	0,00	69,72	73,20
DYield	7,4%	8,3%	0,0%	4,0%	4,3%
Zmiana prognoz		2020P	2021P	2022P	
CCS EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)		0,0%	0,0%	0,0%	
Marża petchem (USD/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Brent (USD/Bbl)		0,0%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mld HUF)	2018	2019	2020P	2021P	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.	2,7	3,1	5,5	5,9	4,3
Efekt 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

Wstępne wyniki za 2Q potwierdzają, że bardzo dobre wyniki segmentu obrotu w 1Q nie były przypadkowe i nie miały związku z zyskami na hedgingu. Strukturalna poprawa marżowości w tym obszarze (urynkowanie cen w kontrakcie jamalskim) oraz mniejszy negatywny wpływ COVID-19 pozwalają na podniesienie naszych tegorocznych prognoz, szczególnie że wcześniej uwzględnialiśmy dodatkowe rezerwy na odpisy należności na -0,3 mld PLN. Pozytywnie zaskakuje też obszar dystrybucji, gdzie również rewidujemy w górę nasze założenia (mniejszy ubytek wolumenu, niższe koszty bilansowania), co wraz z aktualizacją wyceny porównawczej podwyższa cenę docelową do 5,94 PLN. Uważamy, że konsensus dla PGNIG będzie się podnosił, nie tylko na ten rok, ale również na lata kolejne (nasze prognozy na 2021-22 odchylają się o 10% od oczekiwań rynku), a rewizje napędzane mocnym wykonaniem po 6M mogą nawet przeczacować realny średnioterminowy potencjał segmentu obrotu (należy pamiętać, że część tegorocznych zysków to kwestia przesunięcia marży z wydobycia z uwagi na hedging naturalny, a dodatkowo trudno będzie też utrzymać wysokie cenniki w taryfach C i G). Nadal wierzymy w scenariusz odbicia cen gazu w przyszłym roku, co wraz z mocnymi wynikami bieżącego roku będzie wspierać sentyment. Nic na razie nie wskazuje także na powrót ryzyka zaangażowania PGNiG w restrukturyzację PGG, mimo ostatniego fiaska rozmów na linii rząd-związki zawodowe. Dodatkowo inwestorzy mogą zacząć spekulować o wypłacie dywidendy specjalnej, gdyż na koniec roku gotówka netto na bilansie może sięgnąć 2,5 mld PLN.

Cena bieżąca

5,10 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

5,94 PLN

+16,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	5,94 PLN	2020-08-04	
poprzednia	kupuj	5,23 PLN	2020-07-02	
Podstawowe dane			PGN PW	vs. WIG
Ticker	PGN PW	Zmiana 1M	+10,9%	+9,7%
ISIN	PLPGNIG00014	Zmiana YTD	+20,3%	+31,2%
Liczba akcji (mln)	5 778,3	Średni obrót 1M	29,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	29 469,4	Średni obrót 6M	27,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	26 983,8	EV/EBITDA 12M fwd	3,6	-22,8%
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	33 307	36 887
EBITDA	7 115	5 504	12 790	7 058	7 682
marża EBITDA	17,3%	13,1%	36,8%	21,2%	20,8%
EBIT	4 395	2 448	9 423	3 605	4 193
Zysk netto	3 212	1 371	7 313	2 924	3 242
P/E	9,2	21,5	4,0	10,1	9,1
P/BV	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	4,1	6,0	2,1	3,7	3,5
DPS	0,07	0,11	0,09	0,19	0,25
DYield	1,4%	2,2%	1,9%	3,7%	5,0%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA			+4,7%	+5,1%	+4,8%
Zysk netto			+4,1%	+10,5%	+9,6%
Brent (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Gaz EU (EUR/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
USD/PLN			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
EBITDA skor.	7 511	6 452	7 042	7 263	7 967
EBITDA	7 115	5 504	12 790	7 058	7 682
wydobycie	5 019	3 360	1 904	2 696	3 562
obróć	-848	-470	7 934	1 240	1 060
dystrybucja	2 385	1 995	2 114	2 133	2 194
energetyka	788	856	1 105	1 265	1 151
pozostałe	-229	-237	-267	-275	-284
Saldo finansowe	107	-289	-444	41	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	46,7	6,6	5,2

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	33 307	36 887	37 156	35 041	35 524	35 759	36 038	36 084	36 125	36 125
EBITDA	12 222	6 660	7 296	6 849	7 204	7 409	7 498	7 598	7 446	7 342	7 342
marża EBITDA	35,2%	20,0%	19,8%	18,4%	20,6%	20,9%	21,0%	21,1%	20,6%	20,3%	20,3%
EBIT	9 423	3 605	4 193	3 634	3 330	3 467	3 464	3 441	3 173	3 721	2 968
Podatek	1 666	722	952	811	533	603	628	654	621	914	586
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	186	-468	-35	277	-63	-31	-36	-6	-5	-5
FCF	6 970	1 634	766	850	2 347	2 099	2 331	2 400	2 359	2 049	2 376
PV FCF	6 581	1 416	609	620	1 570	1 288	1 313	1 241	1 120	894	
WACC	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	8,9%	8,9%	8,8%	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	11 950	6 255	5 974
CFO/EBITDA	82%	90%	93%	89%	78%
Capex	4 534	6 069	5 103	4 489	5 110
Kapitał obrotowy	5 358	6 059	4 541	4 356	4 824
Kapitał własny	36 634	38 108	45 095	46 921	48 701
Dług netto	-223	3 715	-2 485	-3 063	-2 368
Dług netto/EBITDA (x)	0,0	0,7	-0,2	-0,4	-0,3

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	39,3	19,1	16,6	16,5	13,3	12,4
Mediana	18,4	13,0	10,0	7,2	5,9	5,3
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zyskowność wartości FCF	33 390
Dług netto	6 102
Inne korekty	-7
Wycena DCF na akcję (PLN)	4,72

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	7,61
DYield-porównawcza	17%	2,88
DCF	50%	4,72
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		5,94

PKN Orlen trzymaj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Akceptacja bardzo agresywnych warunków fuzji z Lotosem postawionych przez Komisję Europejską została przez rynek odebrana negatywnie, co jest zrozumiałe gdyż koncepcja przekształcenia rafinerii w Gdańsku w rafinerię przerobową bardzo utrudni realizację synergii przychodowych z tej akwizycji i wzmocni konkurencję na rynku polskim. Doświadczenia z Unipetrolu (rafineria Litivnov) wskazują, że nie będzie też łatwo jeśli chodzi o optymalizację struktury produkcji czy projektów inwestycyjnych w ramach Grupy. Przy niewiadomych dwóch stronach równania (cena zakupu Lotosu i cena sprzedaży aktywów w ramach środków zaradczych) ciężko będzie Orlenowi na tym etapie przekonać rynek, iż transakcja generuje wartość dodaną (dobrym ruchem jest wycofanie się z oferty gotówkowej na rzecz opcji mieszanej lub share swap, ale przy tym poziomie skomplikowania procesu na koniec dnia wezwanie może okazać się jedynym praktycznym rozwiązaniem). Tego wrażenia nie buduje również deklaracja o zainteresowaniu przejęciem PGN, gdyż ciężko nam zidentyfikować istotne efekty synergii z takiego połączenia. Otwarty front M&A (wzrost zadłużenia) w połączeniu z niekorzystnym otoczeniem makro będzie w najbliższych miesiącach ciążył notowaniom PKN i wydaje się, że mimo ostatnich spadków nie jest to jeszcze moment na kupowanie akcji. Wyniki 2Q co prawda nie przyniosły rozczarowania, ale perspektywy na 2H są na pewno gorsze niż konsensus zakładał jeszcze 2-3 miesiące temu. Bardzo niska marża modelowa, brak dyskonta na ropy Ural, normalizacja marż w detalu i oczekiwana presja w petrochemii sugerują ostrożność. W tym kontekście utrzymujemy neutralną rekomendację.

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.	3,4	3,2	5,4	5,5	5,0
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%

Cena bieżąca

53,02 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

67,72 PLN

+27,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	67,72 PLN	2020-07-02

Podstawowe dane	PKN PW	vs. WIG
Ticker	PKN PW	Zmiana 1M -15,1% -16,2%
ISIN	PLPKN0000018	Zmiana YTD -37,5% -26,6%
Liczba akcji (mln)	427,7	Średni obrót 1M 69,0 mln PLN
MC (mln PLN)	22 677,1	Średni obrót 6M 101,2 mln PLN
EV (mln PLN)	42 789,7	EV/EBITDA 12M fwd 4,4 -15,0%
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	4,1	5,3	5,5	12,7	7,2
P/BV	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	2,9	3,3	4,1	5,5	4,5
DPS	3,00	3,50	1,00	1,00	2,50
DYield	5,7%	6,6%	1,9%	1,9%	4,7%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA LIFO			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Marża petchem (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
USD/PLN			0,0%	0,0%	0,0%

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

	20P	P/E	21P	22P	20P	EV/EBITDA	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

W lipcu po odcięciu dywidendy notowania CEZ znalazły się pod presją, trochę w kontrze do szerokiego sektora utilities w Europie. Oczywiście jednym z powodów był powrót na wokandę tematu budowy elektrowni atomowej, gdyż rząd zatwierdził ramy prawne wsparcia tego projektu (preferencyjna pożyczka, mechanizm gwarantowanej ceny odbioru energii) i odżyły obawy o potencjalne ujemne NPV. Na razie wciąż projekt znajduje się w Fazie 1 i po przygotowaniu przetargu na wykonawcę elektrowni CEZ ma prawo odsprzedać spółkę celową do rządu, jeśli nie osiągnie porozumienia w sprawie zabezpieczenia finansowego. Nie można jednak wykluczyć, że umowa będzie dla Spółki niekorzystna, choć dotychczasowa formuła prowadzenia tej inwestycji raczej nie budzi kontrowersji. Odpowiedź na to pytanie poznamy jednak dopiero w perspektywie 3 lat. Tymczasem naszym zdaniem sentyment do CEZ powinien być kształtowany przez dobre wyniki i plany dekarbonizacji wspierane przez unijne fundusze w ramach Zielonego Ładu. Spółka powinna być też dużym beneficjentem czeskiego funduszu modernizacyjnego jeśli chodzi o dofinansowanie projektów OZE. Pogorszenie koniunktury może także stanowić okazję do kolejnych akwizycji w obszarze usług okołoenerygetycznych. Przypominamy, że udział bezpiecznych/czystych biznesów w EBITDA przekracza 50%, co przy ponadprzeciętnej stopie dywidendy nie uzasadnia tak dużego dyskonta do spółek porównywalnych. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Cena bieżąca

462,00 CZK

potencjał zmiany

Cena docelowa

514,80 CZK

+11,4%

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

Podstawowe dane			CEZ CP	vs. WIG
Ticker	CEZ CP	Zmiana 1M	-4,7%	-5,9%
ISIN	CZ0005112300	Zmiana YTD	-2,8%	+8,1%
Liczba akcji (mln)	538,0	Średni obrót 1M	86,7 mln CZK	
MC (mld CZK)	248,6	Średni obrót 6M	161,6 mln CZK	
EV (mld CZK)	413,0	EV/EBITDA 12M fwd	6,7	-5,0%
Free float	30,2%	EV/EBITDA 5Y avg	7,1	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln CZK)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	184 486	206 192	222 619	217 213	217 452
EBITDA	49 664	60 305	63 772	57 884	53 957
marża EBITDA	26,9%	29,2%	28,6%	26,6%	24,8%
EBIT	19 759	26 429	35 543	29 156	25 258
Zysk netto	10 327	14 373	21 761	15 534	11 834
P/E	24,1	17,3	11,4	16,0	21,0
P/BV	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0
EV/EBITDA	8,2	6,9	6,5	7,2	7,8
DPS	32,71	23,86	34,00	36,40	25,99
DYield	7,1%	5,2%	7,4%	7,9%	5,6%
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
dystribucja	19 946	20 588	21 011	19 391	19 689
obróć	4 280	3 748	3 650	6 227	6 646
pozostałe	1 281	1 372	1 442	1 343	1 291
Saldo finansowe	-6 242	-8 018	-7 627	-9 229	-10 076
Produkcja energii TWh	63,1	64,6	66,7	64,6	62,1
w tym OZE	4,3	5,0	5,1	5,1	5,1
Wolumen obrotu TWh	37,6	37,9	38,2	38,5	38,8
dynamika r/r	1,6%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
marża obrotu CZK/MWh	113,7	98,8	95,5	161,7	171,3
WRA w mld CZK	117,8	121,1	126,5	134,7	142,4
zwrot na WRA (EBIT)	11,1%	9,2%	11,3%	9,2%	8,8%

