

środa, 2 września 2020 | opracowanie cykliczne

## Przegląd miesięczny: wrzesień 2020

### Rynek akcji, makroekonomia

#### Rynek akcji

Podtrzymujemy tezę z poprzedniego miesiąca: 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

Nie zmieniamy naszego neutralnego pozycjonowania dla sektora bankowego. Uważamy, że we wrześniu brakować będzie katalizatorów, zarówno po stronie spółek, jak i banków centralnych, które mogłyby zdecydowanie wpłynąć na notowania sektora. Wyjątkiem może być Grupa PZU, gdzie nadal nie poznaliśmy szczegółów zapowiadanych zmian w segmencie banków. Jednocześnie utrzymujemy przeważenie banków zagranicznych, których wyniki powinny znacznie bardziej dynamicznie odbić w porównaniu do Polski.

##### Chemia

Spółki chemiczne (Ciech i Grupa Azoty) w 2Q'20 zaraportują spadek r/r skorygowanej o zdarzenia jednorazowe EBITDA. Niepokoić w kontekście wyników 2H'20 w Grupie Azoty może odbicie cen gazu ziemnego, a w przypadku Ciech wciąż utrzymująca się w Polsce w VII'20 spadkowa produkcja szkła płaskiego i soli warzonej.

##### Surowce

Ceny surowców podążają w górę za sprawą napływów środków do funduszy ETF oraz dobrego momentum w Chinach. W krótkim terminie przyznanie pomocy w ramach tarczy dla JSW może poprawić sentyment do spółki.

##### Paliwa

Makro w sektorze downstream pozostaje bardzo słabe, ale rynek już to zdyskontował i dlatego podnosimy rekomendację dla Lotosu. Pozostajemy też pozytywni na MOL (lepsze wyniki) i PGN (drożący gaz).

#### Energetyka

Nadzieje na szybkie decyzje w procesie transformacji i dekarbonizacji sektora okazały się płonne, a rząd łagodzi swoje stanowisko ws. węgla, stąd spodziewamy się pogorszenia sentymentu do WIGEnergia. Preferujemy CEZ.

#### Telekomunikacja, Media, IT

Podtrzymujemy pozytywne podejście do OPL i do PLY. Notowania obu spółek powinny się zachowywać lepiej niż walory CPS we wrześniu'20. Podtrzymujemy pozytywne podejście do sektora IT, potencjał do wzrostu mają naszym zdaniem ASE i SGN. Podnosimy cenę docelową dla ACP. Spółka ma szansę na zysk netto >360 mln PLN, co powinno wspierać sentyment.

#### Gaming

Kursy akcji spółek z segmentu gier wideo utrzymują się na wysokich poziomach. Nadal widzimy potencjał do wzrostu ceny akcji w TEN oraz w PLW (wzrost liczby premier). Kurs CDR może być wspierany przez prowadzone działania marketingowe.

#### Przemysł

W 2Q'20 mimo skrajnie niekorzystnego otoczenia spółki pozytywnie zaskakują wynikami. Naszymi faworytami pozostają Amica, Astarta, Cognor, Famur, Forte, Stalprodukt i TIM. Unikilibyśmy Alumetal i Boryszew.

#### Handel

Sprzedaż spółek z sektora odzieżowego i obuwniczego stopniowo się odbudowuje r/r. Ze spółek z tego segmentu preferujemy LPP i VRG. Z segmentu spółek handlu spożywczego preferowalibyśmy EUR, JMT (oczekiwana poprawa wyników r/r w 2H'20) oraz unikilibyśmy DNP.

#### Kluczowe rekomendacje

**Pozytywne:** ACP, AMC, ASE, AST, CEZ, COG, EBS, EUR, FMF, JMT, LPP, LTS, MOL, MONET, OPL, PEO, PGN, PLW, PLY, SGN, STP, TEN, TIM

**Negatywne:** AML, BRS, DNP

| Indeksy | Kurs bieżący | 1M    | YTD  |
|---------|--------------|-------|------|
| WIG     | 50 937       | +0,9% | -12% |
| ATX     | 2 219        | +4,7% | -3%  |
| BUX     | 34 500       | -0,6% | -25% |
| PX      | 903          | +2,3% | -17% |

| Indeksy sektorowe WIG |        | 1M    | YTD  |
|-----------------------|--------|-------|------|
| WIG20                 | 1 773  | +0,3% | -17% |
| mWIG40                | 3 675  | +3,2% | -5%  |
| sWIG80                | 14 561 | +1,2% | +23% |
| Banki                 | 3 773  | -1,8% | -44% |
| Budownictwo           | 2 934  | +1,5% | +29% |
| Chemia                | 7 219  | -6,3% | -14% |
| Energia               | 1 807  | -9,2% | -8%  |
| Gaming                | 33 224 | +2,5% | +78% |
| Górnictwo             | 4 158  | +7,2% | +35% |
| Informatyka           | 3 879  | +5,4% | +37% |
| Media                 | 5 170  | +1,7% | -4%  |
| Odzież                | 4 189  | +2,1% | -26% |
| Paliwa                | 4 427  | -5,8% | -32% |
| Spożywczy             | 2 908  | -1,4% | -7%  |
| Telekomunikacja       | 842    | -2,9% | -4%  |

| Top 5 / Worst 5 |        | 1M     | YTD   |
|-----------------|--------|--------|-------|
| Stalprodukt     | 230,00 | +53,3% | +27%  |
| Mirbud          | 2,18   | +38,9% | +108% |
| Cognor          | 1,22   | +33,5% | -2%   |
| OncoArendi      | 18,45  | +32,7% | +89%  |
| Mabion          | 32,25  | +31,6% | -58%  |
| Rafako          | 1,05   | -20,3% | +15%  |
| Mennica         | 20,20  | -21,1% | -6%   |
| Idea Bank       | 1,79   | -21,6% | -26%  |
| Synektik        | 24,20  | -30,5% | +61%  |
| Global Cosmed   | 5,25   | -37,9% | +323% |

#### Nowe rekomendacje

| Spółka           | Rekomendacja | Cena docelowa |
|------------------|--------------|---------------|
| 11 bit studios   | trzymaj ▶    | 493,00 PLN ▲  |
| Asseco BS        | równoważ ▶   | -             |
| Asseco Poland    | kupuj ▲      | 80,70 PLN ▲   |
| CD Projekt       | trzymaj ▶    | 429,10 PLN ▲  |
| Cyfrowy Polsat   | trzymaj ▶    | 26,30 PLN ▲   |
| Grupa Azoty      | trzymaj ▶    | 25,83 PLN ▼   |
| Grupa Kęty       | trzymaj ▶    | 465,74 PLN ▲  |
| JSW              | trzymaj ▶    | 15,82 PLN ▼   |
| Komercni Banka   | akumuluj ▼   | 618,97 CZK ▶  |
| Lotos            | akumuluj ▲   | 47,09 PLN ▼   |
| MOL              | kupuj ▶      | 1976 HUF ▼    |
| OTP Bank         | akumuluj ▲   | 11039 HUF ▶   |
| PGNiG            | akumuluj ▼   | 5,94 PLN ▶    |
| PKN Orlen        | trzymaj ▶    | 56,37 PLN ▼   |
| PKP Cargo        | trzymaj ▲    | 12,80 PLN ▲   |
| Ten Square Games | akumuluj ▶   | 623,00 PLN ▲  |

## Spis treści

|                                                                                 |           |
|---------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>1. Rynek akcji</b>                                                           | <b>3</b>  |
| <b>2. Sektory</b>                                                               | <b>5</b>  |
| <b>3. Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu</b> | <b>9</b>  |
| <b>4. Zaskoczenia na wynikach spółek w poszczególnych kwartałach</b>            | <b>10</b> |
| <b>5. Prognozy i rekomendacje Biura maklerskiego mBanku na tle konsensusu</b>   | <b>13</b> |
| <b>6. Aktualne rekomendacje Biura maklerskiego mBanku</b>                       | <b>14</b> |
| <b>7. Statystyki rekomendacji</b>                                               | <b>15</b> |
| <b>8. Kalendarium wydarzeń</b>                                                  | <b>16</b> |
| <b>9. Makroekonomia</b>                                                         | <b>17</b> |
| <b>10. Finanse</b>                                                              | <b>19</b> |
| 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. Komercni Banka                                                            | 26        |
| 10.9. Moneta Money Bank                                                         | 27        |
| 10.10. Erste Group                                                              | 28        |
| 10.11. RBI                                                                      | 29        |
| 10.12. OTP Bank                                                                 | 30        |
| 10.13. PZU                                                                      | 31        |
| 10.14. Skarbiec Holding                                                         | 32        |
| 10.15. GPW                                                                      | 33        |
| <b>11. Chemia</b>                                                               | <b>34</b> |
| 11.1. Ciech                                                                     | 34        |
| 11.2. Grupa Azoty                                                               | 35        |
| <b>12. Surowce</b>                                                              | <b>36</b> |
| 12.1. JSW                                                                       | 36        |
| 12.2. KGHM                                                                      | 37        |
| <b>13. Paliwa</b>                                                               | <b>38</b> |
| 13.1. Lotos                                                                     | 38        |
| 13.2. MOL                                                                       | 39        |
| 13.3. PGNiG                                                                     | 40        |
| 13.4. PKN Orlen                                                                 | 41        |
| <b>14. Energetyka</b>                                                           | <b>42</b> |
| 14.1. CEZ                                                                       | 42        |
| 14.2. Enea                                                                      | 43        |
| 14.3. Energa                                                                    | 44        |
| 14.4. PGE                                                                       | 45        |
| 14.5. Tauron                                                                    | 46        |
| <b>15. Telekomunikacja</b>                                                      | <b>47</b> |
| 15.1. Cyfrowy Polsat                                                            | 47        |
| 15.2. Netia                                                                     | 48        |
| 15.3. Orange Polska                                                             | 49        |
| 15.4. Play                                                                      | 50        |
| <b>16. Media</b>                                                                | <b>51</b> |
| 16.1. Agora                                                                     | 51        |
| 16.2. Wirtualna Polska                                                          | 52        |
| <b>17. IT</b>                                                                   | <b>53</b> |
| 17.1. Asseco Poland                                                             | 54        |
| 17.2. Comarch                                                                   | 55        |
| 17.3. Sygnty                                                                    | 56        |
| <b>18. Gaming</b>                                                               | <b>57</b> |
| 18.1. 11 bit studios                                                            | 57        |
| 18.2. CD Projekt                                                                | 58        |
| 18.3. PlayWay                                                                   | 59        |
| 18.4. Ten Square Games                                                          | 60        |
| <b>19. Przemysł, surowce</b>                                                    | <b>61</b> |
| 19.1. Cognor                                                                    | 61        |
| 19.2. Famur                                                                     | 62        |
| 19.3. Grupa Kęty                                                                | 63        |
| 19.4. Kernel                                                                    | 64        |
| 19.5. PKP Cargo                                                                 | 65        |
| 19.6. Stalprodukt                                                               | 66        |
| <b>20. Handel</b>                                                               | <b>67</b> |
| 20.1. Dino                                                                      | 67        |
| 20.2. Eurocash                                                                  | 68        |
| 20.3. Jeronimo Martins                                                          | 69        |
| 20.4. LPP                                                                       | 70        |
| 20.5. VRG                                                                       | 71        |

## Rynek akcji

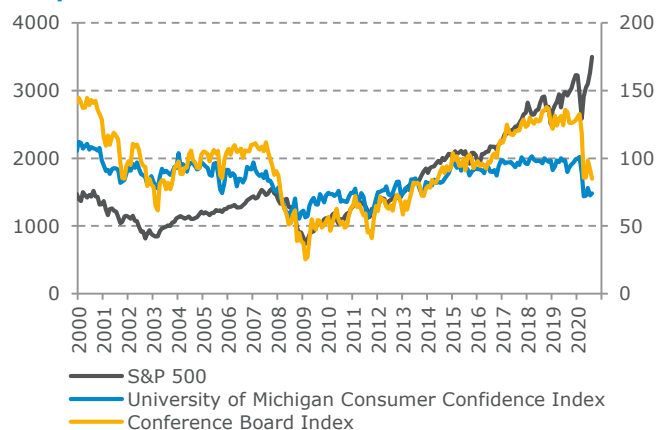
Wbrew naszym oczekiwaniom sierpień był bardzo udany dla posiadaczy akcji na rynku amerykańskim (Nasdaq Comp: +9,6%, S&P500: +7,0%), a prognozowana przez nas korekta nie zmaterializowała się. COVID-19 na razie nie wpłynął na spowolnienie ożywienia w USA (przyspieszył boom w nieruchomościach). Ma ono miejsce w Europie i częściowo tłumaczy słabsze zachowanie europejskich indeksów. Sierpień przyniósł również wyciszenie medialne sporu USA-Chiny – naszym zdaniem jest ono chwilowe. W USA trwa szaleństwo zakupów spółek technologicznych (to nadal determinuje globalny sentyment do akcji), a Powell potwierdzając zmianę celu polityki FED na dłuższy cementuje ujemne realne stopy procentowe i przepływ kapitału z banków do akcji czy nieruchomości. Jak co miesiąc dokładamy kolejne firmy samochodowe, które stanowią równowartość kapitalizacji Tesli. Dobrze opisuje to skalę optymizmu inwestorów – obecnie to już: Toyota, Volkswagen, GM, Ford, Daimler, BMW, Fiat.