Model DCF

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

Bilans i CF

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

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Enea zawieszona (bez zmian)

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

Ostatnie zamieszanie związane z planem restrukturyzacji PGG przypominało o strukturalnym politycznym ryzyku przypisanym do sektora i schłodziło entuzjastyczne oczekiwania dotyczące szybkiej transformacji sektora. Oczywiście trudno dziś zakładać powrót do poprzedniej retoryki i ratowanie górnictwa „rękami” spółek energetycznych, szczególnie że „na stole” leżą unijne fundusze, ale na pewno proces będzie bardziej rozłożony w czasie i droga do zmiany profilu inwestycyjnego może być dość wyboista. Przypominamy jednak, że według metodologii separacji „brudnych” aktywów przyjętej w naszym czerwcowym raporcie potencjalna wartość akcji Enei mogłaby sięgać 19 PLN (6,0x EV/EBITDA). Warto też zwrócić uwagę, że obecnie ta „czysta” część jest wyceniana zaledwie na 2,4x EV/EBITDA vs średnia dla pozostałych spółek na poziomie 4,1x. 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). W krótkim terminie notowania Enei mogą być wspierane przez oczekiwane bardzo dobre na tle sektora wyniki 2Q (wykonanie rocznych prognoz EBITDA po 6M sięgnie 57%).

Cena bieżąca Cena docelowa

7,16 PLN

-

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

Podstawowe dane			ENA PW	vs. WIG
Ticker	ENA PW	Zmiana 1M	-5,2%	-6,3%
ISIN	PLENEA000013	Zmiana YTD	-9,6%	+1,3%
Liczba akcji (mln)	441,4	Średni obrót 1M		4,8 mln PLN
MC (mln PLN)	3 158,5	Średni obrót 6M		4,5 mln PLN
EV (mln PLN)	10 737,4	EV/EBITDA 12M fwd	3,4	-19,4%
Free float	48,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,2	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	4,6	7,5	3,0	2,5	2,7
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	4,1	3,0	3,4	2,8	2,8
DPS	0,00	0,00	0,00	0,24	0,57
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	3,4%	8,0%
Zmiana prognoz		2020P	2021P	2022P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Energia (PLN/MWh)		0,0%	0,0%	0,0%	
Węgiel (PLN/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
CO2 (EUR/t)		0,0%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
EBITDA skor.	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%

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

Energa w lipcu nie nadrobiła dystansu do sektora tak jak oczekiwaliśmy, a w ostatnich dniach nawet solidarnie zaczęła spadać z pozostałymi spółkami energetycznymi. Tymczasem Energa po rezygnacji z węglowego projektu Ostrołęka C ma profil już bardzo zbliżony do tego do którego reszta sektora ma dopiero dążyć (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 obecnie rynek wciąż wycenia wyżej docelową „czystą” część Tauronu, a wskaźnik EV/EBITDA dla Energi wynosi 4,7x, czyli znacznie poniżej benchmarków europejskich. W krótkim terminie ważnym wydarzeniem może być ostateczny rezultat branżowych negocjacji z Regulatorem w sprawie kalkulacji taryf w dystrybucji energii. Po słabych wynikach 2Q (utrata regulowanych przychodów w dystrybucji, straty na zamykaniu części pozycji zabezpieczających na nieodebraną energię w kwietniu i maju) oczekujemy poprawy rentowności w drugim półroczu. Uważamy, że w najbliższych tygodniach kurs Energi powinien zachowywać się lepiej od lokalnych konkurentów.

Cena bieżąca

7,56 PLN

Cena docelowa

-

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

Podstawowe dane			ENG PW	vs. WIG
Ticker	ENG PW	Zmiana 1M	-7,0%	-8,1%
ISIN	PLENERG00022	Zmiana YTD	+6,8%	+17,7%
Liczba akcji (mln)	414,1	Średni obrót 1M		1,0 mln PLN
MC (mln PLN)	3 130,3	Średni obrót 6M		3,7 mln PLN
EV (mln PLN)	9 468,3	EV/EBITDA 12M fwd	4,8	+10,7%
Free float	48,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,3	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	4,2	-	9,8	7,7	7,6
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	4,1	4,6	5,0	4,4	4,3
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,15
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,0%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Energia (PLN/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

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

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

Ostatnie zamieszanie związane z planem restrukturyzacji PGG przypominało o strukturalnym politycznym ryzyku przypisanym do sektora i schłodziło entuzjastyczne oczekiwania dotyczące szybkiej transformacji sektora. Oczywiście trudno dziś zakładać powrót do poprzedniej retoryki i ratowanie górnictwa „rękami” spółek energetycznych, szczególnie że „na stole” leżą unijne fundusze, ale na pewno proces będzie bardziej rozłożony w czasie i droga do zmiany profilu inwestycyjnego może być dość wyboista. Trudno zakładać, że rząd w kontekście zamieszania z PGG otworzy na jesieni kolejny front zapowiadając wygaszanie kopalni odkrywkowych węgla brunatnego, bo do tego sprowadzałaby się rezygnacja z projektu Złoczew. Ostatnie wypowiedzi polityków partii rządzącej przypomniły „dawną narrację”, iż węgiel to polskie bezpieczeństwo energetyczne, a Polska nie powinna uginać się pod presją tzw. Zielonego Ładu. W tym kontekście oczekiwana „transformacyjna” strategia PGE może się przesunąć o kilka miesięcy, co może dalej osłabiać sentyment do Spółki w nadchodzących tygodniach. Jednocześnie przypominamy, że według metodologii separacji „brudnych” aktywów przyjętej w naszym czerwcowym raporcie potencjalna wartość akcji PGE w pozytywnym scenariuszu mogłaby sięgać 14,6 PLN (6,0x EV/EBITDA).

Cena bieżąca

6,85 PLN

Cena docelowa

-

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

Podstawowe dane			PGE PW	vs. WIG
Ticker	PGE PW	Zmiana 1M	-4,2%	-5,3%
ISIN	PLPGER000010	Zmiana YTD	-14,0%	-3,1%
Liczba akcji (mln)	1 869,8	Średni obrót 1M		24,6 mln PLN
MC (mln PLN)	12 800,5	Średni obrót 6M		27,2 mln PLN
EV (mln PLN)	24 783,0	EV/EBITDA 12M fwd	3,9	-8,3%
Free float	42,6%	EV/EBITDA 5Y avg	4,3	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

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

Ostatnie zamieszanie związane z planem restrukturyzacji PGG przypominało o strukturalnym politycznym ryzyku przypisanym do sektora i schłodziło entuzjastyczne oczekiwania dotyczące szybkiej transformacji sektora. Oczywiście trudno dziś zakładać powrót do poprzedniej retoryki i ratowanie górnictwa „rękami” spółek energetycznych, szczególnie że „na stole” leżą unijne fundusze, ale na pewno proces będzie bardziej rozłożony w czasie i droga do zmiany profilu inwestycyjnego może być dość wyboista. Trudno zakładać, że po wywieszeniu białej flagi przed związkowcami PGG, rząd da zielone światło na szybkie zamykanie deficytowych kopalni Tauronu, jak spekulował w ostatnich tygodniach rynek (stad tak mocne zachowanie kursu koncernu na tle lokalnych konkurentów). Nie ma też pewności czy dojdzie do transakcji sprzedaży Tauron Ciepło do PGNiG w kontekście pomysłu fuzji z Orlenem. W takich okolicznościach oczekiwane tymczasowe osłabienie sentymentu do sektora, Tauron może odczuć najmocniej, szczególnie że docelowa „czysta” część Tauronu jest wyceniana obecnie na poziomie 4,7x, czyli najwyżej w sektorze, bardzo blisko Energi, która praktycznie jest już po transformacji (po skasowaniu projektu Ostrołęka C). Oczywiście w pozytywnym scenariuszu separacji aktywów węglowych akcje Tauronu można by wycenić nawet na 5,1 PLN (6,0 EV/EBITDA), ale jest to póki co raczej odległa perspektywa.

Cena bieżąca Cena docelowa

2,67 PLN

-

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

Podstawowe dane		TPE PW	vs. WIG
Ticker	TPE PW	Zmiana 1M	+8,8% +7,7%
ISIN	PLTAURN00011	Zmiana YTD	+62,8% +73,7%
Liczba akcji (mln)	1 752,5	Średni obrót 1M	23,1 mln PLN
MC (mln PLN)	4 679,3	Średni obrót 6M	17,6 mln PLN
EV (mln PLN)	19 602,8	EV/EBITDA 12M fwd	5,0 +8,8%
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	22,8	-	7,1	3,9	3,9
P/BV	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	4,3	5,2	5,5	4,9	4,4
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
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Energia (PLN/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

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

Bilans i CF

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

Telekomunikacja

Cyfrowy Polsat

trzymaj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Podtrzymujemy neutralne podejście do Cyfrowego Polsatu i uważamy spółkę, zważając na jej obecną wycenę rynkową tj. EV/EBITDA'20 = 7,6x, 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. 3,3% 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

27,80 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

24,10 PLN

-13,3%

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

Podstawowe dane			CPS PW	vs. WIG
Ticker	CPS PW	Zmiana 1M	+1,7%	+0,6%
ISIN	PLCFRPT00013	Zmiana YTD	-0,5%	+10,4%
Liczba akcji (mln)	639,5	Średni obrót 1M	13,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	17 779,3	Średni obrót 6M	17,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	30 511,7	EV/EBITDA 12M fwd	7,0	+4,9%
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	21,3	16,2	14,6	11,9	10,8
P/BV	1,3	1,3	1,2	1,2	1,1
EV/EBITDA	7,7	7,3	7,6	7,0	6,8
DPS	0,00	0,93	0,93	0,93	1,27
DYield	0,0%	3,3%	3,3%	3,3%	4,6%
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 trzymaj (obniżona)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Po wzroście notowań Netii w ciągu ostatniego miesiąca o blisko 16% (14% lepiej niż szeroki rynek) obniżamy nasze zalecenie inwestycyjne z akumuluj do trzymaj. Spółka jest narażona na ryzyko COVID-19 w stopniu niskim. Podstawowa usługa Netii, tj. Internet stacjonarny okazał się dobrym 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 = 4,6x, (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 Netii może nadal zachowywać się lepiej niż rynek w krótkim terminie.

Cena bieżąca

4,46 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

4,40 PLN

-1,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	4,40 PLN	2020-08-04	
poprzednia	akumuluj	4,40 PLN	2020-05-05	
Podstawowe dane			NET PW	vs. WIG
Ticker	NET PW	Zmiana 1M	+15,5%	+14,4%
ISIN	PLNETIA00014	Zmiana YTD	+0,9%	+11,8%
Liczba akcji (mln)	337,0	Średni obrót 1M	0,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 503,2	Średni obrót 6M	0,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	2 011,5	EV/EBITDA 12M fwd	4,2	-14,3%
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	23,2	31,6	28,7	26,0	25,0
P/BV	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA	4,8	4,4	4,6	4,3	4,1
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
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 linii głosowe (tys.)	937	886	843	805	770
ARPU głos wł. infras. (PLN)	25,3	23,2	22,4	22,0	22,2
ARPU głos WLR + LLU (PLN)	38,3	35,1	34,4	34,4	34,7
Klienci broadband (tys.)	608	582	580	588	605
ARPU broadband (PLN)	56,3	56,0	56,6	57,4	58,6
Przychody	1 373	1 297	1 280	1 278	1 290
bezpośrednie usługi głos.	350	293	265	246	233
transmisja danych	581	566	566	576	594
rozł. międzyop. i hurt.	236	211	214	216	218
inne	207	226	235	241	245
Koszty sprzedaży	275	256	247	250	254
Koszty ogół. zarządu	134	149	144	144	145
EBITDA MSSF16	-	457	439	439	436
marża	-	35,2%	34,3%	34,3%	33,8%
Zysk netto	64,8	47,6	52,4	57,9	60,2

Model DCF

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

Bilans i CF

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

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Orange Polska kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Jak zakładaliśmy, wpływ COVID-19 jest dość niski na sektor telekomunikacyjny. Publikacja wyników Orange Polska za 2Q'20 przekonała nas jednak, że pandemia COVID-19 wręcz korzystnie wpłynęła na stacjonarną część spółki. Orange Polska zanotowała bardzo dobry wynik na przyłączeniach FTTH (+44 tys. w ciągu 2Q'20), a ARPO z usług tylko stacjonarnych wzrosło o 5,6% R/R, co oznacza istotną zmianę trendu. (1) Poprawa w stacjonarnej części Orange, (2) odbudowa poziomu cen w obszarze mobilnym oraz konwergentnym, (3) istotnie niższe niż oczekiwaliśmy tapnięcie na obrocie sprzętem i (4) postępująca redukcja kosztów dały nam pole do podwyższenia naszych prognoz wyniku EBITDAAŁ o ok. 8% w latach 2020 i 2021 w lipcowym raporcie analitycznym. Obecny poziom ceny docelowej to 8,30 PLN, co implikuje blisko 14% potencjał wzrostu. Tym samym potwierdzamy nasze niekonsensusowe, pozytywne podejście do spółki. Dodatkowo sądzimy, że potencjalna transakcja sprzedaży pakietu w wydzielonej infrastrukturze FTTH jest prawdopodobna i powinna wspierać sentyment do Orange Polska w średnim terminie. Ryzykiem dla Orange Polska jest zawieszenie trwającego do niedawna postępowania aukcyjnego dot. rozdysponowania częstotliwości 5G. Nie możemy wykluczyć, że warunki w kolejnej aukcji nie pogorszą się.

Cena bieżąca

7,31 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

8,30 PLN

+13,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	8,30 PLN	2020-07-30

Podstawowe dane		OPL PW	vs. WIG
Ticker	OPL PW	Zmiana 1M	+11,3% +10,1%
ISIN	PLTLKPL00017	Zmiana YTD	+2,6% +13,5%
Liczba akcji (mln)	1 312,0	Średni obrót 1M	15,2 mln PLN
MC (mln PLN)	9 584,2	Średni obrót 6M	14,3 mln PLN
EV (mln PLN)	17 775,5	EV/EBITDA 12M fwd	5,4 +14,6%
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	11 528	11 741	11 905
EBITDA	2 889	3 165	3 419	3 619	3 789
marża EBITDA	26,1%	27,8%	29,7%	30,8%	31,8%
EBIT	345	417	593	836	1 053
Zysk netto	10	91	244	454	622
P/E	958,4	104,9	39,4	21,1	15,4
P/BV	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
EV/EBITDA	5,7	5,6	5,2	4,7	4,6
DPS	0,00	0,00	0,00	0,25	0,25
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	3,4%	3,4%
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 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	1 807	1 908	2 005
Łączna szerokopasmowa (tys.)	2 560	2 607	2 667	2 730	2 801
Przychody	11 087	11 406	11 528	11 741	11 905
telefonía komórkowa	2 726	2 598	2 565	2 576	2 586
telefonía stacjonarna	2 441	2 192	2 079	1 948	1 854
pozostałe	5 920	6 616	6 884	7 216	7 466
Koszty	7 980	8 092	8 014	8 043	8 097
koszty pracownicze	-1 577	-1 490	-1 374	-1 334	-1 314
usługi obce	-6 200	-6 417	-6 505	-6 572	-6 644
poz. przychody i koszty	-203	-185	-135	-137	-139
Sprzedaż aktywów	192	271	70	120	150
Pozostałe	-490	-596	-651	-690	-661
EBITDAAŁ	-	2 718	2 864	3 008	3 147
marża	-	23,8%	24,8%	25,6%	26,4%
Zysk netto	10	74	244	454	622

*wynik EBITDAAŁ 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	11 528	11 741	11 905	12 075	12 264	12 451	12 659	12 817	13 027	13 217	13 217
EBIT+Amor. ex. IFRS16	2 992	3 187	3 357	3 449	3 442	3 490	3 569	3 589	3 642	3 676	3 676
marża EBITDA	26,0%	27,1%	28,2%	28,6%	28,1%	28,0%	28,2%	28,0%	28,0%	27,8%	27,8%
Amortyzacja	2 399	2 351	2 304	2 258	2 190	2 125	2 061	2 020	1 979	1 940	1 940
EBIT	593	836	1 053	1 191	1 251	1 365	1 508	1 570	1 663	1 736	1 736
Podatek	113	159	200	226	238	259	286	298	316	330	330
NOPLAT	480	677	853	965	1 014	1 106	1 221	1 271	1 347	1 406	1 406
CAPEX bez zysków z nier.	-2 688	-1 814	-2 823	-1 799	-1 898	-1 926	-1 926	-1 919	-2 389	-2 389	-2 389
Kapitał obrotowy	19	-54	-67	-67	-67	-66	-66	-66	-61	-61	-61
FCF	210	1 160	267	1 356	1 239	1 238	1 290	1 305	876	896	896
PV FCF	205	1 057	227	1 082	923	861	838	791	496	473	
WACC	6,8%	6,9%	6,8%	6,9%	7,0%	7,1%	7,1%	7,2%	7,2%	7,1%	7,1%
Dług netto / EV	35,5%	33,2%	34,4%	32,5%	30,9%	29,5%	28,0%	26,6%	27,5%	28,6%	28,6%
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%

*korekta nakładów inwestycyjnych o zyski ze sprzedaży nieruchomości

Bilans i CF

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
CF operacyjny	1 812	2 776	2 592	2 631	2 709
CFO/EBITDAAŁ	-	102%	90%	87%	86%
Capex	2 282	2 140	2 758	1 934	2 973
Aktywa ogółem	23 295	24 340	24 539	24 659	24 908
Kapitał własny	10 494	10 566	10 810	10 936	11 230
Dług netto	-	8 163	8 189	7 580	7 872
Dług netto/EBITDA (x)	-	2,5	2,4	2,1	2,1

Analiza porównawcza

	EV/EBITDA			DYield - RFR		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	11,9	11,5	10,7	18,2%	37,3%	24,0%
Maksimum	3,4	3,1	2,8	-5,8%	-4,4%	-2,9%
Mediana	5,2	5,0	4,9	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	17 199
Dług netto ex. MSSF16	6 182
Inne korekty	2
Wycena DCF na akcję (PLN)	8,40

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	6,62
DCF	67%	8,40
Cena wynikowa		7,81
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		8,30

Play akumuluj (obniżona)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Podtrzymujemy pozytywne podejście do Play, jednak z/w na wzrost kursu spółki w ostatnich tygodniach, obniżamy nasze zalecenie inwestycyjne z kupuj do akumuluj. Wskazujemy jednocześnie, że spodziewamy się dość słabych wyników za 2Q'20. Erozja bazy abonenckiej (słaby zwłaszcza segment prepaid, gdzie spodziewamy się ubytku o 170 tys. w ciągu kwartału), niższy wzrost ARPU niż w poprzednich okresach oraz pogorszenie się marży na sprzęcie (szacujemy jej poziom na 16%) powinny przełożyć się na płaską R/R marżę kontrybucyjną oraz spadek skorygowanej EBITDA o 2% R/R. Tym samym po kilku kwartałach dość wysokich wzrostów Play może nieco zaskoczyć inwestorów. Niemniej jednak w długim terminie kluczowym argumentem jest dla nas najwyższa w branży (przy obecnych cenach) zdolność do generowania gotówki. Ponadto wskazujemy na możliwą sprzedaż aktywów wieżowych, co powinno wspierać sentyment do spółki. 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

32,54 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

35,70 PLN

+9,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	akumuluj	35,70 PLN	2020-08-04
poprzednia	kupuj	35,70 PLN	2020-05-15
Podstawowe dane			
	PLY PW	Zmiana 1M	+1,7% +0,6%
Ticker	PLY PW	Zmiana YTD	-2,4% +8,5%
ISIN	LU1642887738	Średni obrót 1M	11,7 mln PLN
Liczba akcji (mln)	253,7	Średni obrót 6M	20,3 mln PLN
MC (mln PLN)	8 255,4	EV/EBITDA 12M fwd	5,7 -3,2%
EV (mln PLN)	15 031,1	EV/EBITDA 5Y avg	5,9 dyskonto
Free float	49,4%		

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	11,1	9,5	8,9	8,8	8,7
P/BV	-	25,7	10,0	6,1	4,4
EV/EBITDA	6,9	6,2	6,0	5,7	5,6
DPS	2,57	1,45	1,65	1,65	1,65
DYield	7,9%	4,5%	5,1%	5,1%	5,1%
Zmiana prognoz					
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%
Zdykontowana wartość FCF	15 604
Skorygowany dług netto	6 001
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	37,85

Wycena

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

Media

Agora

trzymaj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@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, co może w krótkim terminie pogorszyć sentyment do spółki. 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 słaby w całym 2020 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

7,58 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

8,60 PLN

+13,5%

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

Podstawowe dane			AGO PW	vs. WIG
Ticker	AGO PW	Zmiana 1M	-13,5%	-14,6%
ISIN	PLAGORA00067	Zmiana YTD	-27,1%	-16,2%
Liczba akcji (mln)	46,6	Średni obrót 1M		0,1 mln PLN
MC (mln PLN)	353,1	Średni obrót 6M		0,1 mln PLN
EV (mln PLN)	1 127,9	EV/EBITDA 12M fwd	10,0	+80,2%
Free float	76,9%	EV/EBITDA 5Y avg	5,6	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	77,2	99,8	-	-	-
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5
EV/EBITDA	4,1	5,7	20,3	7,6	6,0
DPS	0,50	0,50	0,00	0,00	0,50
DYield	6,6%	6,6%	0,0%	0,0%	6,6%
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
RPB (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

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%

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%

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

Podtrzymujemy nasze negatywne niekonsensusowe podejście do spółki. W krótkim terminie argumentem pogarszającym sentyment do spółki powinny być słabe odczyty finansowe za 2Q'20. Oczekujemy, że skorygowany wynik EBITDA online (tj. bez TV i bez barteru) wyniesie w ujęciu bez MSSF16 32,1 mln PLN, tj. będzie niższy R/R o 36%. Spółka relatywnie szybko i stanowczo zareagowała na negatywne skutki pandemii COVID-19, wdrażając szereg akcji oszczędnościowych. Niemniej jednak, spadki w biznesach turystycznych będą mieć wyraźne odbicie w wynikach za 2Q'20 całej grupy. Spodziewamy się dużej straty w portalu wakacje.pl (ok. 15 mln PLN w kwartale), co spowodowane będzie przez słabe wyniki organiczne w związku z zamknięciem granic polskich przez część kwartału i słabym popytem na wycieczki zagraniczne zaraz po ich otwarciu. Negatywny efekt będzie mieć także zwrot środków przez touroperatorów za wycieczki do klientów, którzy z powodu pandemii nie mogli ich zrealizować (wakacje.pl rozpoznają bowiem przychody z wycieczek w momencie ich sprzedaży, nie odbicia przez klientów). W długim terminie kluczowym ryzykiem jest w naszej opinii wejście Cyfrowego Polsatu na główny rynek działalności Wirtualnej Polski.