Polski rynek, podobnie jak większość EM (wyjątek Chiny) zachowywał się relatywnie słabo. Dodatkowo w najbliższych tygodniach należy oczekiwać pojawienia się nowych, dużych ofert IPO, które będą stanowiły alternatywę dla rynku wtórnego GPW (ze szczególnym uwzględnieniem Allegro). Zwracamy uwagę, że w projekcie budżetu na 2021 r. Rząd nie założył wpływow z OFE, co może oznaczać kolejne opóźnienie reformy (pozytywny scenariusz dla akcji w krótkim okresie) lub otwiera dyskusję o innych scenariuszach (kontekst większych deficytów budżetowych). Podtrzymujemy nasze ostrożne nastawienie do rynku akcji w kolejnych tygodniach (alokacja 40%).

## COVID-19 pogarsza PMI w Europie, ale nie w USA

W poprzednim raporcie miesięcznym założyliśmy, że w kolejnych tygodniach tempo poprawy gospodarek wyhamuje, co będzie efektem nowej fali epidemii. To założenie sprawdziło się tylko częściowo. Wskaźniki wyprzedzające w USA i Europie inaczej zareagowały na wzrost liczby nowych przypadków COVID-19. Nieoczekiwanie, respondenci w USA wskazali na poprawę sentymentu zarówno w przemyśle, jak i usługach, w efekcie czego PMI Composite wzrósł z 50,3 do 54,7 pkt. Pomimo nadal wysokiej liczby nowych zakażeń COVID-19 firmy raportują większy popyt na pracowników na co pozwala nadal silny popyt wewnętrzny i rosnąca wartość nowych zamówień (największy wzrost w przypadku popytu zagranicznego). Z kolei w Europie sentyment przedsiębiorców pogorszył się przede wszystkim w usługach (50,1 pkt vs. 64,7), ale również nieznacznie w przemyśle (51,7 pkt vs. 51,8). Wyjątek w Europie stanowiły Niemcy, gdzie PMI Composite wzrósł z 51 do 53 pkt. Tu obraz jest dokładnie przeciwny niż w USA. Firmy obawiają się o nowe zamówienia, wyhamowało również nadrabianie zaległości z poprzednich miesięcy, a w związku z tym firmy raczej zmniejszały zatrudnienie, co dodatkowo powodowało niepewność konsumentów i ograniczanie wydatków. W Chinach druga fala zachorowań nie wydarza się, a gospodarka stymulowana tanim finansowaniem i kolejnymi pakietami infrastrukturalnymi (choć mniejszymi niż w poprzednich cyklach) systematycznie odbudowuje się, co potwierdzają tamtejsze oficjalne PMI (przemysłowy 51,0 pkt, a usługowy 54,3 – najwyższy od stycznia 2018 r.). Dobra koniunktura utrzymuje się również w budownictwie (PMI: 60,2 pkt).

## Sentyment konsumentów w USA na tle S&P500



Źródło: Bloomberg

Co do wskaźników warto jeszcze zwrócić uwagę na indeksy nastroju konsumentów w USA. Dotychczas ich zachowanie było dobrze skorelowane z indeksami giełdowymi (efekt bogacenia się, który przekładał się na konsumpcję), tymczasem zarówno Conference Board, jak i Michigan Consumer Confidence zupełnie nie potwierdzają optymizmu inwestorów. Wygląda to tak, jakby Amerykanie obawiając się o swoją przyszłość (nadal wysokie bezrobocie) „uciekali” z oszczędnościami w konsumpcję wybranych dóbr dających poczucie większego bezpieczeństwa (nieruchomości, wyposażenie domu, etc.). Na niski poziom wskaźników wpływ ma również wysokie ryzyko zarażenia COVID-19. Dodatkowo, biorąc pod uwagę nadal niepewny los programów wsparciowych dla konsumentów i wolno obniżające się bezrobocie, uważamy że to właśnie konsumpcja będzie czynnikiem ryzyka, który w nadchodzących tygodniach może negatywnie zaskoczyć rynki.

## FED ponownie daje „komfort” inwestorom

Jednym z ważniejszych i oczekiwanych (pisaliśmy o tym w poprzednich opracowaniach) wydarzeń miesiąca było potwierdzenie przez Powella w Jackson Hole zmiany celów polityki pieniężnej FED (średni cel inflacyjny i zmiana podejścia do poziomu zatrudnienia). Dopuszczenie do przeszczerzenia celu inflacyjnego (2%) i wymóg osiągnięcia przez gospodarkę maksymalnego poziomu zatrudnienia oznaczają, że stopy procentowe pozostaną na niskim poziomie jeszcze przez długi czas, co powinno podtrzymywać rotację kapitału z depozytów i funduszy pieniężnych do akcji, nieruchomości i innych aktywów trwałych. W USA jest obecnie ok. 1,54 bln USD należących do klientów indywidualnych ulokowanych w funduszach pieniężnych, które notują ujemne realne stopy procentowe.

Poza giełdą, pieniądze Amerykanów „wylewają” się na rynek nieruchomości, gdzie w ostatnich tygodniach mamy do czynienia z największym „pobiciem” oczekiwań. W lipcu liczba rozpoczętych budów wzrosła do 1496 tys. domów (oczekiwano 1240 tys.), co oznacza wzrost o 23,4% r/r. Poza nadal wysoką dostępnością kredytu hipotecznego, jednym z powodów, który może tłumaczyć taki boom jest migracja na przedmieścia dużych aglomeracji – po tym jak praca zdalna stała się bardziej akceptowalna, a zagrożenie epidemiologiczne tam wydaje się mniejsze.

### USA-Chiny i sytuacja geopolityczna

Ostatnie tygodnie nie przyniosły spektakularnego wzrostu napięcia na linii USA-Chiny, tym niemniej USA nadal kontynuują politykę systematycznego wywierania nacisku czy wręcz prowokowania Chińczyków. Dobrym tego przykładem jest decyzja o sprzedaży Tajwanowi 77 myśliwców F-16, czołgów Abrams czy nowoczesnych dronów (Kongres udzielił zgody na sprzedaż Tajwanowi uzbrojenia za 10 mld USD). Obie strony prowadzą intensywne manewry wojskowe w regionie Półdniowo-Wschodniej Azji, a oskarżenia o naruszanie przestrzeni powietrznej/morskiej któreś ze stron stało się niemal codziennością. Z drugiej strony, na listę firm objętych amerykańskimi sankcjami trafiły kolejne wielkie chińskie firmy (łącznie 24 podmioty), tym razem odpowiedzialne za budowę sztucznych wysp i ich militaryzację na Morzu Południowochińskim. Potencjalnym punktem zapalnym (który ostatecznie nie został wykorzystany przeciw Chinom) było „rozliczenie” Chin z wypełniania ustaleń ubiegłorocznej umowy handlowej. Chiny zalegają – w stosunku do harmonogramu – z zakupami produktów spożywczych (po lipcu realizacja jest na poziomie ok 27% zakładanych wolumenów). Ostatecznie sierpniowy szczyt zwołany w tej sprawie został odwołany, a na tym etapie wystarczyło Trumpowi zapewnienie, że Chiny zwiększą skalę zakupów. Przed wyborami Trump przedstawia umowę z Chinami jako jedno ze swoich największych osiągnięć. Szczyt i ewentualne eskalowanie żądań wypełnienia zobowiązań byłoby przyznaniem się do tego, że umowa nie jest realizowana. Trudno oceniać, jak karta „chińska” będzie wykorzystywana przez Trumpa i Bidena w końcówce kampanii wyborczej. Niezależnie od zwycięzcy, naszym zdaniem USA nadal będą dążyły do eskalacji stosunków. Otwartą kwestią pozostaje reakcja Pekinu – jak na razie dosyć powściągliwa.

### GPW nadal relatywnie słaba

Giełda w Warszawie nadal zachowuje się słabiej niż powszechnie uważany za punkt odniesienia rynek amerykański. Główne przyczyny takiego stanu rzeczy to naszym zdaniem: 1) słabość globalnego sentymentu do sektora bankowego, głównego komponentu WIG20; 2) zmniejszone zainteresowanie polskim rynkiem przez instytucjonalnych inwestorów zagranicznych (w kręgu zainteresowania są głównie duże spółki detaliczne i producenci gier); 3) brak istotnych napływów do lokalnych funduszy inwestycyjnych; 4) relatywnie słabsze zachowanie rynków europejskich (COVID-19) i rynków wschodzących (ex. Chiny) – pomimo słabnącego USD i hossy na surowcach. W kolejnych tygodniach nie widzimy powodów, żeby sytuacja ta miała się istotnie poprawić. Widzimy za to potencjalny czynnik ryzyka, tj. powakacyjny „wysyp” nowych IPO. Z jednej strony, nowe ciekawe spółki uatrakcyjnają rynek, ale w krótkim okresie – przy braku „poduszki płynnościowej” w funduszach – zwykle oznaczają konieczność „wyciągnięcia” środków z rynku wtórnego. Tylko wartość zapowiadanej oferty Allegro szacowana jest na ok. 8-9 mld PLN, a w kolejce znajduje się jeszcze kilka innych ofert o wartości kilkuset mln PLN każda.

Z najnowszych danych GPW wynika, że w 1H'20 udział inwestorów detalicznych w obrotach giełdowych wzrósł do 22% z 11% w poprzednim półroczu. Biorąc pod uwagę, że największe przyrosty aktywności klientów detalicznych obserwowaliśmy od COVID-owego tąpnięcia rynku, można z dużą pewnością powiedzieć, że udział tej grupy inwestorów wzrósł w 2Q do ponad 30%. Naszym zdaniem w czerwcu-lipcu mógł osiągnąć nawet poziom 40%. W 1H'20 udział w obrotach krajowych funduszy (OFE, TFI) zmalał do rekordowo niskiego poziomu zaledwie 9%. Przez analogię z inwestorami detalicznymi, można szacować, że w samym 2Q był on de facto jeszcze niższy. Według danych IZFIA w lipcu napływy netto do TFI akcyjnych i absolute return wzrosły do 243 mln PLN, w stosunku do 119 mln PLN w poprzednim miesiącu. Był to już czwarty z rzędu miesiąc napływu netto środków do funduszy (łącznie w tym okresie +1,38 mld PLN). To dla rynku niewątpliwie pozytywny trend, chociaż skala napływu nie jest w stanie odmienić obrazu GPW – tym bardziej, że część tych środków jest alokowana na rynkach zagranicznych (od początku roku bilans przepływów netto jest nadal ujemny: -287 mln PLN). Przy omówieniu sytuacji w krajowych funduszach warto zwrócić uwagę, że w projekcie budżetu na 2021 r. nie ma wpływów z transformacji OFE. Wydawało się, że finalne rozwiązanie dotyczące przekształcenia (zaakceptowane przez parlament i opóźnione w związku z epidemią) było tylko formalnością. Obecnie trudno jest nam oceniać, czy rząd ma jednak inny pomysł na zmianę obecnego statusu funduszy czy proces ten tylko po raz kolejny się opóźnia. Czynniki, które mogą wpływać na zmianę koncepcji są m.in.: wyższe deficyty budżetowe na lata 2020/2021, ale również „trudny” start alternatywy do OFE, jaką miały być PPK.

### Sytuacja na Białorusi

Na chwilę obecną scenariusz, w którym inwestorzy zagraniczni mogliby przykładać dodatkowe ryzyko do wyceny polskich aktywów, tj. pojawienia się na Białorusi „zielonych ludzików” lub inne prowokacje militarne, jest mało prawdopodobny. Naszym zdaniem jego realizacja oznaczałaby wyprzedaż aktywów w regionie. Wydaje się, że Rosja posiada inne narzędzia (polityczne, gospodarcze, wywiadowcze – sytuacja inna niż na Ukrainie), którymi w sposób „nie drażniący” państw zachodnich (prowokując dodatkowe sankcje) jest w stanie opanować sytuację u naszego wschodniego sąsiada, tj. pozostawić Białoruś w swojej strefie wpływów i kontynuować proces scalenia obu krajów. W długim okresie to zły scenariusz dla Polski, ale przy biernej postawie USA i akceptacji polityki Rosji przez Francję i Niemcy, taki rozwój wydarzeń wydaje się najbardziej prawdopodobny.

### Michał Marczak

tel. +48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)



## Sektory

### Finanse

- Wyniki 2Q'20 polskiego sektora bankowego trzeba uznać za wyjątkowo udane. Za wyjątkiem Alior Banku wszystkie analizowane przez nas instytucje pokazały lepsze od oczekiwań wyniki, a w przypadku takich banków jak Pekao, BNP czy Handlowy, przebiecie było dwucyfrowe. Rynek przede wszystkim nie doszacował wyniku odsetkowego, który w 2Q'20 wsparty był przez rosnące aktywa. Dość interesująco też wygląda koszt ryzyka, który oczyszczony o rezerwy ECL nie odchyła się znacząco od poziomów notowanych w 2019 roku. Prawdziwy test banki przejdą w 3Q, kiedy zaczną masowo wygaszać moratoria kredytowe. Do czasu prognoz na 3Q'20 uważamy, że brakuje katalizatorów dla sektora przez co utrzymujemy neutralne podejście do sektora.
- Uważamy, że wiele wskazuje na nadchodzące zmiany w grupie bankowej PZU. Zaczynając od zapowiedzi samych członków Zarządu PZU o potrzebie zmian w grupie bankowej, przez zmiany w Zarządach banków przez finalnie dogłębne czyszczenie bilansów instytucji. W 2Q PZU spisało cały goodwill i znak towarowy Aliora oraz część goodwillu Pekao zaś sam Alior utworzył znaczące rezerwy na kredyty niepracujące i spisał goodwill Meritum Banku, który był przejęty blisko 5 lat temu. Uważamy, że połączenie obu banków pod skrzydłami PZU ma sens, szczególnie biorąc pod uwagę niskie środowisko stóp procentowych w Polsce. Więcej na temat potencjalnych synergii pisaliśmy w komentarzu specjalnym z dnia 09.07.2020.
- W Europie dominują obawy o jakość portfela kredytowego po zakończeniu moratorium kredytowego. Obawy są na tyle duże, że brytyjski regulator już nakazał bankom pomoc dla klientów w najcięższym położeniu poprzez minimalizację rat i restrukturyzację kredytów. Prasa donosi też o hedge fundach, które biorą coraz większy zakład z rynkiem odnośnie wyników sektora w 2H'20. Według Financial Times ujawniona ostatnio pozycja krótki Marshall Wace na Lloyd Banking Group wyniosła okragłe 100 mln GBP. Z kolei za oceanem BoA przeprowadził ankietę wśród zarządzających, która wskazała, że szósty miesiąc z rzędu zarządzający niedowierzają sektora bankowego. Uważamy, że sentyment do sektora może się zmienić wraz z prognozami za 3Q, które najwcześniej poznamy dla spółek amerykańskich. Prognozy te dadzą nam odpowiedź na temat rzeczywistych strat jakie banki poniosą przez kryzys gospodarczy.
- **Kluczowe rekomendacje:** Erste Group (kupuj), Moneta Money Bank (kupuj), Pekao (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.
- Obserwowane wzrosty cen gazu w Europie przed okresem zimowym negatywnie przekładają się na marże modelowe na produkcji nawozów. Rynek naszym zdaniem może chłodno ocenić perspektywy na 2H'20 oraz 2021 rok.
- W VII'20 produkcja nawozów azotowych w Polsce wzrosła o 36% r/r, co związane jest z niską bazą porównawczą roku 2019 (awaria instalacji mocznika w Policach). Produkcja nawozów fosforowych i potasowych była na zbliżonym r/r poziomie w VII'20 (-2,3% r/r).
- Dane o wolumenach produkcji sprzedanej szkła płaskiego w Polsce za lipiec wprawdzie wzrosły o 20% względem czerwca, ale wciąż są o 8% r/r niższe (piąty miesiąc spadku). W lipcu pod presją również znajdowała się

produkcja soli warzonej w Polsce (-15% r/r; czwarty miesiąc spadku). Dane GUS mogą wskazywać, że poprawa w kluczowym segmencie Grupy Ciech przebiega wolniej niż można było wcześniej zakładać.

### Surowce

- Napływ środków do funduszy surowcowych pozytywnie przekłada się na notowania metali (patrz miedź, cynk). Rynek zwraca uwagę na mniejszą produkcję górnictw w 2Q'20 w efekcie pandemii COVID-19 oraz silny popyt z Chin. Popyt na surowce podgrzewają oczekiwania zapowiadanych programów infrastrukturalnych.
- Wzrost zachorowań na COVID-19 oraz rosnąca globalnie baza monetarna sprzyja wzrostowi cen metali szlachetnych. Naszym zdaniem trend może być kontynuowany, tym bardziej, że górnictwo 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.
- Zamorski rynek węgla metalurgicznego lekko ożywił się w końcu sierpnia, na co wskazuje większa ilość zawieranych transakcji. Większe zainteresowanie ze względu na niższe ceny ma miejsce ze strony klientów z Chin. Ceny węgla kokсового wahają się między 105-110 USD/t. Prognozy meteorologiczne wskazują na zwiększoną wilgotność w regionach Australii, co prowadzić będzie do większych niż zazwyczaj cyklonów. To z kolei może się przełożyć na tymczasowe wzrosty cen węgla.
- Oczekiwania Vale odnośnie zwiększenia dostaw rudy żelaza w 2H'20 powinny przekładać się na spadki cen surowca. W tym kontekście otoczenie może nie być sprzyjające dla takich producentów jak Anglo America, BHP czy Rio Tinto.
- W krótkim terminie dla polskich spółek surowcowych negatywne jest obserwowane umocnienie PLN do USD.

### Paliwa

- W sierpniu ceny ropy kontynuowały tendencję wzrostową, ale podtrzymujemy naszą opinię że w najbliższych miesiącach może brakować katalizatorów do dalszej aprecjacji, szczególnie że stopniowo będą znoszone restrykcje produkcyjne OPEC+, a prognozy światowego wydobycia na rok 2021 zaczynają się powoli podnosić (mniejsze niż zakładano konsekwencje kryzysu wywołanego COVID-19). Po stronie popytowej tymczasem brakuje pozytywnych zaskoczeń, które mogłyby ten wzrost podążyć zrównoważyć.
- Na rynku gazu w ostatnich tygodniach obserwujemy dynamiczne odbicie cen, co oczywiście częściowo jest pochodną sezonowości (kontrakt miesięczny już >9 EUR/MWh vs 4 EUR notowane w lecie), ale nie tylko, o czym świadczy ruch na rocznych forwardach (~14 EUR/MWh). Oprócz niższego wydobycia w USA (lokalne minimum w listopadzie) i ograniczenia eksportu LNG z Australii (przebieg remontowy terminala Gorgon), wpływ na te tendencje miało wyhamowanie przyrostów stanów magazynowych i rosnący popyt ze strony energetyki (fuel switch węgiel na gaz). W tym kontekście komfortowo czujemy się z naszą przyszłoroczną prognozą na poziomie ~12 EUR/MWh.
- Marże rafinerijne pozostają na bardzo niskich poziomach i zgodnie z naszymi oczekiwaniami rafineriom trudno jest wracać do wyższych poziomów przerobu z uwagi na wysokie stany magazynowe. Dodatkowym problemem na europejskim rynku diesla jest niższy popyt z rolnictwa z uwagi na wzmożone wiosenne zakupy w otoczeniu

rekordowo niskich cen ropy. Przystoje huraganowe w USA chwilowo poprawiły sytuację, ale wciąż modelowa marża Orlenu waha się w przedziale 0-1 USD/Bbl. W naszej opinii kolejne miesiące powinny jednak przynieść poprawę w tym zakresie, głównie z uwagi na wspomniane założenie presji na ceny ropy. Z tego samego względu (wyższa podaż mieszanek ciężkich) liczymy na odbudowę dyferencjału Ural/Brent, który obecnie wrócił na terytoria ujemne. Niemniej jednak biorąc pod uwagę dotychczasowe odczyty YTD, zdecydowaliśmy się obniżyć nasze i tak już konserwatywne założenia kompleksowej marży przerobowej na lata 2020-22.

- Na polskim rynku w sierpniu (podobnie jak w lipcu) ruch samochodowy znajdował się na poziomach zbliżonych do ubiegłego roku, co potwierdzają zarówno dane GDDKiA (natężenie w zależności od tygodni i typu pojazdu wahało się od -1% do +6% r/r), jak i nasze analizy transakcji kartowych klientów mBanku (odchylenie od poziomu referencyjnego +/-2%). Dane GDDKiA wskazują, że nie jest to tylko efekt krajowych wakacji (w miejsce wyjazdów zagranicznych), gdyż dynamiki na pojazdach ciężarowych są wyższe niż w przypadku „osobówek”.
- W sektorze petrochemicznym sierpień przyniósł lekką poprawę, ale nie zmieniamy naszego poglądu iż najbliższe lata będą dla segmentu trudne z uwagi na uruchomienia kolejnych instalacji.
- W sierpniu presja w sektorze paliwowym się utrzymywała i regionalne spółki nie odchyliły się od tych globalnych tendencji. Jedynym podsektorem, który zanotował mocny miesiąc był sektor gazowy. Przypominamy w tym kontekście naszą rekomendację na PGNiG, które zdaje się póki co ignorować te tendencje. Podtrzymujemy też pozytywne nastawienie do MOL-a, dla którego po mocnych wynikach 2Q podwyższyliśmy prognozy, mimo rewizji założeń makro. Przy obecnych poziomach wyceny, pomimo wciąż słabego otoczenia makro, warto także rozważyć inwestycję w Lotos.
- **Kluczowe rekomendacje:** Lotos (akumuluj), MOL (kupuj), PGNiG (akumuluj)

## Energetyka

- Ceny energii na rynku niemieckim w ostatnich dniach dynamicznie wzrosły w okolice 43 EUR/MWh głównie na fali drożących uprawnień do emisji (prawie 30 EUR/t), co jest związane z przestojami we francuskich elektrowniach jądrowych. Generalnie wysokie ceny CO<sub>2</sub> to jednak także efekt napływu kapitału do funduszy surowcowych i oczekiwań dalszego zaostrzenia kursu dekarbonizacji w UE, co skutecznie neutralizuje wpływ spadających emisji (wypieranie węgla i spadek popytu na energię).
- W ostatnich tygodniach sentyment do spółek utilities nieco się pogorszył (indeks Stoxx Utilities w sierpniu -2%, a MSCI Utilities US -3%), ale oczekujemy że na fali wspomnianego wzrostu cen energii w kolejnych tygodniach wrócą lepsze nastroje.
- W Polsce ceny energii oscylują obecnie na poziomie 230 PLN/MWh i na przestrzeni miesiąca modelowa marża elektrowni węglowej uległa istotnej kontrakcji (-15 PLN/MWh m/m) wywołanej „rajdem” na cenach CO<sub>2</sub>. Tymczasem dynamika popytu na energię w ostatnich tygodniach wróciła już w okolice zera, co oznacza prawdopodobnie normalizację po okresie naznaczonym przez restrykcje COVID-19.
- Kluczową kwestią dla polskiego sektora jest oczywiście temat transformacji energetycznej i restrukturyzacji górnictwa. Ostatnie deklaracje Ministerstwa Aktywów Państwowych wskazują, że rząd łagodzi swoje stanowisko dekarbonizacyjne (wycofanie się z zamykania nierentownych kopalni, przesuwanie dekarbonizacji na

2050 r., ograniczanie obliga giełdowego jako pomysł na ograniczanie importu energii i wsparcie węglowych elektrowni), co może też zmienić dynamikę w procesie separacji aktywów węglowych z energetyki. Wciąż czekamy także na ostateczny kształt PEP40, aczkolwiek można odnieść wrażenie, że nadal daleko do konsensusu w kręgach decyzyjnych (jednocześnie mamy deklaracje o liberalizacji ustawy odległościowej, szybkie uchwalanie wsparcia na offshore, rozwój fotowoltaiki i projekt programu jądrowego przy jednoczesnym braku szybkiej ścieżki wyłączania węgla). Stąd nie spodziewamy się, aby jesienią strategia PGE mogła przynieść rewolucyjne rozstrzygnięcia, jak np. plan podziału Grupy. W połączeniu z ostatnim komentarzem Ministra Sasina o braku zmian w polityce dywidendowej, w kolejnych tygodniach sentyment do sektora może być nadal pod presją.

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

## Telekomunikacja, media, IT

- Ministerstwo Cyfryzacji planuje wspólnie z Urzędem Komunikacji Elektronicznej, że aukcja częstotliwości 3,6 GHz rozpocznie się po wakacjach, a przyznanie pasma operatorom nastąpi w 1Q'21. W ocenie Ministerstwa cena wywoławcza na pasma 5G (ok. 1,9 mld PLN) w poprzednim postępowaniu była relatywnie wysoka, ale nie znaczy to, że w nowym postępowaniu będzie identyczna.
- Do Sejmu wpłynął wniosek premiera o powołanie Jacka Oka na stanowisko prezesa Urzędu Komunikacji Elektronicznej. Dr. Jacek Oko 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.
- Orange Polska rozpoczął przegląd opcji w celu potencjalnego utworzenia partnerstwa przy dalszej budowie sieci światłowodowej przez współkontrolowany podmiot (FiberCo). Spółka planuje: (1) stworzenie wehikułu w celu budowy sieci dostępowej FTTH do około 1,7 miliona gospodarstw domowych w Polsce skoncentrowanej głównie w obszarach bez istniejącej infrastruktury szybkiego Internetu, (2) wniesienie przez Orange Polska do FiberCo łączy obejmujących około 0,6 miliona gospodarstw domowych będących obecnie w zasięgu sieci FTTH (zakłada się, że obejmowałyby one dostępem hurtowym około 0,15 miliona klientów), (3) otwarty na innych operatorów model działania, (4) sprzedaż inwestorowi przez Orange Polska współkontrolującego udziału w FiberCo.
- T-Mobile wprowadził na początku czerwca'20 nowe plany abonamentowe. Krótko po jego ruchu, na zmianę cennika zdecydował się Play. Obie firmy podwyższyły poziom swoich cen vs. oferowane GB/minuty.
- 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 zaostrzone, 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 sierpniu'20 notowania WIG Info wzrosły o 11,8%. Tym samym indeks spółek IT był lepszy od szerokiego rynku (+7,4 p.p. vs. WIG) oraz lepszy od MSCI IT EU (+6,0 p.p.). Mediana P/E 12M fwd dla spółek IT wynosi obecnie

18,1x i jest blisko 22% powyżej historycznej średniej z 3 lat.