Cena bieżąca

76,40 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

63,10 PLN

-17,4%

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

Podstawowe dane			WPL PW	vs. WIG
Ticker	WPL PW	Zmiana 1M	+9,1%	+8,0%
ISIN	PLWRTPL00027	Zmiana YTD	+9,5%	+20,3%
Liczba akcji (mln)	29,7	Średni obrót 1M		0,8 mln PLN
MC (mln PLN)	2 265,3	Średni obrót 6M		1,3 mln PLN
EV (mln PLN)	2 581,4	EV/EBITDA 12M fwd	11,4	+11,8%
Free float	53,0%	EV/EBITDA 5Y avg	10,2	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	567	709	593	729	812
EBITDA	163	209	169	219	243
marża EBITDA	28,7%	29,5%	28,5%	30,0%	29,9%
EBIT	107	130	91	142	164
Zysk netto	74	69	58	101	121
P/E	30,6	32,8	38,9	22,5	18,7
P/BV	4,8	4,4	4,2	3,7	3,3
EV/EBITDA	15,8	12,5	15,3	11,6	10,2
DPS	0,96	1,00	1,00	1,00	1,72
DYield	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	2,3%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

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

Bilans i CF

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

Analiza porównawcza

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

Model DCF

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

IT

Asseco Poland

akumuluj (podwyższona)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Notowania Asseco Poland spadły w ciągu miesiąca o blisko 3%. Potencjał do osiągnięcia naszej ceny docelowej wynosi obecnie 2,8%. Stąd podwyższamy zalecenie inwestycyjne dla Asseco Poland z trzymaj do akumuluj. Zbliżają się odczyty za 2Q'20. Spodziewamy się, że wynik netto będzie płaski R/R i wyniesie 79,9 mln PLN. Tym samym okres 2Q'20 wypadnie dość dobrze, co powinno wzbudzić pozytywny sentyment do spółki. Asseco Poland nie widzi obecnie istotnego spowolnienia w zamówieniach na projekty IT, wręcz przeciwnie: po rozmowie z przedstawicielami spółki mamy wrażenie, że negatywne skutki pandemii COVID-19 dotkną ją w sposób dość niewielki. Spodziewamy się, że wraz z wynikami za 2Q'20 Zarząd prześle dość optymistyczny guidance na 2H'20. Inwestorzy powinni dodatkowo brać pod uwagę defensywny charakter spółki. Dodatkowo, wskazujemy na wysoki (zwłaszcza w obecnym otoczeniu niskich stóp procentowych) DYield równy 4,5%.

Cena bieżąca

66,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

68,39 PLN

+2,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	akumuluj	68,39 PLN	2020-08-04
poprzednia	trzymaj	68,39 PLN	2020-06-03
Podstawowe dane			
Ticker	ACP PW	Zmiana 1M	-2,8%
ISIN	PLSOFTB000016	Zmiana YTD	+9,7%
Liczba akcji (mln)	83,0	Średni obrót 1M	4,4 mln PLN
MC (mln PLN)	5 519,5	Średni obrót 6M	6,1 mln PLN
		P/E 12M fwd	14,0
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	16,6	17,1	17,3	15,4	14,2
P/BV	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9
P/S	0,59	0,52	0,51	0,50	0,49
DPS	3,01	3,07	3,01	3,01	3,01
DYield	4,5%	4,6%	4,5%	4,5%	4,5%
Zmiana prognoz					
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 Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Potencjał wzrostu do naszej ceny docelowej wynosi obecnie tylko 3,9%, stąd podtrzymujemy neutralne nastawienie do Comarchu. Jednak sądzimy, że w krótkim terminie sentyment do spółki mogą wzmocnić dość dobre odczyty za 2Q'20, których oczekujemy. W 2Q'20 oczekujemy wyniku EBITDA na poziomie 48,3 mln PLN. Taki wynik będzie wyższy R/R o >7%, co powinno polepszyć sentyment do spółki. Oczekujemy także, że Zarząd ociepli swój guidance na 2H'20. Przy realizacji naszej prognozy na 2Q'20, nasza roczna prognoza na linii EBITDA byłaby wykonana w >54%, a na linii netto w blisko 52%. Comarch jest notowany obecnie na poziomie EV/EBITDA'20 = 7,7x, poniżej mediany dla spółek porównywalnych. Z drugiej strony Comarch pomimo bardzo dobrej sytuacji kredytowej oferuje niską dywidendę (DYield = tylko 0,7%).

Cena bieżąca

212,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

220,30 PLN

+3,9%

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

Podstawowe dane			CMR PW	vs. WIG
Ticker	CMR PW	Zmiana 1M	-0,9%	-2,1%
ISIN	PLCOMAR00012	Zmiana YTD	+14,3%	+25,2%
Liczba akcji (mln)	8,1	Średni obrót 1M		0,6 mln PLN
MC (mln PLN)	1 724,3	Średni obrót 6M		1,1 mln PLN
EV (mln PLN)	1 638,8	EV/EBITDA 12M fwd	6,7	-9,0%
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	56,3	16,4	23,4	16,7	16,0
P/BV	2,0	1,8	1,7	1,5	1,4
EV/EBITDA	11,7	7,4	7,7	6,9	6,5
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

Kurs spółki nie uległ istotnej zmianie w ciągu ostatniego miesiąca. W 2Q'20 wyniki spółki powinny być wspierane przez utrzymującą się wysoką sprzedaż gier z własnego portfela oraz portfela wydawniczego. Zgodnie z naszymi prognozami kwartalnymi spółka powinna poprawić sprzedaż o 9% r/r do 18,1 mln PLN w 2Q'20, a EBIT powinien wzrosnąć o 102% r/r do 5,9 mln PLN. W kwartale nie oczekujemy zdarzeń jednorazowych. Pod koniec lipca 11B poinformowało o ustaleniu daty premiery dodatku On The Edge do gry Frostpunk na dzień 20 sierpnia 2020 roku. Premiera dodatku powinna wspierać sprzedaż Frostpunk i wpływać na wydłużenie cyklu życia produkcji. W kolejnych kwartałach 2020 roku nie powinno być istotnych premier w planie wydawniczym. W czerwcu 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.

Cena bieżąca
Cena docelowa

500,00 PLN
476,00 PLN
potencjał zmiany
-4,8%

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

Podstawowe dane			11B PW	vs. WIG
Ticker	11B PW	Zmiana 1M	-8,1%	-9,2%
ISIN	PL11BTS00015	Zmiana YTD	+25,0%	+35,9%
Liczba akcji (mln)	2,4	Średni obrót 1M	4,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 218,6	Średni obrót 6M	7,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 121,0	EV/EBITDA 12M fwd	33,1	+137,6%
Free float	79,4%	EV/EBITDA 5Y avg	13,9	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	23,0	58,5	41,3	75,4	9,8
P/BV	12,7	10,2	8,0	7,3	4,2
EV/EBITDA	21,4	37,9	27,4	43,0	7,2
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA			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%
Zdykontowana 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

Kurs CDR uległ nieznacznej zmianie m/m. 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. Oczekujemy, że kolejna odsłona Night City Wire powinna miejsce w sierpniu. W sierpniu WZA CDR zaakceptowało nowy program motywacyjny, a spółka rozpoczęła skup do 516,7 tys. akcji. W lipcu Netflix ogłosił prace nad mini serialem osadzonym w świecie Wiedźmina— The Witcher: Blood Origin. Nie zostały podane informacje dotyczące daty premiery serialu ani daty rozpoczęcia zdjęć. CD Projekt poinformował w lipcu o zrezygnowaniu z opcji trzymania dwóch broni. Jest to kolejna funkcjonalność z której zrezygnowano, co naszym zdaniem wskazuje na zaawansowanie procesu optymalizacji gry w celu wydania jej w listopadzie 2020 r. 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

417,00 PLN **potencjał zmiany**388,10 PLN **-6,9%**

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

Podstawowe dane		CDR PW	vs. WIG
Ticker	CDR PW	Zmiana 1M	+2,7% +1,6%
ISIN	PLOPTTC00011	Zmiana YTD	+49,2% +60,1%
Liczba akcji (mln)	102,1	Średni obrót 1M	154,3 mln PLN
MC (mln PLN)	42 584,0	Średni obrót 6M	134,9 mln PLN
EV (mln PLN)	39 335,7	EV/EBITDA 12M fwd	17,7 -25,7%
Free float	70,1%	EV/EBITDA 5Y avg	23,9 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	-	-	14,4	24,4	41,0
P/BV	40,0	36,3	10,5	7,3	6,2
EV/EBITDA	336,5	210,2	12,2	20,5	34,4
DPS	0,00	1,05	0,00	14,47	0,00
DYield	0,0%	0,3%	0,0%	3,5%	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%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
W3 (tys. szt.)	1 802	1 395	1 380	1 165	0	0	0	0	0	0	0
C2077 (tys. szt.)	25 000	18 102	13 278	5 526	2 300	2 225	1 075	0	0	0	0
Gra AAA (tys. szt.)						22 000	10 000	12 000	22 000	8 000	0
Przychody	3 776	2 409	1 566	3 555	2 188	5 072	2 198	2 042	3 227	1 180	1 180
EBITDA	3 259	1 984	1 176	3 035	1 731	4 431	1 704	1 537	2 631	679	679
marża EBITDA	86,3%	82,4%	75,1%	85,4%	79,1%	87,4%	77,5%	75,3%	81,6%	57,6%	57,6%
EBIT	3 224	1 902	1 126	2 774	1 576	4 170	1 614	1 176	2 621	668	668
Podatek	278	164	98	240	137	360	141	104	229	62	62
CAPEX	-179	-170	-182	-196	-206	-207	-213	-220	-227	-235	-235
Kapitał obrotowy	-82	57	35	-83	57	-121	120	7	-50	86	86
FCF	2 720	1 708	931	2 516	1 445	3 743	1 470	1 219	2 126	469	1 835
PV FCF	2 576	1 490	749	1 865	988	2 357	853	652	1 048	213	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Wskaźniki

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wiedźmin 3 (S)	209	358	257	112	111
Gwint (S)	32	19	23	21	22
Cyberpunk 2077 (S)	0	0	3 225	2 114	1 212
Produkcja w toku	243	386	529	614	744
Środki pieniężne	104	49	2 784	3 023	3 091
Dług netto	-659	-461	-3 227	-3 466	-3 534
Dług netto/EBITDA (x)	-5,1	-2,1	-1,0	-1,7	-3,0

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	5,0%
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 (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Spółka poinformowała na początku lipca o wstępnej sprzedaży za 2Q'20, która była powyżej naszych szacunków opartych o dane Sensor Tower. Biorąc pod uwagę szacunki opublikowane przez spółkę oraz wyższe na marketing (nakłady w kwietniu i w pierwszej połowie maja zostały zaraportowane), oczekujemy wzrostu EBITDA o 106% r/r do 34 mln PLN (dane oczyszczone o jednorazową transakcję sprzedaży akcji) przy wzroście sprzedaży o 241% r/r. Dodatkowo w 2Q'20 spółka zaksięguje niegotówkową transakcję sprzedaży akcji przez głównych akcjonariuszy do Pana Macieja Zużalka, której wpływa spółka szacuje na 72,4 mln PLN. Na początku sierpnia zostały opublikowane wstępne szacunki sprzedaży gry Fishing Clash przez Sensor Tower, na podstawie których oczekujemy wzrostu sprzedaży o 210% r/r do 55 mln PLN w lipcu. Oczekujemy utrzymania dynamiki sprzedaży powyżej 200% r/r osiągniętej przy zmniejszonych nakładach na marketing w kolejnych miesiącach. Naszym zdaniem inwestycje w pozyskiwanie graczy w 2Q'20 wpłyną na podwyższoną liczbę użytkowników w kolejnych okresach. Taką tendencję można było zaobserwować w 2019 roku po wyższych nakładach na marketing w marcu/kwietniu, podwyższony poziom przychodów utrzymywał się w kolejnych miesiącach. W lipcu spółka poinformowała o global-launch gry Solitales. Oczekujemy również debiutu Hunting Clash oraz Flip This House w 2H'20. Potencjalnym katalizatorem do wzrostu ceny akcji może być otrzymanie certyfikacji Fishing Clash na rynek chiński, na którą spółka oczekuje od kilku kwartałów.