- Trwa sezon wyników za 2Q'20. Cztery z pokrywanych przez nas spółek opublikowały już wyniki finansowe. Mediana wzrostu wyniku EBITDA była na poziomie 18,6%, a zysku netto 15,2%, co powinno wspierać pozytywny sentyment do sektora IT. Wyłączając ryzyko drugiej fali pandemii, przedstawiciele sektora mają szansę na dobre wyniki w całym roku finansowym. Stąd, podtrzymujemy pozytywne podejście do sektora IT.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Orange Polska (kupuj), Play (akumuluj), Asseco Poland (kupuj), Asseco SEE (przeważaj)

## Gaming

- Kluczowym wydarzeniem dla kursu CD Projekt była zapowiedź gry mobilnej The Witcher: Monster Hunter. Obecnie gra jest w fazie soft launch i jest testowana w Nowej Zelandii. Więcej informacji dotyczących premiery gry powinno się pojawić jeszcze w 2020 roku. Gra jest stworzona przez studio Spokko, w którym CD Projekt posiada 75% udziałów. Naszym zdaniem kurs spółki zyskontował duży sukces nowej gry. Jednocześnie oczekujemy zintensyfikowania kampanii marketingowej gry Cyberpunk 2077, co może wspierać kurs spółki. W naszych prognozach uwzględniliśmy grę mobilną i pozostawiliśmy naszą neutralną rekomendację bez zmian.
- 11 bit studios opublikował dobre wyniki za 2Q'20 udowadniając, że posiadany portfel gier może się dobrze monetizować nawet w okresach bez premier. W sierpniu premierę miał trzeci dodatek do gry Frostpunk pod nazwą On The Edge, który został nisko oceniony przez użytkowników Steam. Pomimo tego premiera dodatku pozytywnie wpłynęła na sprzedaż gry Frostpunk oraz innych dodatków. Uwzględniając wyniki 1H'20 podnieśliśmy nasze prognozy i pozostawiliśmy neutralną rekomendację.
- Wyniki 2Q'20 TEN były obciążone przez dodatkowe koszty związane z marketingiem. Niemniej zwracamy uwagę, że koszty te przełożyły się na istotny wzrost sprzedaży spółki. W lipcu wysoka sprzedaż została utrzymana, a koszty marketingu spadły z średnio 24 mln PLN miesięcznie w 2Q'20 do 11 mln PLN, co implikuje istotny wzrost wyniku w tym miesiącu. Jednocześnie gry Hunting Clash i Solitaires przeszły w fazę global launch i stopniowo jest budowana baza użytkowników (nakłady na marketing nowych gier to 1,5 mln USD miesięcznie). Naszym zdaniem najwyższy potencjał ma gra Hunting Clash.
- We wrześniu Grupa PlayWay powinna mieć dwie duże premiery gier Junkyard (17 września; około 122 tys. wishlist) oraz Lust From Beyond (24 września, szacowana wishlist około 165 tys.). Jednocześnie spółka poinformowała, że w pierwszej połowie września powinien zostać udostępniony mobilny House Flipper (ponad 225 tys. zapisanych osób). Na koniec września spółka zaraportuje wyniki za 2Q'20, które powinny być wspierane przez zysk na transakcji sprzedaży akcji Games Operators i wyższy zysk r/r ze spółek rozliczanych metodą praw własności (m.in. Movie Games). Obecnie Grupa ma zapowiedzianych na Steam Global Wishlist ponad 110 tytułów, co stanowi około 12% wszystkich tytułów na liście. Naszym zdaniem liczba premier powinna istotnie wzrosnąć w kolejnych kwartałach.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** PlayWay (akumuluj), Ten Square Games (akumuluj)

## Przemysł

- W 2Q'20 mimo skrajnie niekorzystnego otoczenia spółki pozytywnie zaskakują wynikami finansowymi (Cognor, Famur, Forte, Grupy Kęty, Stalprodukt). Rynek pozytywnie powinien odebrać wyniki w Amica i TIM, a zawodzić będzie Boryszew.
- Wśród naszych faworytów pozostają: Amica (oczekujemy wyższych r/r wyników 2Q'20 i dobrego outlooku Zarządu na 2H'20; wolumen produkcji sprzedanej w zakresie kuchni elektrycznych w VII'20 w Polsce wzrósł o 43% r/r), Astarta (strukturalna zmiana na ukraińskim rynku cukru, wysoki wskaźnik FCF/EV, ambitne plany Zarządu dot. redukcji długu w tym roku), Cognor (przełamanie trendu spadku wyników finansowych w 3Q'20, prawdopodobny powrót do polityki dywidendowej w 2021 r.), Famur (ponad 0,30 PLN/akcja gotówki netto na bilansie, możliwe odwrócenie sentymentów po uzyskaniu przez spółki górnicze pożyczek od PFR w ramach tarczy antykrzysowej), Forte (wyniki 2Q'20 lepsze od oczekiwań, w lipcu 20% wzrost wolumenu produkcji mebli w Polsce), Stalprodukt (drastycznie przeceniona spółka z mocnym bilansem na końcu wieloletniego programu inwestycyjnego, w krótkim terminie pomaga wzrost cen cynku) i TIM (wysoka stopa dywidendy >6%, wzrosty sprzedaży i wyników dzięki kanałowi e-commerce).
- Odradzamy inwestycję w: Alumetal (rynek oczekuje, że poddostawcy Automotive wrócą do wolumenów sprzed pandemii dopiero po 2022 r., z kolei pomoc rządu pozwala nieefektywnym poddostawcom na dalsze funkcjonowanie pomimo słabego otoczenia, gdzie należy oczekiwać spadku marży Alumetal i wolnej odbudowy wolumenów) i Boryszew (złamane kowenanty bankowe i ryzyko konieczności dokapitalizowania Grupy).
- W niniejszej publikacji aktualizujemy nasze prognozy dla PKP Cargo, uwzględniając m.in. zaraportowane wyniki 1H'20, zapowiedziany wpływ tarczy antykrzysowej, przesunięcia w nakładach inwestycyjnych, dane przewozowe. Więcej na [stronie szczegółowej dla spółki](#).
- Zagregowane dane rejestracji samochodów ACEA za lipiec opublikowane zostaną dopiero w drugiej połowie września, ale dostępne dynamiki z poszczególnych krajów (m.in. Niemcy, UK, Francja, Hiszpania, Włochy) mogły na pierwszy rzut oka wskazywać na V-kształtny powrót sektora Automotive do poziomów 2019 r. Pozostajemy jednak ostrożni ze względu na fakt, że są one wsparte przez odłożone rejestracje z początków pandemii (lockdown salonów samochodowych oraz urzędów), a także tymczasowo wsparte programami krajowych dopłat do nowych zakupów. Negatywnie na popyt może wpłynąć powrót pewnych ograniczeń na jesieni. Naszej ostrożności wtórują słabe dane sierpniowe chociażby z Francji czy Hiszpanii.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Amica (przeważaj), Alumetal (niedoważaj), Astarta (przeważaj), Boryszew (niedoważaj), Cognor (kupuj), Famur (kupuj), Forte (przeważaj), Stalprodukt (kupuj), TIM (przeważaj)

## Handel

- Spółki odzieżowe i obuwnicze: LPP zaraportowało dobre wstępne wyniki za Q2 20/21, które były istotnie lepsze od naszych oczekiwań. Tempo odbudowy sprzedaży i rentowności było wyższe niż nasza prognoza. Na koniec sierpnia LPP poinformowało o renegotjacji czynszów na rynku niemieckim, zakończeniu procesu restrukturyzacji oraz o oczekiwanym istotnym zmniejszeniu rezerwy 135 mln PLN zawiązanej w 2Q'20 na restrukturyzację tego biznesu (kwota rezerwy została podana przy publikacji wstępnych danych). 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 po wynikach za 2Q'20 ze względu na bardziej zachowawczy guidance zarządu dotyczący kolejnych miesięcy. Kurs DNP cofnął się ze szczytów. Spółka zaraportowała dobre wyniki za 2Q'20, w których głównym pozytywnym zaskoczeniem był wzrost marży brutto na sprzedaży. Jednocześnie spółka pogorszyła cykl konwersji gotówki o 13 dni r/r do -39 dni (głównie pogorszenie cyklu konwersji zobowiązań). 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 opublikował wstępne wyniki sprzedażowe za 2Q'20 odnotowując gorszą sprzedaż o 44% r/r. Zgodnie z opublikowanymi informacjami na koniec czerwca działało 92% z portfela restauracji, a na 11 sierpnia działało 96%

z portfela restauracji. Zarząd spółki 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), Jeronimo Martins (akumuluj), LPP (akumuluj), 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 | 20 | 24   | 8  | 183   |
| brak zaskoczeń | 24   | 28 | 22 | 35   | 20 | 24 | 22 | 28   | 26 | 28 | 16 | 14   | 14 | 287   |
| in plus        | 23   | 14 | 22 | 18   | 31 | 24 | 19 | 26   | 26 | 24 | 32 | 30   | 31 | 289   |
| suma           | 56   | 58 | 59 | 61   | 62 | 63 | 65 | 65   | 66 | 68 | 68 | 68   | 53 | 759   |
| in minus (%)   | 16   | 28 | 25 | 13   | 18 | 24 | 37 | 17   | 21 | 24 | 29 | 35   | 15 | 24    |
| in plus (%)    | 41   | 24 | 37 | 30   | 50 | 38 | 29 | 40   | 39 | 35 | 47 | 44   | 58 | 38    |

Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank

| vs.            | 2017 |    |    | 2018 |    |    | 2019 |    |    | 2020 |    |    | + / = |     |
|----------------|------|----|----|------|----|----|------|----|----|------|----|----|-------|-----|
| r/r            | 2Q   | 3Q | 4Q | 1Q   | 2Q | 3Q | 4Q   | 1Q | 2Q | 3Q   | 4Q | 1Q | 2Q    |     |
| in minus       | 22   | 20 | 25 | 27   | 19 | 19 | 23   | 24 | 27 | 23   | 23 | 33 | 36    | 321 |
| brak zaskoczeń | 8    | 12 | 2  | 8    | 11 | 10 | 6    | 9  | 11 | 7    | 8  | 9  | 5     | 106 |
| in plus        | 35   | 34 | 39 | 32   | 38 | 39 | 39   | 35 | 30 | 38   | 37 | 26 | 13    | 435 |
| suma           | 65   | 66 | 66 | 67   | 68 | 68 | 68   | 68 | 68 | 68   | 68 | 68 | 54    | 862 |
| in minus (%)   | 34   | 30 | 38 | 40   | 28 | 28 | 34   | 35 | 40 | 34   | 34 | 49 | 67    | 37  |
| in plus (%)    | 54   | 52 | 59 | 48   | 56 | 57 | 57   | 51 | 44 | 56   | 54 | 38 | 24    | 50  |



## 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, MIL                                                                                         | BAC US, BLK US                                                                               | EBS AV, MONET CP                                                                              |
|                        | Spółki na minus |                                                                                                  | BEN US                                                                                       |                                                                                               |
| Kluczowe katalizatory: |                 | Dane na temat jakości aktywów                                                                    | Brak katalizatorów pomimo rosnących oczekiwań inflacyjnych                                   | Dane na temat jakości aktywów                                                                 |
| Chemia                 | SENTYMENT       | NEGATYWNY                                                                                        | NEUTRALNY                                                                                    | NEGATYWNY                                                                                     |
|                        | Spółki na plus  | CIE                                                                                              |                                                                                              |                                                                                               |
|                        | Spółki na minus | ATT                                                                                              |                                                                                              | BASF GY, 1COV GY                                                                              |
| Kluczowe katalizatory: |                 | Spółki odczuwają spadek popytu                                                                   |                                                                                              | Perspektywa kolejnego słabego kwartału w sektorze                                             |
| Surowce                | SENTYMENT       | POZYTYWNY                                                                                        | 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 antykrzysowej                                                            | Wzrost cen metali szlachetnych, spadki rudy żelaza                                           |                                                                                               |
| Paliwa                 | SENTYMENT       | POZYTYWNY                                                                                        | NEUTRALNY                                                                                    | NEUTRALNY                                                                                     |
|                        | Spółki na plus  | LTS, MOL, PGN                                                                                    | CXO US, COG US, CVX US, SLB US, WPX US                                                       |                                                                                               |
|                        | Spółki na minus |                                                                                                  |                                                                                              | RDSA NA                                                                                       |
| Kluczowe katalizatory: |                 | Kontynuacja wzrostów cen gazu i stopniowa odbudowa marż rafineryjnych dzięki niższemu cenom ropy | Wysoka dyscyplina spółek wydobywczych, przygotowane na przeczekanie i odbudowę popytu        | Pierwsze od lat 80. obniżenie dywidendy, dalsza dyscyplina kosztowa wyzwaniem                 |
| Energetyka             | SENTYMENT       | NEGATYWNY                                                                                        | POZYTYWNY                                                                                    | NEUTRALNY                                                                                     |
|                        | Spółki na plus  | CEZ                                                                                              | AEE US, EVRG US                                                                              | EOAN GY, VWS DC                                                                               |
|                        | Spółki na minus | PGE, TPE                                                                                         | HE US                                                                                        | SGRE SM                                                                                       |
| Kluczowe katalizatory: |                 | Złagodzenie polityki dekarbonizacyjnej rządu, oddalenie w czasie transformacji                   | Odporność na kryzys i komparatywnie lepsza pozycja sektora                                   |                                                                                               |
| Telekomy               | SENTYMENT       | POZYTYWNY                                                                                        | POZYTYWNY                                                                                    | POZYTYWNY                                                                                     |
|                        | Spółki na plus  | OPL, PLY                                                                                         | CMCSA US                                                                                     | DTE GY, FNTN GY, TC1 GY, DRI GY                                                               |
|                        | Spółki na minus | CPS                                                                                              |                                                                                              | O2D GY                                                                                        |
| Kluczowe katalizatory: |                 | Wzrost cen na rynku mobilnym i stacjonarnym, potencjalna sprzedaż infrastruktury                 | Tańsza ekspozycja na pozytywne zmiany w segmencie technologii                                |                                                                                               |
| Media                  | SENTYMENT       | NEGATYWNY                                                                                        | NEGATYWNY                                                                                    | NEGATYWNY                                                                                     |
|                        | Spółki na plus  |                                                                                                  | MSGS US, DIS US                                                                              | PSM GY                                                                                        |
|                        | Spółki na minus | AGO                                                                                              | VIAC US, NFLX US                                                                             |                                                                                               |
| Kluczowe katalizatory: |                 | Słaby 2Q'20, perspektywa długiego powrotu do wzrostów r/r                                        | Nadal trudne otoczenie dla rynku reklamy                                                     |                                                                                               |
| IT                     | SENTYMENT       | POZYTYWNY                                                                                        | NEUTRALNY                                                                                    | POZYTYWNY                                                                                     |
|                        | Spółki na plus  | ASE, ACP, SGN                                                                                    | FIS US, MA US, APH US                                                                        | 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                     | Przewartościowanie rosnącej liczby podmiotów                                                 | Dobre wyniki, druga fala COVID-19 wsparciem                                                   |
| Gaming                 | SENTYMENT       | POZYTYWNY                                                                                        | POZYTYWNY                                                                                    | POZYTYWNY                                                                                     |
|                        | Spółki na plus  | PLW, TEN                                                                                         |                                                                                              |                                                                                               |
|                        | Spółki na minus |                                                                                                  |                                                                                              |                                                                                               |
| Kluczowe katalizatory: |                 | Wzrost wyników, premiery gier                                                                    | Dobre wyniki, druga fala COVID-19 wsparciem                                                  |                                                                                               |
| Przemysł               | SENTYMENT       | NEUTRALNY                                                                                        | NEUTRALNY                                                                                    | NEUTRALNY                                                                                     |
|                        | Spółki na plus  | AMC, AST, COG, FMF, FTE, STP, TIM                                                                | CAT US, URI US                                                                               | KGX GY, G1A GY, IAG LN, SIE GY, ALO FP                                                        |
|                        | Spółki na minus |                                                                                                  | ITW US, TEX US                                                                               | SFC GY, VOE AV, KNEBV FH, MTX GY                                                              |
| Kluczowe katalizatory: |                 | Poprawiające się perspektywy 2H                                                                  | Lepsze od oczekiwań wyniki 2Q, niekorzystna sytuacja epidemiczna                             |                                                                                               |
| Automotive             | SENTYMENT       | NEGATYWNY                                                                                        | NEGATYWNY                                                                                    | NEUTRALNY                                                                                     |
|                        | Spółki na plus  |                                                                                                  | GM US, MGA 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                                     | Sektor to Tesla - przewartościowana                                                          | Mieszane wyniki 2Q (US +, EU =), główni gracze przygotowani do mniejszych wolumenów sprzedaży |
| Handel                 | SENTYMENT       | NEUTRALNY                                                                                        | NEUTRALNY                                                                                    | NEUTRALNY                                                                                     |
|                        | Spółki na plus  | EUR, JMT, LPP, VRG                                                                               | AAP US, BBY US, NKE US, PG US                                                                | ADS GY, DHER GY, ZAL GY                                                                       |
|                        | Spółki na minus | DNP                                                                                              |                                                                                              | BOSS GY                                                                                       |
| Kluczowe katalizatory: |                 | Stopniowa odbudowa popytu                                                                        | Rewelacyjne wyniki 2Q, słabnący impuls fiskalny, wzrosty skupione w wąskiej grupie podmiotów | Mozolna kontynuacja odbicia, niekorzystne umocnienie EUR                                      |

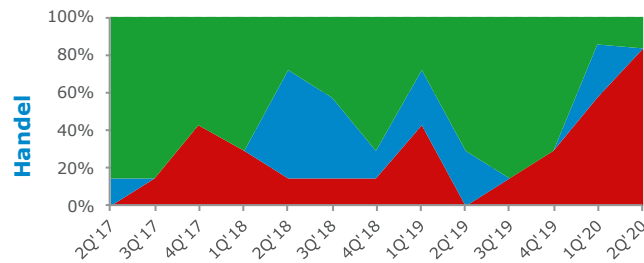
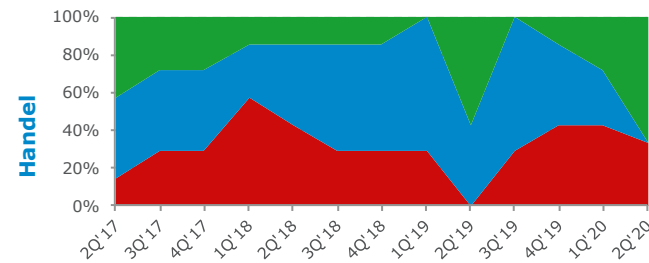
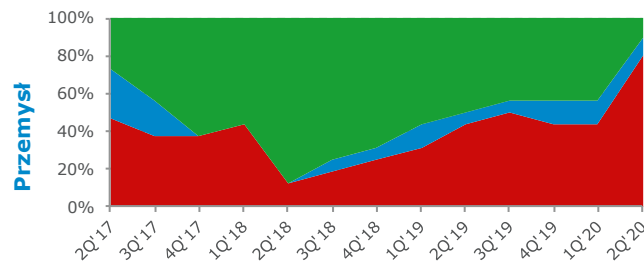
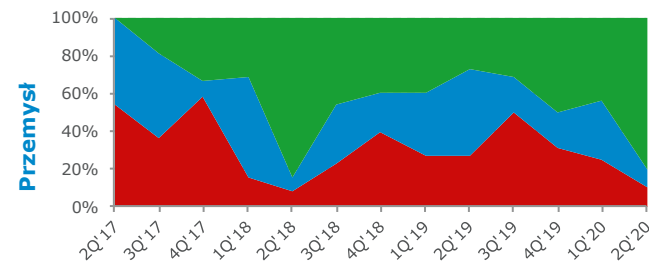
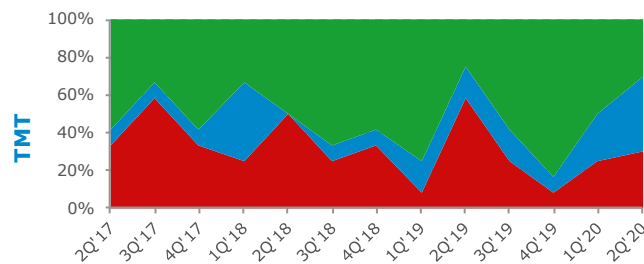
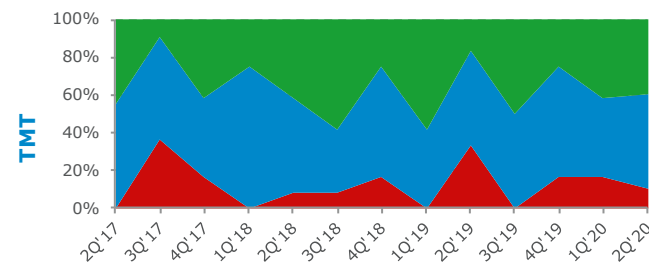
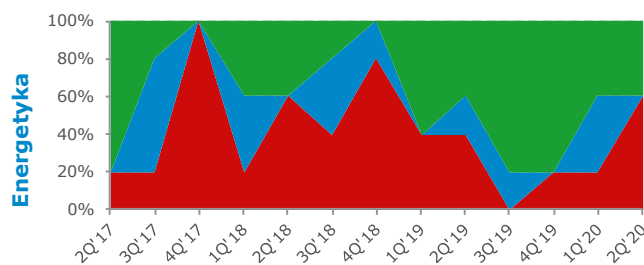
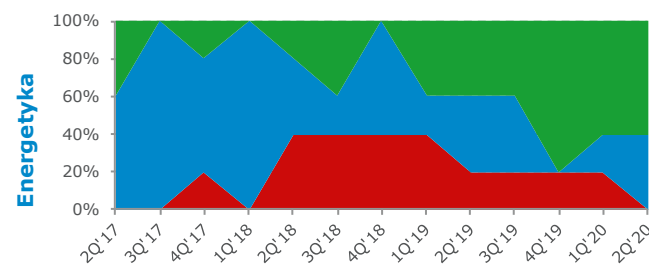
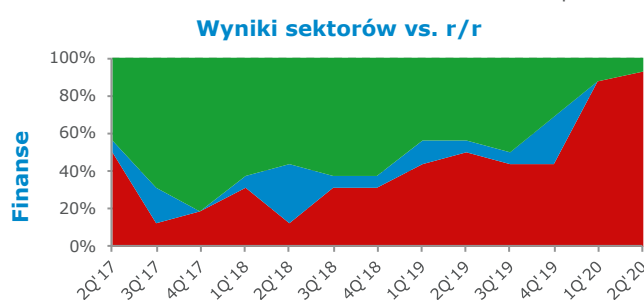
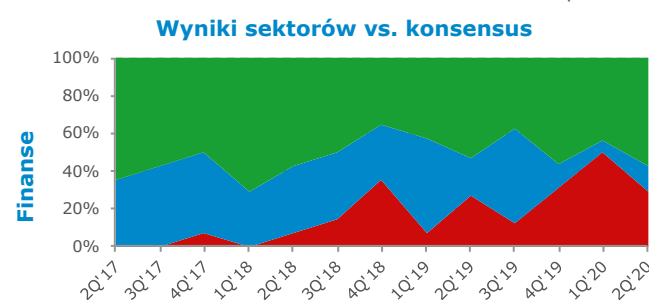
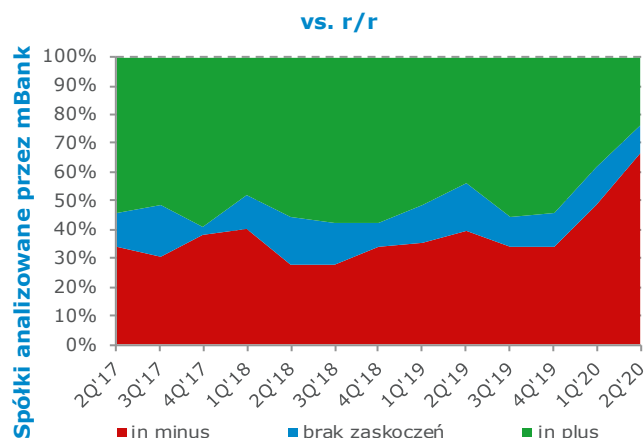
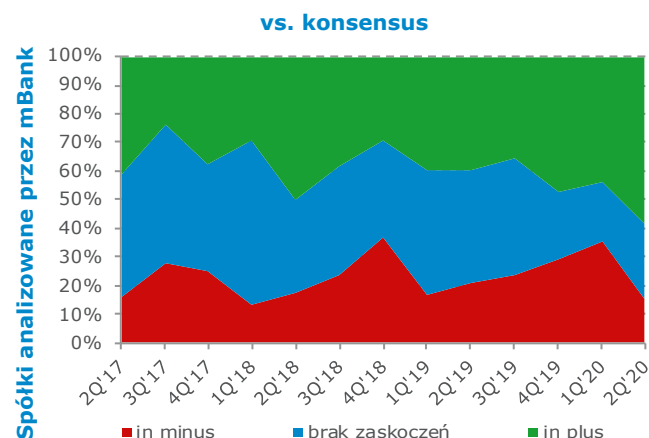
**Zaskoczenia na wynikach spółek w poszczególnych kwartałach (vs. konsensus oraz vs. r/r)**