Cena bieżąca

556,00 PLN

potencjał zmiany
Cena docelowa

592,00 PLN

+6,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	592,00 PLN	2020-07-02

Podstawowe dane			TEN PW	vs. WIG
Ticker	TEN PW	Zmiana 1M	-1,9%	-3,1%
ISIN	PLTSQGM00016	Zmiana YTD	+186,3%	+197,2%
Liczba akcji (mln)	7,4	Średni obrót 1M	10,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 117,2	Średni obrót 6M	12,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 914,3	EV/EBITDA 12M fwd	16,3	+27,0%
Free float	49,9%	EV/EBITDA 5Y avg	12,8	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	-	53,0	23,0	17,8	15,9
P/BV	96,1	43,9	16,9	12,0	9,6
EV/EBITDA	89,0	46,3	19,6	14,7	12,9
DPS	0,87	3,75	3,70	18,09	23,47
DYield	0,2%	0,7%	0,7%	3,3%	4,2%
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 kupuj (podwyższona)

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. Mimo tego wytwórcy stali oparli o technologię elektryczną (EAF) mniej odczuwają spowolnienie niż wielkopiecowi (BOF) ze względu na elastyczniejsze dostosowanie produkcji oraz większą ekspozycję na wyroby długie wykorzystywane przez mniej dotknięte epidemią budownictwo. Naszym zdaniem mimo niesprzyjającego otoczenia w 2Q'20 Cognor raportuje tylko 15% r/r spadek oczyszczonej o zdarzenia jednorazowe EBITDA (+9% q/q). W rezultacie w całym roku będziemy zmuszeni do podwyższenia naszych oczekiwań wyniku EBITDA do 100 mln PLN (wcześniej zakładaliśmy 70 mln PLN). Lepsze od oczekiwań wyniki implikują, że Cognor w 2020 roku utrzyma wskaźnik długu netto do EBITDA na poziomie 2,2x, co pozwoli na powrót do wypłaty dywidendy w 2021 roku. Podwyższamy nasze założenia odnośnie wolumenów sprzedaży w 2020 roku o 2% oraz przychód na tonę o 5% (efekt korzystniejszego miksłu - większa sprzedaż produktów gotowych kosztem kęsów). Podwyższamy naszą cenę docelową do 1,98 PLN/akcja (vs. 0,94 PLN/akcja wcześniej) oraz podwyższamy rekomendację do kupuj (wcześniej trzymaj).

Cena bieżąca

0,93 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

1,98 PLN

+113,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	1,98 PLN	2020-08-04	
poprzednia	trzymaj	0,94 PLN	2020-04-22	
Podstawowe dane			COG PW	vs. WIG
Ticker	COG PW	Zmiana 1M	-7,2%	-8,3%
ISIN	PLCNTSL00014	Zmiana YTD	-25,2%	-14,3%
Liczba akcji (mln)	175,0	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	162,4	Średni obrót 6M	0,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	405,2	EV/EBITDA 12M fwd	3,3	-10,2%
Free float	-	EV/EBITDA 5Y avg	3,7	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	2 082	1 902	1 697	1 873	1 969
EBITDA skor.	200	93	100	93	89
marża EBITDA	9,6%	4,9%	5,9%	5,0%	4,5%
EBIT skor.	156	47	52	46	44
Zysk netto skor.	94	11	27	22	20
P/E skor.	1,7	14,5	6,1	7,5	8,2
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA skor.	1,9	4,4	4,0	4,1	4,1
DPS	0,07	0,21	0,00	0,08	0,06
DYield	7,3%	22,2%	0,0%	8,2%	6,7%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży			+4,1%	+2,4%	+1,3%
EBITDA			+43,1%	+39,1%	+38,3%
Zysk netto			-	-	-
Wolumen sprzedaży			+2,2%	-1,8%	-3,1%
Ceny produktów			+4,5%	+5,9%	+5,6%
Ceny złomu			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wol. Ferrostal (tys. ton)	401	424	399	470	505
Wol. HSJ (tys. ton)	237	237	213	223	228
Wol. Złomrex (tys. ton)	173	142	130	137	140
Spread Ferrostal (PLN/t)	1 191	1 127	1 110	1 131	1 145
Spread HSJ (PLN/t)	1 723	1 508	1 414	1 490	1 506
Przepływy oper.	232	142	71	88	83
Amortyzacja	44	46	48	47	45
Kapitał obrotowy	44	61	-22	1	0
Przepływy inv.	-38	-56	-50	-33	-35
CAPEX	38	56	50	33	35
Przepływy fin.	-196	-84	-24	-33	-30
Dywidenda/buyback	-12	-36	0	-13	-11
FCF	179	102	22	56	50
FCF/EBITDA	90%	101%	22%	60%	56%
CFO/EBITDA	116%	141%	71%	95%	94%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Wolumen sprzedaży	612	693	733	756	776	790	804	806	808	808	808
Ceny produktów	2 045,0	2 054,3	2 066,7	2 079,8	2 102,7	2 113,2	2 123,3	2 133,4	2 141,3	2 149,1	
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	1 697	1 873	1 969	2 030	2 087	2 129	2 172	2 187	2 203	2 213	2 224
EBITDA	100	93	89	103	99	94	93	92	92	88	85
marża EBITDA	5,9%	5,0%	4,5%	5,1%	4,7%	4,4%	4,3%	4,2%	4,2%	4,0%	3,8%
EBIT	52	46	44	59	56	52	50	48	48	44	41
Podatek	6	5	5	8	7	6	6	5	5	5	4
CAPEX	-50	-33	-35	-35	-36	-38	-40	-43	-43	-43	-43
Kapitał obrotowy	-22	1	0	-3	-3	-2	-2	-1	-1	0	0
FCF	22	56	50	57	53	49	46	43	43	40	37
PV FCF	21	51	42	45	39	33	29	25	23	20	
WACC	6,9%	7,0%	7,1%	7,3%	7,4%	7,4%	7,5%	7,5%	7,6%	7,6%	7,6%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa	1 001	1 052	990	1 036	1 064
Aktywa trwałe	379	487	481	459	445
Kapitał własny	278	259	285	294	303
Udział mniejszości	278	259	285	294	303
Dług netto	209	226	224	202	184
Dług netto/EBITDA (x)	1,0	2,2	2,2	2,2	2,1
Dług netto/kap. wł. (x)	0,8	0,9	0,8	0,7	0,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	4,3	5,6	4,5	2,0	2,2	1,2
Maksimum	24,3	27,7	28,7	29,6	15,5	9,1
Mediana	15,3	12,1	9,3	8,1	6,7	4,9
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,2
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana wartość FCF	328
Dług netto	262
Inne korekty	18
Wycena DCF na akcję (PLN)	2,17

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	1,52
DCF	50%	2,17
Cena wynikowa		1,84
Koszt kapitału 9M		7,2%
Cena docelowa za 9M		1,98

Famur kupuj (podwyższona)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Mimo skrajnie niekorzystnego otoczenia (stan siły wyższej w PGG i JSW; 12 zamkniętych kopalni w Polsce na miesiąc) Famur w 2Q'20 zanotuje jedynie 13% q/q spadku EBITDA. Wynikem naszym zdaniem towarzyszyć będzie wyraźny wzrost udziału przychodów z działalności powtarzalnej (Aftermarket) oraz mocny przepływ gotówki z działalności operacyjnej (dług netto na koniec 1H'20 spadnie do -160 mln PLN; 0,28 PLN/akcja). Spadek zadłużenia może natomiast naszym zdaniem zachęcić właścicieli do propozycji skupu akcji własnych (Famur obecnie wyceniany nieco ponad 3xEBITDA podczas gdy konkurenci 9-11xEBITDA). Naszym zdaniem przedstawiony przez Ministerstwo Aktywów Państwowych plan zamykania kopalni pokazuje najbardziej konserwatywną wersję, która głosem górników została odrzucona. W sierpniu prawdopodobnie JSW i PGG poinformują o wielkości przyznanej pomocy w ramach tarczy antykrzysowej, co może zostać pozytywnie odebrane przez rynek w kontekście płynności głównych klientów Famur. Pozostawiamy nasze konserwatywne prognozy bez zmian, aktualizujemy wycenę porównawczą. Podwyższamy naszą cenę docelową do 2,86 PLN/akcja (wcześniej 2,20 PLN/akcja) oraz podwyższamy rekomendację do kupuj (wcześniej trzymaj).

Cena bieżąca

1,70 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

2,86 PLN

+68,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	2,86 PLN	2020-08-04
poprzednia	trzymaj	2,20 PLN	2020-04-30
Podstawowe dane			FMF PW vs. WIG
Ticker	FMF PW	Zmiana 1M	-24,8% -25,9%
ISIN	PLFAMUR00012	Zmiana YTD	-43,0% -32,1%
Liczba akcji (mln)	574,8	Średni obrót 1M	1,7 mln PLN
MC (mln PLN)	977,1	Średni obrót 6M	1,1 mln PLN
EV (mln PLN)	1 076,5	EV/EBITDA 12M fwd	2,7 -50,9%
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	4,7	4,0	7,1	9,1	8,5
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	2,5	2,6	3,2	3,2	3,0
DPS	0,44	0,53	0,00	0,12	0,14
DYield	25,9%	31,2%	0,0%	7,0%	8,2%
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.