| vs.                    | 2017     | 2018        | 2019        | 2020  | +/-  |
|------------------------|----------|-------------|-------------|-------|------|
| konsensus              | 2Q 3Q 4Q | 1Q 2Q 3Q 4Q | 1Q 2Q 3Q 4Q | 1Q 2Q |      |
| <b>Finanse</b>         |          |             |             |       |      |
| 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%  |
| <b>Chemia</b>          |          |             |             |       |      |
| Ciech                  | =        | =           | +           | =     | 83%  |
| Grupa Azoty            | =        | =           | =           | +     | 67%  |
| <b>Surowce</b>         |          |             |             |       |      |
| JSW                    | +        | =           | +           | =     | 67%  |
| KGHM                   | =        | =           | +           | =     | 67%  |
| <b>Paliwa</b>          |          |             |             |       |      |
| Lotos                  | +        | +           | =           | =     | 58%  |
| MOL                    | +        | =           | =           | +     | 92%  |
| PGNiG                  | =        | =           | =           | =     | 50%  |
| PKN Orlen              | =        | =           | =           | +     | 75%  |
| <b>Energetyka</b>      |          |             |             |       |      |
| CEZ                    | =        | =           | +           | =     | 83%  |
| Enea                   | +        | =           | =           | =     | 92%  |
| Energia                | =        | =           | =           | =     | 42%  |
| PGE                    | =        | =           | =           | =     | 75%  |
| Tauron                 | +        | =           | =           | +     | 100% |
| <b>Telekomunikacja</b> |          |             |             |       |      |
| Cyfrowy                | =        | =           | +           | =     | 100% |
| Netia                  | =        | +           | =           | =     | 100% |
| Orange PL              | +        | =           | =           | +     | 100% |
| Play                   | =        | =           | +           | =     | 100% |
| <b>Media</b>           |          |             |             |       |      |
| Agora                  | +        | =           | +           | =     | 92%  |
| Wirtualna              | =        | =           | =           | =     | 92%  |
| <b>IT</b>              |          |             |             |       |      |
| Ailleron               | =        | +           | =           | =     | 45%  |
| Asseco BS              | =        | +           | =           | +     | 100% |
| Asseco PL              | =        | =           | +           | +     | 83%  |
| Asseco SEE             | +        | =           | =           | +     | 92%  |
| Atende                 | +        | =           | =           | =     | 70%  |
| Comarch                | +        | =           | +           | +     | 67%  |
| Sygnity                |          |             |             |       |      |
| <b>Gaming</b>          |          |             |             |       |      |
| 11 bit studios         | +        | =           | =           | +     | 55%  |
| CD Projekt             | +        | =           | =           | +     | 75%  |
| PlayWay                |          |             |             | +     |      |
| Ten Square G           |          |             |             | +     | 43%  |
| <b>Przemysł</b>        |          |             |             |       |      |
| 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%  |
| Stalprodukt            |          |             |             |       |      |
| TIM                    |          |             |             | +     | 83%  |
| <b>Handel</b>          |          |             |             |       |      |
| AmRest                 | +        | +           | +           | =     | 58%  |
| CCC                    | +        | =           | =           | =     | 17%  |
| Dino                   | +        | +           | +           | =     | 100% |
| Eurocash               | =        | =           | =           | =     | 67%  |
| Jeronimo               | =        | =           | =           | =     | 92%  |
| LPP                    | =        | +           | +           | +     | 75%  |
| VRG                    | =        | =           | =           | =     | 75%  |

| vs.                    | 2017     | 2018        | 2019        | 2020  | +/-  |
|------------------------|----------|-------------|-------------|-------|------|
| r/r                    | 2Q 3Q 4Q | 1Q 2Q 3Q 4Q | 1Q 2Q 3Q 4Q | 1Q 2Q |      |
| <b>Finanse</b>         |          |             |             |       |      |
| Alior Bank             | +        | +           | +           | =     | 38%  |
| Handlowy               | =        | +           | +           | =     | 38%  |
| ING BSK                | =        | +           | +           | =     | 77%  |
| Millennium             | =        | +           | +           | +     | 62%  |
| Pekao                  | =        | +           | +           | +     | 62%  |
| PKO BP                 | =        | +           | +           | +     | 77%  |
| Santander BP           | =        | +           | +           | +     | 46%  |
| Komercni               | =        | +           | +           | +     | 46%  |
| Moneta                 | =        | +           | +           | +     | 62%  |
| Erste Group            | =        | +           | +           | +     | 69%  |
| RBI                    | +        | +           | +           | +     | 62%  |
| OTP Bank               | +        | +           | +           | +     | 85%  |
| PZU                    | +        | +           | +           | +     | 67%  |
| Kruk                   | +        | +           | +           | +     | 46%  |
| Skarbiec               | +        | +           | +           | +     | 42%  |
| GPW                    | +        | +           | +           | +     | 54%  |
| <b>Chemia</b>          |          |             |             |       |      |
| Ciech                  | =        | =           | =           | =     | 42%  |
| Grupa Azoty            | +        | +           | +           | +     | 58%  |
| <b>Surowce</b>         |          |             |             |       |      |
| JSW                    | +        | +           | +           | +     | 46%  |
| KGHM                   | +        | +           | +           | +     | 54%  |
| <b>Paliwa</b>          |          |             |             |       |      |
| Lotos                  | +        | +           | +           | +     | 69%  |
| MOL                    | +        | +           | +           | +     | 54%  |
| PGNiG                  | =        | =           | +           | +     | 62%  |
| PKN Orlen              | +        | +           | +           | +     | 54%  |
| <b>Energetyka</b>      |          |             |             |       |      |
| CEZ                    | =        | =           | +           | =     | 54%  |
| Enea                   | +        | +           | +           | +     | 77%  |
| Energia                | +        | +           | +           | +     | 46%  |
| PGE                    | +        | +           | +           | +     | 62%  |
| Tauron                 | +        | +           | +           | +     | 62%  |
| <b>Telekomunikacja</b> |          |             |             |       |      |
| Cyfrowy                | +        | +           | +           | +     | 69%  |
| Netia                  | =        | =           | =           | =     | 31%  |
| Orange PL              | =        | +           | +           | +     | 85%  |
| Play                   | +        | +           | +           | +     | 69%  |
| <b>Media</b>           |          |             |             |       |      |
| Agora                  | +        | +           | +           | +     | 69%  |
| Wirtualna              | +        | +           | +           | +     | 85%  |
| <b>IT</b>              |          |             |             |       |      |
| Ailleron               | +        | +           | +           | +     | 50%  |
| Asseco BS              | +        | +           | +           | +     | 92%  |
| Asseco PL              | =        | +           | +           | +     | 62%  |
| Asseco SEE             | +        | +           | +           | +     | 100% |
| Atende                 | =        | +           | +           | +     | 33%  |
| Comarch                | =        | +           | +           | +     | 69%  |
| Sygnity                |          |             |             |       |      |
| <b>Gaming</b>          |          |             |             |       |      |
| 11 bit studios         | =        | +           | +           | +     | 69%  |
| CD Projekt             | +        | +           | +           | +     | 38%  |
| PlayWay                |          |             |             | +     |      |
| Ten Square G           |          |             |             | +     | 100% |
| <b>Przemysł</b>        |          |             |             |       |      |
| AC                     | +        | +           | +           | +     | 54%  |
| Alumetal               | =        | +           | +           | +     | 46%  |
| Amica                  | =        | +           | +           | +     | 67%  |
| Apator                 | =        | +           | +           | +     | 54%  |
| Astarta                | +        | +           | +           | +     | 42%  |
| Boryszew               | +        | +           | +           | +     | 33%  |
| Cognor                 | =        | +           | +           | +     | 54%  |
| Famur                  | =        | +           | +           | +     | 69%  |
| Forte                  | =        | +           | +           | +     | 46%  |
| Grupa Kęty             | +        | +           | +           | +     | 100% |
| Kernel                 | =        | +           | +           | +     | 50%  |
| Kruszwica              | =        | +           | +           | +     | 92%  |
| Mangata                | =        | +           | +           | +     | 75%  |
| PKP Cargo              | +        | +           | +           | +     | 54%  |
| Pozbud                 | =        | +           | +           | +     | 69%  |
| Stalprodukt            |          |             |             |       |      |
| TIM                    | =        | +           | +           | +     | 83%  |
| <b>Handel</b>          |          |             |             |       |      |
| AmRest                 | +        | +           | +           | +     | 75%  |
| CCC                    | +        | +           | +           | +     | 23%  |
| Dino                   | +        | +           | +           | +     | 100% |
| Eurocash               | =        | +           | +           | +     | 69%  |
| Jeronimo               | +        | +           | +           | +     | 92%  |
| LPP                    | +        | +           | +           | +     | 77%  |
| VRG                    | +        | +           | +           | +     | 77%  |

\* [+/-] - 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



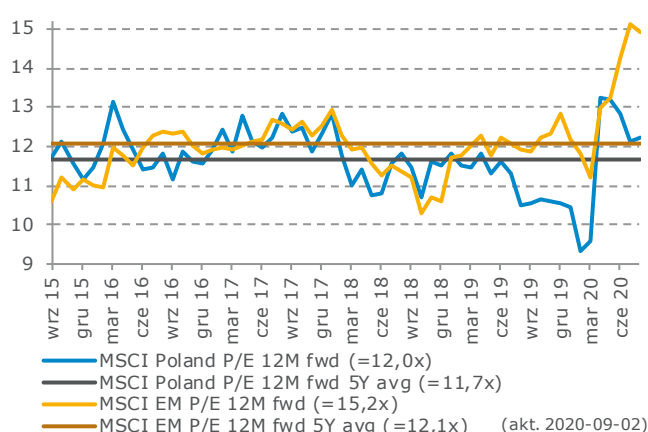
Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank

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

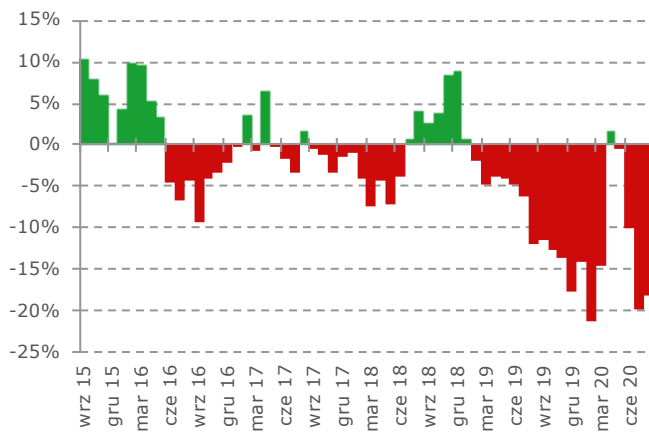
| WIG30    | Finanse |       | Paliwa |       | Energetyka |       | Handel |       | TMT   |       | Chemia |       | Surowce |       |
|----------|---------|-------|--------|-------|------------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|---------|-------|
| sie 19=0 | Kons.   | mBank | Kons.  | mBank | Kons.      | mBank | Kons.  | mBank | Kons. | mBank | Kons.  | mBank | Kons.   | mBank |
| wrz 19   | -1%     | -2%   | +0%    | -4%   | +1%        | +0%   | -5%    | +0%   | -1%   | -0%   | -5%    | -41%  | -11%    | +0%   |
| paź 19   | -3%     | -6%   | -3%    | -7%   | +3%        | -6%   | -7%    | -16%  | -2%   | -3%   | +4%    | -1%   | -25%    | -27%  |
| lis 19   | -4%     | -8%   | -3%    | -11%  | -0%        | -3%   | -11%   | -16%  | -3%   | -3%   | +0%    | -4%   | -44%    | -25%  |
| gru 19   | -5%     | -8%   | -2%    | -11%  | -2%        | -3%   | -13%   | -16%  | -8%   | -3%   | +2%    | -4%   | -48%    | -25%  |
| sty 20   | -10%    | -13%  | -5%    | -11%  | -17%       | -32%  | -14%   | -16%  | -11%  | -5%   | +1%    | -4%   | -68%    | +37%  |
| lut 20   | -14%    | -14%  | -7%    | -11%  | -23%       | -32%  | -31%   | -16%  | -13%  | -8%   | +0%    | -4%   | -42%    | +68%  |
| mar 20   | -25%    | -42%  | -16%   | -41%  | -39%       | -75%  | -31%   | -16%  | -24%  | -57%  | -4%    | -12%  | -29%    | +68%  |
| kwi 20   | -43%    | -53%  | -45%   | -52%  | -52%       | -86%  | -35%   | -37%  | -52%  | -67%  | +1%    | -14%  | -45%    | +32%  |
| maj 20   | -44%    | -51%  | -46%   | -55%  | -58%       | -86%  | -37%   | -41%  | -58%  | -60%  | +7%    | -0%   | -46%    | +32%  |
| cze 20   | -45%    | -28%  | -51%   | -55%  | -48%       | +25%  | -36%   | -41%  | -86%  | -60%  | +1%    | -0%   | -29%    | +9%   |
| lip 20   | -44%    | -24%  | -58%   | -55%  | -22%       | +28%  | -47%   | -41%  | -97%  | -57%  | +1%    | +3%   | -37%    | +9%   |
| sie 20   | -41%    | -31%  | -56%   | -55%  | -18%       | +0%   | -47%   | -41%  | -93%  | -58%  | +2%    | -4%   | -37%    | -16%  |

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

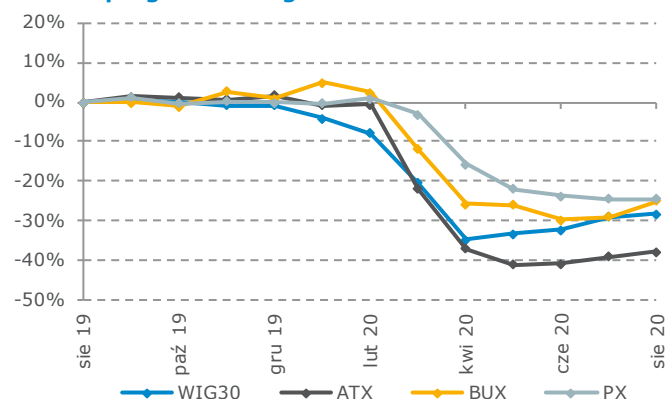


Źródło: Bloomberg, mBank



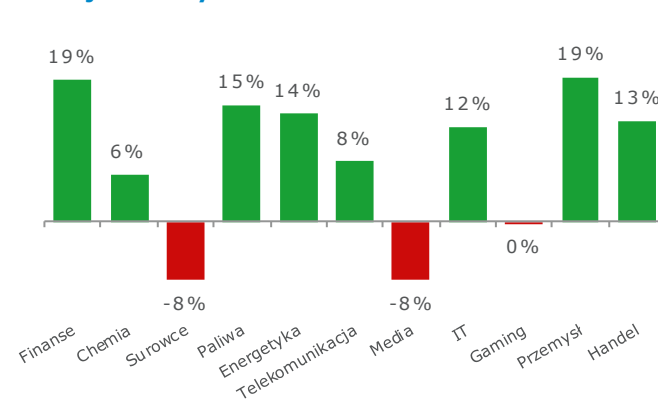
Źródło: Bloomberg, mBank

## Zmiana prognozowanego EPS 12M fwd



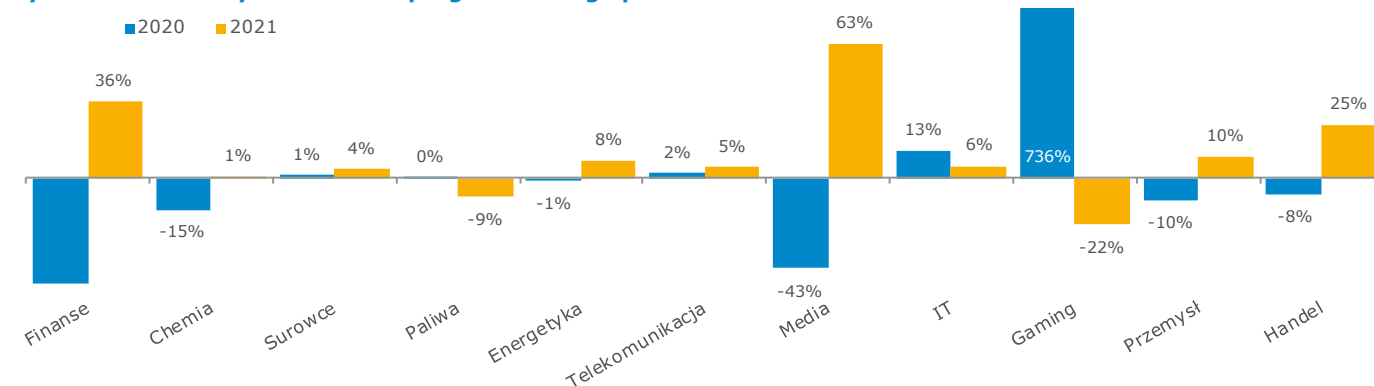
Źródło: Bloomberg, mBank

## 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 <sup>1</sup> | Rekomendacje <sup>2</sup> |    |   | TP kons. <sup>3</sup> | mBank/kons. TP | ZN mBank/kons. |       |      | EBITDA mBank/kons. |      |      | Liczba prognoz <sup>4</sup> |
|------------------------|--------------------|-----------------------|---------------------------|----|---|-----------------------|----------------|----------------|-------|------|--------------------|------|------|-----------------------------|
|                        |                    |                       | ▲                         | ►  | ▼ |                       |                | 2020           | 2021  | 2022 | 2020               | 2021 | 2022 |                             |
| <b>Finanse</b>         |                    |                       |                           |    |   |                       |                |                |       |      |                    |      |      |                             |
| Alior Bank             | trzymaj            | 14,98                 | 2                         | 3  | 9 | 17,37                 | -13,7%         | -              | -     | +42% |                    |      |      | 10                          |
| Handlowy               | trzymaj            | 37,64                 | 1                         | 4  | 6 | 37,77                 | -0,4%          | -19%           | -10%  | -17% |                    |      |      | 6                           |
| ING BSK                | sprzedaj           | 117,78                | 2                         | 5  | 5 | 139,54                | -15,6%         | -4%            | -6%   | -10% |                    |      |      | 6                           |
| Millennium             | kupuj              | 3,72                  | 3                         | 8  | 2 | 3,65                  | +1,9%          | -16%           | -52%  | -63% |                    |      |      | 3                           |
| Pekao                  | kupuj              | 68,90                 | 14                        | 4  | 1 | 68,88                 | +0,0%          | +20%           | +5%   | +16% |                    |      |      | 13                          |
| PKO BP                 | trzymaj            | 22,58                 | 7                         | 11 | 1 | 27,30                 | -17,3%         | -26%           | -8%   | -8%  |                    |      |      | 11                          |
| Santander BP           | kupuj              | 179,37                | 3                         | 10 | 4 | 182,72                | -1,8%          | -6%            | -3%   | -2%  |                    |      |      | 9                           |
| Komercni Banka         | akumuluj           | 618,97                | 12                        | 4  | 3 | 657,53                | -5,9%          | -7%            | -4%   | +1%  |                    |      |      | 15                          |
| Moneta Money Bank      | kupuj              | 79,68                 | 13                        | 0  | 0 | 78,00                 | +2,2%          | +9%            | +20%  | +8%  |                    |      |      | 6                           |
| Erste Group            | kupuj              | 26,00                 | 17                        | 6  | 1 | 26,92                 | -3,4%          | -7%            | +22%  | +11% |                    |      |      | 14                          |
| RBI                    | kupuj              | 17,67                 | 10                        | 7  | 3 | 19,49                 | -9,3%          | +2%            | -3%   | +17% |                    |      |      | 16                          |
| OTP Bank               | akumuluj           | 11 039                | 8                         | 7  | 1 | 12 157                | -9,2%          | -30%           | +2%   | -    |                    |      |      | 12                          |
| PZU                    | kupuj              | 35,93                 | 6                         | 5  | 1 | 37,29                 | -3,6%          | -3%            | -2%   | +4%  |                    |      |      | 6                           |
| Skarbiec Holding       | trzymaj            | 21,20                 | 1                         | 1  | 0 | 21,20                 | +0,0%          | -10%           | +14%  | -    |                    |      |      | 2                           |
| GPW                    | trzymaj            | 41,56                 | 1                         | 4  | 0 | 46,45                 | -10,5%         | -8%            | +0%   | -1%  | +4%                | +4%  | +4%  | 4/4                         |
| <b>Chemia</b>          |                    |                       |                           |    |   |                       |                |                |       |      |                    |      |      |                             |
| Ciech                  | trzymaj            | 34,09                 | 4                         | 4  | 2 | 37,46                 | -9,0%          | -8%            | -4%   | -16% | -1%                | +2%  | -7%  | 7/7                         |
| Grupa Azoty            | trzymaj            | 25,83                 | 2                         | 4  | 2 | 32,72                 | -21,1%         | -44%           | -70%  | -70% | -7%                | -16% | -14% | 3/4                         |
| <b>Surowce</b>         |                    |                       |                           |    |   |                       |                |                |       |      |                    |      |      |                             |
| JSW                    | trzymaj            | 15,82                 | 1                         | 2  | 6 | 27,43                 | -42,3%         | -              | -     | -    | +172%              | +14% | -26% | 5/3                         |
| KGHM                   | trzymaj            | 124,67                | 5                         | 6  | 5 | 120,11                | +3,8%          | +27%           | -4%   | +3%  | +13%               | -5%  | +0%  | 14/14                       |
| <b>Paliwa</b>          |                    |                       |                           |    |   |                       |                |                |       |      |                    |      |      |                             |
| Lotos                  | akumuluj           | 47,09                 | 7                         | 6  | 1 | 66,70                 | -29,4%         | -              | -57%  | -32% | -                  | -29% | -19% | 11/10                       |
| MOL                    | kupuj              | 1 976,0               | 11                        | 2  | 1 | 2 273,2               | -13,1%         | -              | -52%  | -34% | -8%                | -20% | -12% | 12/11                       |
| PGNiG                  | akumuluj           | 5,94                  | 5                         | 5  | 1 | 4,89                  | +21,4%         | +36%           | +24%  | +27% | +20%               | +6%  | +8%  | 5/6                         |
| PKN Orlen              | trzymaj            | 56,37                 | 3                         | 12 | 3 | 65,60                 | -14,1%         | -21%           | -52%  | -39% | -5%                | -21% | -12% | 7/6                         |
| <b>Energetyka</b>      |                    |                       |                           |    |   |                       |                |                |       |      |                    |      |      |                             |
| CEZ                    | akumuluj           | 514,80                | 11                        | 6  | 1 | 554,79                | -7,2%          | +3%            | -20%  | -40% | +1%                | -5%  | -11% | 11/12                       |
| Enea                   | zawieszona         | -                     | 6                         | 2  | 1 | 10,00                 | -              | +9%            | +21%  | +15% | +6%                | +10% | +5%  | 8/7                         |
| Energia                | zawieszona         | -                     | 2                         | 5  | 0 | 9,04                  | -              | +94%           | -22%  | -3%  | +4%                | +4%  | -3%  | 3/2                         |
| PGE                    | zawieszona         | -                     | 5                         | 3  | 5 | 7,48                  | -              | +53%           | +11%  | +10% | +11%               | +15% | +6%  | 7/7                         |
| Tauron                 | zawieszona         | -                     | 6                         | 4  | 1 | 2,86                  | -              | -22%           | -9%   | -2%  | +5%                | -7%  | +2%  | 7/6                         |
| <b>Telekomunikacja</b> |                    |                       |                           |    |   |                       |                |                |       |      |                    |      |      |                             |
| Cyfrowy Polsat         | trzymaj            | 26,30                 | 3                         | 8  | 1 | 29,08                 | -9,6%          | -5%            | +2%   | +7%  | -2%                | -1%  | -1%  | 7/7                         |
| Netia                  | trzymaj            | 4,40                  | 3                         | 3  | 0 | 4,23                  | +3,9%          | +1%            | +5%   | -1%  | -2%                | -3%  | -4%  | 4/4                         |
| Orange Polska          | kupuj              | 8,30                  | 3                         | 9  | 1 | 7,07                  | +17,5%         | -6%            | +25%  | +16% | +14%               | +18% | +17% | 5/4                         |
| Play                   | akumuluj           | 35,70                 | 10                        | 3  | 0 | 36,20                 | -1,4%          | +0%            | -4%   | -9%  | +0%                | -1%  | -2%  | 11/10                       |
| <b>Media</b>           |                    |                       |                           |    |   |                       |                |                |       |      |                    |      |      |                             |
| Agora                  | trzymaj            | 8,60                  | 1                         | 1  | 0 | 8,60                  | +0,0%          | -              | -     | -    | +82%               | -0%  | +0%  | 2/1                         |
| Wirtualna Polska       | redukuj            | 63,10                 | 4                         | 0  | 2 | 82,65                 | -23,7%         | -8%            | -3%   | +3%  | -9%                | -6%  | -2%  | 6/6                         |
| <b>IT</b>              |                    |                       |                           |    |   |                       |                |                |       |      |                    |      |      |                             |
| Asseco Poland          | kupuj              | 80,70                 | 4                         | 4  | 0 | 74,82                 | +7,9%          | +1%            | +2%   | +2%  | +12%               | +11% | +12% | 7/8                         |
| Asseco SEE             | przeważaj          | -                     | 2                         | 2  | 0 | 44,05                 | -              | +4%            | +5%   | -    | +3%                | +3%  | -    | 3/4                         |
| Comarch                | trzymaj            | 220,30                | 2                         | 4  | 0 | 226,33                | -2,7%          | -27%           | -3%   | -3%  | -8%                | -1%  | -1%  | 3/4                         |
| Sygnity                | kupuj              | 10,70                 | 1                         | 0  | 0 | 10,70                 | +0,0%          | -0%            | -0%   | +0%  | +0%                | +0%  | -0%  | 1/1                         |
| <b>Gaming</b>          |                    |                       |                           |    |   |                       |                |                |       |      |                    |      |      |                             |
| 11 bit studios         | trzymaj            | 493,00                | 5                         | 5  | 0 | 485,37                | +1,6%          | +38%           | +45%  | +41% | +26%               | +45% | +44% | 4/3                         |
| CD Projekt             | trzymaj            | 429,10                | 4                         | 13 | 5 | 378,59                | +13,3%         | +22%           | +14%  | -0%  | +11%               | +5%  | -8%  | 13/12                       |
| PlayWay                | akumuluj           | 549,00                | 3                         | 2  | 1 | 507,83                | +8,1%          | +5%            | +29%  | +15% | +1%                | +50% | +37% | 5/5                         |
| Ten Square Games       | akumuluj           | 623,00                | 9                         | 0  | 1 | 619,27                | +0,6%          | +4%            | +10%  | -1%  | +8%                | +10% | +0%  | 8/9                         |
| <b>Przemysł</b>        |                    |                       |                           |    |   |                       |                |                |       |      |                    |      |      |                             |
| AC                     | równoważ           | -                     | 1                         | 2  | 0 | 44,50                 | -              | +16%           | +13%  | +19% | +14%               | +10% | +14% | 3/3                         |
| Alumetal               | niedoważaj         | -                     | 3                         | 0  | 1 | 57,20                 | -              | -31%           | -18%  | -28% | -15%               | -10% | -17% | 3/3                         |
| Amica                  | przeważaj          | -                     | 5                         | 0  | 0 | 164,50                | -              | +16%           | +8%   | +4%  | +7%                | +3%  | +0%  | 4/4                         |
| Apator                 | równoważ           | -                     | 1                         | 3  | 0 | -                     | -              | -8%            | -1%   | -0%  | -1%                | +4%  | -0%  | 2/2                         |
| Astarta                | przeważaj          | -                     | 2                         | 0  | 1 | 16,52                 | -              | -              | +35%  | -66% | -23%               | -8%  | -34% | 2/2                         |
| Cognor                 | kupuj              | 1,98                  | 1                         | 0  | 0 | 1,98                  | +0,0%          | +24%           | -21%  | -44% | -3%                | -12% | -21% | 2/2                         |
| Famur                  | kupuj              | 2,86                  | 2                         | 3  | 0 | 3,18                  | -10,1%         | -9%            | -4%   | +23% | -5%                | +7%  | +4%  | 4/3                         |
| Forte                  | przeważaj          | -                     | 2                         | 2  | 1 | 19,80                 | -              | +47%           | +31%  | +12% | +34%               | +18% | +10% | 2/3                         |
| Grupa Kęty             | trzymaj            | 465,74                | 6                         | 2  | 0 | 496,59                | -6,2%          | +13%           | +3%   | -4%  | +8%                | +1%  | -6%  | 8/8                         |
| Kemel                  | trzymaj            | 44,58                 | 3                         | 2  | 0 | 50,49                 | -11,7%         | -11%           | +11%  | -0%  | -6%                | -2%  | +0%  | 4/3                         |
| Mangata                | równoważ           | -                     | 1                         | 2  | 0 | 85,00                 | -              | -14%           | +0%   | -7%  | -8%                | +0%  | -6%  | 2/2                         |
| PKP Cargo              | trzymaj            | 12,80                 | 2                         | 2  | 3 | 16,99                 | -24,7%         | -              | -     | -    | -1%                | -21% | -7%  | 5/5                         |
| Stalprodukt            | kupuj              | 336,15                | 3                         | 0  | 0 | 278,72                | +20,6%         | +41%           | +37%  | -3%  | +16%               | +18% | -0%  | 2/2                         |
| <b>Handel</b>          |                    |                       |                           |    |   |                       |                |                |       |      |                    |      |      |                             |
| Dino                   | sprzedaj           | 155,60                | 5                         | 6  | 7 | 186,33                | -16,5%         | +1%            | +7%   | +4%  | -0%                | -0%  | -1%  | 12/11                       |
| Eurocash               | kupuj              | 19,90                 | 10                        | 4  | 4 | 21,01                 | -5,3%          | +60%           | +73%  | +62% | -34%               | -29% | -25% | 11/9                        |
| Jeronimo Martins       | akumuluj           | 15,30                 | 13                        | 12 | 1 | 15,83                 | -3,4%          | -11%           | -7%   | -10% | -20%               | -16% | -17% | 12/13                       |
| LPP                    | akumuluj           | 7 900,0               | 9                         | 5  | 2 | 7 338,5               | +7,7%          | -73%           | +121% | +44% | -56%               | -10% | -13% | 7/7                         |
| VRG                    | akumuluj           | 2,43                  | 5                         | 1  | 0 | 2,73                  | -11,0%         | -              | -66%  | -13% | -93%               | -62% | -32% | 5/3                         |