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	36	2	4	4	4
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	51	160	121	63	100	84	72	63	55	47	
WACC	9,3%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

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

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	11,1	12,3	10,4	7,0	6,3	5,3
Maksimum	28,9	25,4	22,8	17,0	15,1	13,5
Mediana	20,1	17,7	14,7	11,6	9,5	8,8
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,2
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	816
Dług netto	220
Inne korekty	-3
Wycena DCF na akcję (PLN)	2,02

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	3,32
DCF	50%	2,02
Cena wynikowa		2,67
Koszt kapitału 9M		7,2%
Cena docelowa za 9M		2,86

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. 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

446,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

453,70 PLN

+1,7%

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

Podstawowe dane			KTY PW	vs. WIG
Ticker	KTY PW	Zmiana 1M	-1,1%	-2,2%
ISIN	PLKETY000011	Zmiana YTD	+28,9%	+39,8%
Liczba akcji (mln)	9,6	Średni obrót 1M	2,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 273,5	Średni obrót 6M	2,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	5 054,6	EV/EBITDA 12M fwd	9,0	+0,3%
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	15,9	14,4	11,3	13,7	13,6
P/BV	3,0	2,9	2,7	2,6	2,5
EV/EBITDA	10,9	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 producencka (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 rzędu (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 lekko spadkowe 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	39,40 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	44,58 PLN	+13,1%

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

Podstawowe dane			KER PW	vs. WIG
Ticker	KER PW	Zmiana 1M	-4,5%	-5,6%
ISIN	LU0327357389	Zmiana YTD	-12,4%	-1,6%
Liczba akcji (mln)	84,0	Średni obrót 1M	4,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 310,8	Średni obrót 6M	2,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	8 003,0	EV/EBITDA 12M fwd	4,8	+4,9%
Free float	60,1%	EV/EBITDA 5Y avg	4,6	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	16,7	4,6	9,0	6,2	5,6
P/BV	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	6,7	4,5	6,0	5,7	5,5
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
Pszonica (USD/t)	177	195	195	195	195	195	195	195	195	195	196
Kukurydza (USD/t)	176	190	190	190	190	190	190	190	190	190	190
Przychody	3 822	3 741	4 113	4 185	4 248	4 308	4 365	4 408	4 452	4 496	4 508
EBITDA	358	397	419	421	414	409	402	393	385	376	373
marża EBITDA	9,4%	10,6%	10,2%	10,1%	9,7%	9,5%	9,2%	8,9%	8,6%	8,4%	8,3%
EBIT	267	288	311	311	302	290	274	261	247	236	236
Podatek	1	12	13	13	13	12	11	10	9	8	8
CAPEX	-225	-227	-105	-110	-115	-121	-126	-131	-136	-136	-136
Kapitał obrotowy	-172	-114	-130	-22	-23	-22	-22	-20	-20	-20	-16
FCF	-40	44	172	276	263	254	243	233	220	211	212
PV FCF	-39	38	130	182	151	127	106	89	73	61	
WACC	15,0%	14,4%	14,4%	14,5%	14,5%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,7%
Risk-free rate	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%

Bilans

(mln USD)	17/18	18/19	19/20P	20/21P	20/21P
Aktywa	2 211	2 464	3 080	3 297	3 556
Aktywa trwałe	1 006	1 207	1 643	1 766	1 768
Kapitał własny	1 171	1 351	1 427	1 549	1 686
Udział mniejszości	7	-5	-5	-5	-5
Dług netto	619	691	1 256	1 402	1 410
Dług netto/EBITDA (x)	2,8	2,0	3,5	3,5	3,4
Dług netto/kap. wł. (x)	0,5	0,5	0,9	0,9	0,8

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

PKP Cargo redukuje (bez zmian)

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

Czerwcowe dane przewozowe są teoretycznie trochę lepsze od marcowo-majowych wysokich spadków (już nie ~25% spadki, a „jedynie” ~16%), jednak należy pamiętać, że w 2019 r. czerwiec był wyjątkowo słaby zarówno dla PKP, jak i całego rynku, więc baza odniesienia była niska. Spółka matka PKP Cargo w całym 2Q'20 przewiozła o 22,8% mniej towarów niż rok wcześniej oraz wykonała o 22,0% r/r mniejszą pracę przewozową. Naszym zdaniem tak duże spadki przewozów przełożą się na ok. 20% spadek kwartalnych przychodów. Pomimo niższych kosztów (paliwa i energii, dostępu do infrastruktury, usług transportowych oraz wynagrodzeń – porozumienie o czasowym obniżeniu czasu pracy) oraz pozytywnego wpływu pierwszej transzy tarczy antykryzysowej (w czerwcu to dodatkowe 34 mln PLN, które powinno zostać zaksięgowane w pozostałej działalności operacyjnej) oczekujemy, że Grupa zaprezentuje bardzo słabe wyniki kwartalne, tj. ok. 108 mln PLN straty operacyjnej. W związku z tym spodziewamy się, że i 2Q'20 będzie kwartałem w którym nakłady inwestycyjne przekroczą kwartalny wynik EBITDA, a Grupa na koniec drugiego kwartału będzie bardzo blisko maksymalnego poziomu kowenantów z umów kredytowych dla wskaźnika zadłużenia netto/EBITDA. Otoczenie wokół spółki nie poprawia się (brak wolumenów od ArcelorMittal, cały czas bardzo niskie wydobycie węgla, utrzymujące się niskie zapotrzebowanie na energię, opóźnienia inwestycji infrastrukturalnych) i nie oczekujemy by miało to nastąpić w najbliższym czasie.

Cena bieżąca	13,00 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	12,37 PLN	-4,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	redukuje	12,37 PLN	2020-07-02

Podstawowe dane			PKP PW	vs. WIG
Ticker	PKP PW	Zmiana 1M	-10,6%	-11,7%
ISIN	PLPKPCR00011	Zmiana YTD	-36,6%	-25,7%
Liczba akcji (mln)	44,8	Średni obrót 1M	1,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	582,2	Średni obrót 6M	2,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	2 657,6	EV/EBITDA 12M fwd	4,1	+5,1%
Free float	67,0%	EV/EBITDA 5Y avg	3,9	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	5 183	4 782	4 243	4 548	4 779
EBITDA skor.	901	830	502	612	689
marża EBITDA	17,4%	17,4%	11,8%	13,5%	14,4%
EBIT skor.	272	114	-229	-144	-29
Zysk netto skor.	242	6	-230	-167	-83
P/E skor.	2,4	102,1	-	-	-
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA skor.	1,5	3,2	5,3	4,6	4,3
DPS	0,00	1,50	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	11,5%	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

sprzedaż (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Kurs Dino jest na historycznych maksimach a inwestorzy dyskontują poprawę wyników spółki r/r w 2Q'20. W naszej prognozie kwartalnej zakładamy spowolnienie wzrostu sprzedaży r/r względem dynamik przedstawionych w poprzednich kwartałach do 26% r/r. Zwracamy uwagę, że dynamika lfl w 2Q'20 może być pod wpływem wysokiej bazy z 2Q'19 (+16.6%), wprowadzonych restrykcji oraz zakładanego gorszego popytu w okresie Świąt Wielkanocnych. Oczekujemy utrzymania ze strony kosztów wynagrodzeń, których negatywny wpływ na marżę EBITDA powinien zostać ograniczony przez wzrost marży brutto na sprzedaży (niższe koszty paliwa, niższy koszt mięsa wieprzowego r/r). Zakładamy płaską r/r marżę EBITDA oraz wzrost EBITDA o 25% r/r do 227 mln PLN. Ze względu na efekt bazy oczekujemy spowolnienia wzrostu lfl w kolejnych kwartałach co powinno na zmniejszenie dynamiki poprawy wyników r/r. Zgodnie z naszymi szacunkami spółka powinna poprawiać zysk netto w średniorocznym tempie 24% CAGR 2020-23, co nie uzasadnia wyceny 30x P/E'21 (wskaźnik PEG'21 na poziomie 1,23x).

Cena bieżąca

226,60 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

155,60 PLN

-31,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	sprzedaj	155,60 PLN	2020-07-02

Podstawowe dane		DNP PW	vs. WIG
Ticker	DNP PW	Zmiana 1M	+14,3% +13,2%
ISIN	PLDINPL00011	Zmiana YTD	+57,4% +68,3%
Liczba akcji (mln)	98,0	Średni obrót 1M	30,1 mln PLN
MC (mln PLN)	22 215,9	Średni obrót 6M	38,4 mln PLN
EV (mln PLN)	22 456,7	EV/EBITDA 12M fwd	20,8 +28,0%
Free float	48,9%	EV/EBITDA 5Y avg	16,3 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	72,2	55,1	40,0	30,0	24,5
P/BV	18,3	13,7	10,2	7,6	5,8
EV/EBITDA	42,1	31,4	23,7	18,5	15,0
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%

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%

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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdykontowana 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 (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Kurs spółki zaliczył korektę w lipcu pod oczekiwania słabych wyników 2Q'20. Oczekujemy, że sprzedaż spółki obniży się o 1% r/r w 2Q'20 a EBITDA zmniejszy się o 14% r/r do 108 mln PLN. W 2Q'20 oczekujemy spowolnienia poprawy sprzedaży porównywalnej r/r wynikającej z gorszego r/r popytu w okresie Świąt Wielkanocnych, niższy efekt zwiększonego popytu w związku z COVID-19 oraz niższy popyt w maju-czerwcu r/r ze względu na niesprzyjające warunki pogodowe. Zakładamy, że negatywnie na wyniki segmentu hurtu wpłynie spadek sprzedaży w EC Service i EC Gastronomia. W segmencie detalu negatywnie na wynik powinny wpływać rezultaty sieci InMedio. W segmencie detal przeprowadzona restrukturyzacja sklepów oraz kończąca się integracja przyjętych placówek powinny pozwolić na poprawę wyniku segmentu r/r w drugiej połowie 2020 roku. Oczekujemy przyspieszenia poprawy wyników w 2H'20 ze względu na coraz lepsze rezultaty segmentu detal oraz na brak negatywnego wpływu zakończenia kontraktu z PKN Orlen. Sprzyjający trend w wynikach powinien zostać utrzymany również w 2021 roku (głównie poprawa rentowności w segmencie detal).

Cena bieżąca

16,14 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

19,90 PLN

+23,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	19,90 PLN	2020-07-02

Podstawowe dane	EUR PW	Zmiana 1M	EUR PW	vs. WIG
Ticker	EUR PW	Zmiana 1M	-7,5%	-8,6%
ISIN	PLEURCH00011	Zmiana YTD	-26,1%	-15,2%
Liczba akcji (mln)	139,2	Średni obrót 1M		3,8 mln PLN
MC (mln PLN)	2 246,1	Średni obrót 6M		8,5 mln PLN
EV (mln PLN)	2 859,5	EV/EBITDA 12M fwd	5,8	-38,0%
Free float	56,0%	EV/EBITDA 5Y avg	9,4	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.	33,6	22,3	17,8	13,0	11,3
P/BV	2,2	2,3	2,6	2,7	2,8
EV/EBITDA skor.	7,8	7,0	6,6	6,2	5,7
DPS	0,76	1,03	0,50	0,50	0,50
DYield	4,7%	6,4%	3,1%	3,1%	3,1%
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 inw.	-462	-300	-205	-215	-217
CAPEX	-445	-237	-188	-215	-217
Przepływy fin.	-126	-433	-262	-311	-399
Dywidenda/buyback	-106	-143	-70	-70	-70
FCF	83	30	186	103	222
FCF/EBITDA	24%	7%	43%	22%	45%
CFO/EBITDA	139%	147%	93%	99%	98%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Cykl konwersji zapasów	23,6	21,5	21,6	21,7	21,8
Cykl konwersji należności	21,5	20,6	20,4	20,2	20,0
Cykl konwersji zobowiązań	69,8	64,1	64,1	64,1	64,1
Cykl konwersji gotówki	-24,7	-22,0	-22,0	-22,1	-22,3
Narzut SG&A	12%	12%	12%	13%	13%
Dług netto	346	502	548	546	511
Dług netto/EBITDA (x)	0,8	1,1	1,1	1,0	0,9

Analiza porównawcza

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

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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,5%
Zdyktowana 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 akumuluj (podwyższona)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Zaraportowane wyniki za 2Q'20 były poniżej oczekiwań rynkowych oraz naszych oczekiwań. Głównym powodem negatywnego zaskoczenia względem naszych szacunków były gorsze wyniki w Hebe oraz Ara. Pomimo spowolnienia poprawy lfl (częściowo wynikało to z efektu bazy), sieć Biedronka poprawiła nieznacznie marżę EBITDA r/r w 2Q'20 (częściowo efekt dobrej dyscypliny kosztowej). Zarząd spółki poinformował, że sieć Biedronka zwiększyła swój udział w rynku do ponad 25% na koniec 2Q'20 (+2p.p. r/r w 1H'20). Zgodnie z komentarzem zarządu w 3Q'20 sieć zwiększa udziały rynkowe w tempie +3p.p. r/r. W kolejnych kwartałach oczekujemy zmniejszenia skali spadków lfl w biznesach portugalskich oraz stopniową poprawę lfl w sieci Ara. Zniesienie dużej części restrykcji w Polsce powinno sprzyjać biznesom takim jak Hebe i Biedronka. 3Q'20 może zostać częściowo dociążony przez dodatkowe koszty związane z zamknięciem 47 aptek działających przy Hebe. Podsumowując, uważamy że największy wpływ COVID-19 na działalność sieci Hebe, Recheio i Pingo Doce miał miejsce w 2Q'20. Biorąc pod uwagę powrót do poprawy wyników r/r od 3Q'20 oraz spadek kursu spółki, podwyższamy nasze zalecenie inwestycyjne z trzymaj do akumuluj.

Cena bieżąca

14,29 EUR

potencjał zmiany
Cena docelowa

15,30 EUR

+7,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	15,30 EUR	2020-08-04	
poprzednia	trzymaj	15,30 EUR	2020-06-03	
Podstawowe dane			JMT PL	vs. WIG
Ticker	JMT PL	Zmiana 1M	-3,1%	-4,3%
ISIN	PTJMT0AE0001	Zmiana YTD	-1,2%	+9,7%
Liczba akcji (mln)	629,3	Średni obrót 1M	14,9 mln EUR	
MC (mln EUR)	8 989,5	Średni obrót 6M	19,8 mln EUR	
EV (mln EUR)	9 036,5	EV/EBITDA 12M fwd	6,9	-25,4%
Free float	38,9%	EV/EBITDA 5Y avg	9,3	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.	22,4	17,2	19,9	16,9	16,0
P/BV	5,1	4,6	4,2	3,8	3,5
EV/EBITDA skor.	9,7	8,7	8,5	7,3	6,7
DPS	0,64	0,35	0,26	0,33	0,35
DYield	4,5%	2,4%	1,9%	2,3%	2,4%
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 inw.	-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%

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%

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%

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 (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Spółka opublikowała bardzo dobre wstępne szacunki za Q2 20/21, które były powyżej naszych oczekiwań. Głównym powodem zaskoczenia było wyższe tempo odbudowy sprzedaży oraz wyższa rentowność sprzedaży. Biorąc pod uwagę wcześniej zaraportowane spadki sprzedaży r/r w miesiącach maj-czerwiec oraz finalną dynamikę na Q2 20/21, szacujemy że LPP poprawiło sprzedaż r/r w lipcu. W Q2 20/21 spółka zaraportowała 70 mln PLN zysku na sprzedaży vs. -33 mln PLN oczekiwane przez nas. W kwartale LPP zaksięgowoła 135 mln PLN rezerwy na restrukturyzację sklepów w Niemczech. Optymalizacja biznesu niemieckiego powinna pozytywnie wpłynąć na rentowność spółki w średnim terminie. Biorąc pod uwagę szybszą od zakładanej przez nas ścieżkę odbudowy sprzedaży, podnosimy nasze szacunki dotyczące sprzedaży na kolejne kwartały. W 2020/21 roku oczekujemy spadku sprzedaży o 10% r/r oraz spadku marży brutto na sprzedaży o 1,3p.p. r/r. W kanale online zakładamy wzrost sprzedaży o 98% r/r w 2020/21. Zakładamy stopniową normalizację kosztów spółki w 2H'20. W efekcie oczekujemy EBITDA MSR17 na poziomie 546/1162 mln PLN odpowiednio w 2020/21 i 2021/22. Ze względu na dostosowanie prognoz do nowego roku obrotowego spółki nie podajemy zmian względem poprzednich szacunków. 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 powyższe podnosimy cenę docelową dla spółki do 7 900 PLN i podtrzymujemy zalecenie inwestycyjne akumuluj.

Cena bieżąca

7 105,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

7 900,00 PLN

+11,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	7 900,00 PLN	2020-08-04	
poprzednia	akumuluj	6 900,00 PLN	2020-07-02	
Podstawowe dane			LPP PW	vs. WIG
Ticker	LPP PW	Zmiana 1M	+11,3%	+10,1%
ISIN	PLPP0000011	Zmiana YTD	-19,4%	-8,6%
Liczba akcji (mln)	1,9	Średni obrót 1M		24,4 mln PLN
MC (mln PLN)	13 161,5	Średni obrót 6M		23,6 mln PLN
EV (mln PLN)	13 550,0	EV/EBITDA 12M fwd	12,3	-2,6%
Free float	64,6%	EV/EBITDA 5Y avg	12,6	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	8 047	9 194	8 297	10 472	12 181
EBITDA skor.	1 106	1 312	546	1 162	1 602
marża EBITDA	13,7%	14,3%	6,6%	11,1%	13,2%
EBIT skor.	757	905	57	635	993
Zysk netto skor.	505	567	48	510	803
P/E skor.	26,1	23,2	273,3	25,8	16,4
P/BV	4,7	4,1	5,0	6,0	6,3
EV/EBITDA skor.	11,1	9,2	24,8	12,7	9,4
DPS	39,96	0,00	0,00	0,00	-70,26
DYield	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	-1,0%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA			-	-	-
Zysk netto			-	-	-
Sprzedaż det/mkw.			-	-	-
SG&A/mkw.			-	-	-
Powierzchnia			-	-	-

Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Sprzedaż stacjonarna	7 335	8 151	6 232	8 098	9 570
zmiana r/r	10,0%	11,1%	-23,5%	29,9%	18,2%
E-commerce	712	1 042	2 065	2 374	2 612
zmiana r/r	97,3%	46,4%	98,1%	15,0%	10,0%
udział e-commerce	9%	11%	25%	23%	21%
Przepływy oper. (bez M	1 212	2 424	381	789	1 136
D&A	349	431	489	527	609
D&A (MSSF 16)	0	603	677	733	814
Kapitał obrotowy	125	-25	-218	-41	-43
Przepływy inv.	-704	-910	-930	-1 226	-714
Przepływy fin.	21	-560	-618	-401	-857
Dywidenda/buyback	73	0	0	0	-129
FCF	-47	156	-603	-232	646
FCF/EBITDA	-4%	12%	-110%	-20%	40%
CFO/EBITDA	110%	115%	30%	41%	46%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Sprzedaż det/mkw.	395	462	486	482	477	477	476	479	479	482	482
SG&A/mkw.	255	272	269	271	266	266	267	271	276	280	280
Powierzchnia	1 377	1 547	1 733	1 902	2 036	2 162	2 269	2 382	2 485	2 595	2 595
Przychody	8 297	10 472	12 181	13 523	14 573	15 650	16 665	17 769	18 840	19 997	19 997
EBITDA	546	1 162	1 602	1 826	1 971	2 123	2 265	2 420	2 580	2 718	2 718
marża EBITDA	6,6%	11,1%	13,2%	13,5%	13,5%	13,6%	13,6%	13,6%	13,7%	13,6%	13,6%
EBIT	57	635	993	1 209	1 360	1 505	1 630	1 758	1 826	1 964	1 964
Podatek	5	127	199	242	272	301	326	352	365	393	393
CAPEX	-926	-1 226	-714	-589	-656	-730	-809	-894	-754	-754	-754
Kapitał obrotowy	-218	-41	-43	26	-38	-23	-22	-24	-282	-315	-315
FCF	-603	-232	646	1 021	1 005	1 069	1 108	1 151	1 179	1 256	1 288
PV FCF	-584	-208	534	780	708	695	665	638	603	593	
WACC	8,3%	8,2%	8,2%	8,3%	8,3%	8,3%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2021P
Powierzchnia (Reserved)	617	672	686	706	727
Powierzchnia (Cropp)	134	151	168	187	207
Powierzchnia (House)	116	130	148	164	183
Powierzchnia (Mohito)	109	114	115	119	128
Powierzchnia (Sinsay)	103	175	253	363	480
MBNS	54,7%	53,0%	51,7%	52,8%	52,8%
Dług netto/EBITDA (x)	-0,8	-0,8	0,7	1,3	1,1

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%
Zdykontowana wartość FCF	14 798
Dług netto	-1 081
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	8 600

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	5 600
DCF	50%	8 600
Cena wynikowa		7 400
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		7 900

VRG

akumuluj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Kurs VRG cofnął się pod koniec miesiąca, czego przyczyną mogły być obawy inwestorów związane z rekordową liczbą nowych infekcji COVID-19 w Polsce. Zgodnie z raportem miesięcznym spółki spadła o 8,3% r/r, a tempo spadku r/r uległo istotnemu ograniczeniu względem danych z poprzednich miesięcy (-42%/-65%/-35% r/r odpowiednio w miesiącach marzec/kwiecień/maj. Wyższy spadek sprzedaży odnotował segment odzieżowy (-13,7% r/r), a dużą odporność pokazał segment jubilerski (-4% r/r; wspierający efekt bazy). Marża brutto na sprzedaży została obniżona o 1,8p.p. r/r w czerwcu co oznacza ograniczenie tempa spadku r/r względem danych z poprzednich miesięcy. W danych za lipiec oczekujemy utrzymania pozytywnego trendu. W 2Q'20 prognozujemy EBITDA MSR17 na poziomie -5,6 mln PLN vs. 35 mln PLN w 2Q'19. Negatywny wpływ spadku sprzedaży r/r oraz rentowności sprzedaży r/r powinien zostać częściowo skompensowany przez dyscyplinę kosztową i otrzymane dotacje (szacujemy spadek wskaźnika SG&A/mkw. o 17,5% r/r). Na początku lipca spółka poinformowała o zmianie składu zarządu, w którym w miejsce Pana Michała Wójcika (CEO powołany pod koniec czerwca) oraz Pana Mateusza Żmijewskiego (CFO) zostali powołani Pan Andrzej Jaworski (CEO), Pan Ernest Podgórski (CFO delegowany z Rady Nadzorczej na okres 3 miesięcy) oraz Pana Radosław Jakociuk (wiceprezes zarządu).

Cena bieżąca

2,24 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

2,43 PLN

+8,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	2,43 PLN	2020-07-02

Podstawowe dane		VRG PW	vs. WIG
Ticker	VRG PW	Zmiana 1M	-12,2% -13,3%
ISIN	PLVSTLA00011	Zmiana YTD	-44,6% -33,7%
Liczba akcji (mln)	234,5	Średni obrót 1M	0,9 mln PLN
MC (mln PLN)	525,2	Średni obrót 6M	0,9 mln PLN
EV (mln PLN)	593,3	EV/EBITDA 12M fwd	6,3 -25,3%
Free float	40,1%	EV/EBITDA 5Y avg	8,5 dyskonto

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	9,8	8,0	-	48,3	11,4
P/BV	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA skor.	6,6	5,3	100,0	10,9	6,5
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
Dodatkowy D&A (MSSF 16)		87	85	86	90
Kapitał obrotowy	-21	-75	33	30	-64
Przepływy inv.	-19	-17	-16	-21	-23
Przepływy fin.	-18	-100	10	-128	-117
Kredyty/pozyczki	8	-5	95	-42	-28
FCF	37	-6	23	54	-11
FCF/EBITDA	41%	-6%	380%	106%	-12%
CFO/EBITDA	60%	19%	230%	116%	1%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Sprzedaż det/mkw.	1 301	1 669	1 814	1 818	1 835	1 846	1 864	1 881	1 900	1 919	1 919
SG&A/mkw.	647	765	781	780	787	792	800	807	814	821	821
Powierzchnia	51	52	54	56	57	57	58	59	59	60	60
Przychody	824	1 032	1 155	1 198	1 236	1 262	1 290	1 318	1 347	1 377	1 405
EBITDA	6	51	89	93	96	98	99	101	103	105	107
marża EBITDA	0,7%	4,9%	7,7%	7,8%	7,8%	7,7%	7,7%	7,7%	7,6%	7,6%	7,6%
EBIT	-16	30	68	71	73	75	76	78	80	82	84
Podatek	1	6	13	13	14	14	14	15	15	16	16
CAPEX	16	21	23	24	24	23	23	23	23	22	23
Kapitał obrotowy	33	30	-64	-17	-3	-3	-3	-3	-4	-4	-4
FCF	23	54	-11	39	55	57	59	61	61	63	64
PV FCF	21	46	-9	28	37	35	33	31	29	28	
WACC	9,6%	9,2%	8,8%	8,8%	9,0%	8,9%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Sprz./mkw. (odzieżowy)	1 318	1 049	660	870	981
Sprz./mkw. (jubilerski)	2 540	2 689	2 046	2 577	2 638
SG&A/mkw. (odzieżowy)	420	598	549	629	641
SG&A/mkw. (jubilerski)	1 118	1 216	1 106	1 240	1 239
Środki pieniężne	34	25	118	114	63
Dług netto	63	66	68	30	53
Dług netto/EBITDA (x)	0,7	0,6	11,5	0,6	0,6

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyktowana 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/gpwa>) 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_rynke/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 4 sierpnia 2020 o godzinie 8:35.

Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 4 sierpnia 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, Energoaparatura, 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_rynke/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, Nissin Oillio Group, Ovostar, Wilmar
Kęty	Alcoa, Alumetal, Amag, Amcor, Bemis, Century Aluminium, China Hongoiao, Constelium, Fuji Seal, Kaiser Aluminium, Mercor, Midas Holdings, Nippon Light Metal, Norsk Hydro, UACJ, United CO Rusal
KGHM	Anglo American, Antofagasta, BHP Billiton, Boliden, First Quantum Minerals, Freeport-McMoRan, Grupo Mexico, KAZ Minerals, Hudbay, Lundin, MMC Norilsk Nickel, OZ Minerals, Rio Tinto, Sandfire Resources, Southern Copper, Vedanta Resources
Kruk	Arrow Global, Collection House, Credit Corp, Encore Capital, Intrum, PRA Group
Lotos, MOL	Aker BP, Bashneft, BP, ENI, Gazpromneft, Hellenic, Lotos, Lukoil, MOL, Motor Oil, Neste, OMV, OMV Petrom, PKN, Repsol, Rosneft, Saras, Shell, Statoil, Total, Tullow Oil, Tupras
LPP	CCC, H&M, Hugo Boss, Inditex, Marks & Spencer, Next, Tom Tailor
Netia	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Mobile Telesystems, O2 Czech, Orange, Orange Polska, Rostelecom, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
Orange Polska	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Mobile Telesystems, Netia, O2 Czech, Orange, Rostelecom, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
PGNiG	A2A, BP, Centrica, Enagas, Endesa, Enea, Energa, Engie, ENI, EON, Galp Energia, Gas Natural, Gazprom, Hera, MOL, Novatek, OMV, Red Electrica, Romgaz, RWE, Shell, Snam, Statoil, Total
PKN Orlen	Braskem, Dow Chemical, Eastman, Formosa Plastics, Hellenic Petroleum, Huntsman, Lotos, Lotte, Lyondellbasell, Mitsubishi, Mitsui Chemicals, MOL, Motor Oil, Neste, OMV, OMV Petrom, Petronas, Saras, Tupras, Westlake Chemical
PKP Cargo	Aurizon Holdings, Canadian National Railway, Canadian Pacific Railway, Center for Cargo Container, China Railway Group, China Railway Tielong Container Logistics, CSX Corp, Daqin Railway, Global Ports Holding, Globaltrans Investment, Hamburger Hafen und Logistik, Hub Group, Kansas City Southern, Kuehne + Nagel International, Log-In Logistica Intermodal, Nikkon Holdings, Norfolk Southern Corp, Rumo, Tidewater Midstream, Union Pacific Corp
Play	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Netia, O2 Czech, Orange, Orange Belgium, Orange Polska, TalkTalk, Tele2, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vimpel, Vodafone Group
Skarbiec Holding	Affiliated Managers, AllianceBernstein, Ashmore Group, Blackrock, Brewin Dolphin, Eaton Vance Mgmt, Franklin Resources, GAM Holding, Invesco, Investec, Janus Henderson, Jupiter AM, Legg Mason, Liontrust AM, Och-Ziff Capital Mgmt., Schroders, Standard Life, T Rowe Price
Stelmet	AFG Arbonia, Canfor, Century Plyboards, Deceuninck, Duratex, Forte, Greenply Industries, Interfor, Inwido, Louisiana Pacific, Nobia, Pflaiderer, Rayonier, Uzin UTZ, Vanachai Group, Vilmarin, West Fraser
Ten Square Games	Nexon, NetEase, IGG, Gree, NHN, Naver, Koei, Wuhu, Tencent, Zynga
Wirtualna Polska	eBay, Facebook, Google, Mail.ru, Sina, Yahoo Japan, Yandex
VRG	CCC, Chow Sang, Chow Tai Fook, H&M, Hugo Boss, Inditex, Lao Fen Xiang, Lao Feng, LPP, Luk Fook, Marks & Spencer, Next, Pandora, Tiffany

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku wydane w przeciągu ostatnich 12 miesięcy

11 bit studios

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

Alumetal

rekomendacja	niedoważaj	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	niedoważaj
data wydania	2020-07-30	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	38,00	40,10	37,00	34,60	43,50	42,80	39,30	35,40	34,50

Amica

rekomendacja	przeważaj	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2020-07-30	2020-06-29	2020-04-01	2019-12-05	2019-09-20
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	145,00	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	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2020-08-04	2020-06-03	2020-05-05	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	68,39	68,39	63,90	59,20
kurs z dnia rekomendacji	66,50	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
data wydania	2020-04-02	2020-02-05	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	-	44,28	44,90
kurs z dnia rekomendacji	24,40	39,80	37,20

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
data wydania	2020-06-08	2020-04-01	2020-01-30	2019-12-05	2019-10-30	2019-09-20
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,59	3,74	4,54	4,09	4,29	4,54

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

Cognor

rekomendacja	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2020-08-04	2020-04-22	2019-12-06	2019-12-05	2019-11-04	2019-09-05
cena docelowa (PLN)	1,98	0,94	1,25	1,25	1,55	2,00
kurs z dnia rekomendacji	0,93	0,95	1,20	1,17	1,52	1,65

Comarch

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

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
data wydania	2020-04-02	2019-12-05	2019-09-05
cena docelowa (PLN)	-	88,92	81,10
kurs z dnia rekomendacji	68,40	93,00	84,00

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	kupuj	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-08-04	2020-04-30	2020-03-04	2019-12-05	2019-08-07	2019-08-02
cena docelowa (PLN)	2,86	2,20	4,58	5,18	5,33	6,71
kurs z dnia rekomendacji	1,70	2,08	2,73	2,98	4,42	4,47

Forte

rekomendacja	przeważa	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
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
cena docelowa (PLN)	29,90	28,42	30,55	30,31	30,31	32,75	37,12	34,09	39,77	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

Handlowy

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

Impexmetal

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

ING BSK

rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	trzymaj
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
cena docelowa (PLN)	117,78	114,14	126,36	170,00	187,77	197,53	197,53	191,80
kurs z dnia rekomendacji	145,20	141,00	153,80	202,00	190,80	194,80	187,40	189,80

Jerónimo Martins

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	redukuj
data wydania	2020-08-04	2020-06-03	2020-02-05	2019-10-07	2019-09-05
cena docelowa (EUR)	15,30	15,30	16,30	14,30	14,30
kurs z dnia rekomendacji	14,29	15,46	15,78	14,92	15,88

JSW

rekomendacja	trzymaj	sprzedaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-08-04	2020-03-27	2020-03-04	2020-02-05	2020-01-20	2019-12-05	2019-09-05
cena docelowa (PLN)	16,41	9,78	15,34	18,41	23,32	28,04	39,29
kurs z dnia rekomendacji	17,40	12,85	15,15	19,78	22,68	18,80	26,50

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

KGHM

rekomendacja	trzymaj	sprzedaj	sprzedaj	redukuj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	redukuj
data wydania	2020-07-29	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
cena docelowa (PLN)	124,67	62,94	46,83	46,83	76,92	86,33	85,54	96,13	96,14	90,12	77,51	80,38
kurs z dnia rekomendacji	129,45	88,10	74,00	54,64	77,82	96,44	88,66	96,70	91,64	79,92	74,90	87,78

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	akumuluj	trzymaj	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj	kupuj
data wydania	2020-08-04	2020-07-02	2020-06-03	2020-05-05	2020-03-24	2020-02-05	2019-12-05	2019-10-07	2019-09-05
cena docelowa (PLN)	7 900,00	6 900,00	6 900,00	5 800,00	5 800,00	10 100,00	10 100,00	8 500,00	8 500,00
kurs z dnia rekomendacji	7 105,00	6 110,00	6 980,00	6 075,00	4 902,00	8 610,00	8 575,00	7 950,00	7 280,00

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	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2020-06-04	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	2 158,00	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	1 722,00	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
data wydania	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	2,99

Netia

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2020-08-04	2020-05-05	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	4,40	4,40	4,70
kurs z dnia rekomendacji	4,46	3,91	4,44

Orange Polska

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2020-07-30	2020-06-03	2020-03-27	2019-11-29	2019-09-05	2019-08-02
cena docelowa (PLN)	8,30	6,90	6,90	7,40	7,50	7,50
kurs z dnia rekomendacji	7,07	6,49	5,88	6,46	6,12	6,70

OTP Bank

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	kupuj	trzymaj
data wydania	2019-12-05	2019-11-06	2019-08-28	2019-08-02
cena docelowa (HUF)	14 681,00	14 681,00	14 681,00	13 046,00
kurs z dnia rekomendacji	14 870,00	13 860,00	12 000,00	12 080,00

Pekao

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

Pfleiderer Group

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2019-09-20
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	26,20

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	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2020-08-04	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)	5,94	5,23	4,91	4,44	3,24	3,88	4,06	5,64	6,33	6,33
kurs z dnia rekomendacji	5,10	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
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
cena docelowa (PLN)	67,72	66,85	58,61	58,61	66,70	68,03	94,17	94,17
kurs z dnia rekomendacji	63,28	67,80	59,52	52,58	62,26	75,66	88,50	102,45

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	akumuluj	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2020-08-04	2020-05-15	2020-03-25	2020-02-05	2019-11-14	2019-09-12	2019-09-05	2019-08-02
cena docelowa (PLN)	35,70	35,70	33,50	36,00	36,00	33,10	34,20	34,20
kurs z dnia rekomendacji	32,54	31,02	29,04	34,80	31,30	27,16	33,34	31,22

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

RBI

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2019-12-05	2019-11-06	2019-08-28
cena docelowa (EUR)	23,05	23,05	23,05
kurs z dnia rekomendacji	21,24	22,83	20,44

Santander Bank Polska

rekomendacja	kupuj	trzymaj	akumuluj	kupuj	kupuj	trzymaj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2020-08-04	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
cena docelowa (PLN)	179,37	179,37	179,37	194,52	229,52	287,90	265,50	276,55	276,55	337,00
kurs z dnia rekomendacji	152,50	174,50	163,60	160,70	173,90	304,00	279,00	317,40	286,00	319,60

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
data wydania	2020-07-02	2020-04-01	2020-02-05	2019-12-05	2019-10-07	2019-09-05
cena docelowa (PLN)	-	9,04	8,92	8,78	8,10	6,50
kurs z dnia rekomendacji	8,55	6,75	7,85	8,20	7,90	6,70

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
data wydania	2020-07-02	2020-06-03	2020-04-06	2020-02-05	2019-12-02
cena docelowa (PLN)	2,43	2,43	2,00	4,50	4,50
kurs z dnia rekomendacji	2,33	2,40	1,94	3,93	3,94

Wirtualna Polska

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



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 Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@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