Źródło: Bloomberg, mBank; <sup>1</sup>cena docelowa Biura maklerskiego mBanku; <sup>2</sup>rekomendacje w konsensusie (pozytywne, neutralne, negatywne); <sup>3</sup>średnia cena docelowa konsensusu; <sup>4</sup>liczba 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 |
|------------------------|--------------|--------------|---------------------|---------------|--------------|------------------|-------------|-------------|----------------|----------------|
| <b>Finanse</b>         |              |              |                     |               |              | <b>+19,6%</b>    | <b>13,3</b> | <b>10,6</b> |                |                |
| Alior Bank             | trzymaj      | 2020-06-03   | 15,19               | 14,98         | 13,69        | +9,4%            | -           | 8,7         |                |                |
| Handlowy               | trzymaj      | 2020-06-03   | 38,00               | 37,64         | 35,70        | +5,4%            | 20,7        | 15,7        |                |                |
| ING BSK                | sprzedaj     | 2020-06-03   | 145,20              | 117,78        | 133,20       | -11,6%           | 18,9        | 16,1        |                |                |
| Millennium             | kupuj        | 2020-06-03   | 2,64                | 3,72          | 2,91         | +27,8%           | 22,3        | 13,7        |                |                |
| Pekao                  | kupuj        | 2020-06-03   | 52,40               | 68,90         | 50,90        | +35,4%           | 10,1        | 9,3         |                |                |
| PKO BP                 | trzymaj      | 2020-06-03   | 22,06               | 22,58         | 21,10        | +7,0%            | 14,4        | 10,7        |                |                |
| Santander Bank Polska  | kupuj        | 2020-08-04   | 152,50              | 179,37        | 146,30       | +22,6%           | 16,7        | 12,0        |                |                |
| Komerční Banka         | akumuluj     | 2020-09-02   | 534,00              | 618,97 CZK    | 534,00       | +15,9%           | 13,1        | 11,7        |                |                |
| Moneta Money Bank      | kupuj        | 2020-08-10   | 54,20               | 79,68 CZK     | 55,40        | +43,8%           | 12,7        | 10,6        |                |                |
| Erste Group            | kupuj        | 2020-08-10   | 19,85               | 26,00 EUR     | 20,38        | +27,6%           | 13,3        | 7,4         |                |                |
| RBI                    | kupuj        | 2020-08-10   | 15,20               | 17,67 EUR     | 15,04        | +17,5%           | 7,5         | 7,2         |                |                |
| OTP Bank               | akumuluj     | 2020-09-02   | 9 950               | 11 039 HUF    | 9 950        | +10,9%           | 14,6        | 8,1         |                |                |
| PZU                    | kupuj        | 2020-04-28   | 29,92               | 35,93         | 26,98        | +33,2%           | 9,1         | 8,2         |                |                |
| Kruk                   | kupuj        | 2019-12-05   | 150,90              | 210,31        | 155,90       | +34,9%           | 8,8         | 8,4         |                |                |
| Skarbiec Holding       | trzymaj      | 2020-07-02   | 21,40               | 21,20         | 26,10        | -18,8%           | 10,0        | 10,8        |                |                |
| GPW                    | trzymaj      | 2020-05-20   | 40,00               | 41,56         | 42,55        | -2,3%            | 16,2        | 14,7        |                |                |
| <b>Chemia</b>          |              |              |                     |               |              | <b>+6,2%</b>     | <b>14,4</b> | <b>25,5</b> | <b>5,9</b>     | <b>6,3</b>     |
| Ciech                  | trzymaj      | 2020-07-02   | 32,30               | 34,09         | 30,45        | +12,0%           | 10,2        | 8,8         | 5,5            | 4,7            |
| Grupa Azoty            | trzymaj      | 2020-09-02   | 25,30               | 25,83         | 25,30        | +2,1%            | 18,7        | 42,2        | 6,3            | 7,8            |
| <b>Surowce</b>         |              |              |                     |               |              | <b>-7,6%</b>     | <b>10,1</b> | <b>10,7</b> | <b>4,9</b>     | <b>4,2</b>     |
| JSW                    | trzymaj      | 2020-09-02   | 15,18               | 15,82         | 15,18        | +4,2%            | -           | -           | 4,3            | 3,3            |
| KGHM                   | trzymaj      | 2020-07-29   | 129,45              | 124,67        | 136,25       | -8,5%            | 10,1        | 10,7        | 5,4            | 5,2            |
| <b>Paliwa</b>          |              |              |                     |               |              | <b>+15,3%</b>    | <b>6,6</b>  | <b>12,3</b> | <b>5,5</b>     | <b>5,2</b>     |
| Lotos                  | akumuluj     | 2020-09-02   | 39,22               | 47,09         | 39,22        | +20,1%           | -           | 14,2        | -              | 5,2            |
| MOL                    | kupuj        | 2020-09-02   | 1 686               | 1 976 HUF     | 1 686        | +17,2%           | -           | 13,1        | 6,1            | 5,5            |
| PGNiG                  | akumuluj     | 2020-09-02   | 5,15                | 5,94          | 5,15         | +15,3%           | 4,1         | 10,2        | 2,1            | 3,8            |
| PKN Orlen              | trzymaj      | 2020-09-02   | 50,32               | 56,37         | 50,32        | +12,0%           | 9,1         | 11,4        | 5,5            | 5,3            |
| <b>Energetyka</b>      |              |              |                     |               |              | <b>+14,1%</b>    | <b>7,8</b>  | <b>3,8</b>  | <b>5,1</b>     | <b>4,4</b>     |
| CEZ                    | akumuluj     | 2020-06-03   | 489,00              | 514,80 CZK    | 451,00       | +14,1%           | 11,1        | 15,6        | 6,4            | 7,1            |
| Enea                   | zawieszona   | 2020-06-23   | 7,90                | -             | 6,16         | -                | 2,5         | 2,1         | 3,3            | 2,7            |
| Energia                | zawieszona   | 2020-06-03   | 8,19                | -             | 7,82         | -                | 10,2        | 7,9         | 5,1            | 4,4            |
| PGE                    | zawieszona   | 2020-04-27   | 4,05                | -             | 5,79         | -                | 7,8         | 3,8         | 3,6            | 2,7            |
| Tauron                 | zawieszona   | 2020-05-05   | 1,14                | -             | 2,31         | -                | 6,1         | 3,4         | 5,4            | 4,7            |
| <b>Telekomunikacja</b> |              |              |                     |               |              | <b>+7,9%</b>     | <b>22,0</b> | <b>16,2</b> | <b>5,5</b>     | <b>5,1</b>     |
| Cyfrowy Polsat         | trzymaj      | 2020-09-02   | 26,92               | 26,30         | 26,92        | -2,3%            | 15,2        | 11,7        | 7,4            | 6,9            |
| Netia                  | trzymaj      | 2020-08-04   | 4,46                | 4,40          | 4,47         | -1,6%            | 28,8        | 26,0        | 4,6            | 4,4            |
| Orange Polska          | kupuj        | 2020-07-30   | 7,07                | 8,30          | 7,19         | +15,5%           | 38,7        | 20,8        | 5,2            | 4,7            |
| Play                   | akumuluj     | 2020-08-04   | 32,54               | 35,70         | 29,98        | +19,1%           | 8,2         | 8,1         | 5,8            | 5,4            |
| <b>Media</b>           |              |              |                     |               |              | <b>-7,7%</b>     | <b>37,7</b> | <b>21,8</b> | <b>17,3</b>    | <b>9,3</b>     |
| Agora                  | trzymaj      | 2020-06-03   | 8,36                | 8,60          | 6,86         | +25,4%           | -           | -           | 19,7           | 7,4            |
| Wirtualna Polska       | redukuj      | 2020-04-20   | 67,80               | 63,10         | 74,00        | -14,7%           | 37,7        | 21,8        | 14,9           | 11,3           |
| <b>IT</b>              |              |              |                     |               |              | <b>+12,8%</b>    | <b>16,4</b> | <b>14,7</b> | <b>7,6</b>     | <b>5,5</b>     |
| Aiellon                | równoważ     | 2020-05-05   | 6,26                | -             | 7,08         | -                | 14,1        | 11,0        | 4,4            | 3,4            |
| Asseco BS              | równoważ     | 2020-09-02   | 36,00               | -             | 36,00        | -                | 16,4        | 15,6        | 10,7           | 10,2           |
| Asseco Poland          | kupuj        | 2020-09-02   | 70,20               | 80,70         | 70,20        | +15,0%           | 16,0        | 14,7        | 4,9            | 4,6            |
| Asseco SEE             | przeważaj    | 2020-08-07   | 43,70               | -             | 47,50        | -                | 21,4        | 18,8        | 10,8           | 9,6            |
| Atende                 | równoważ     | 2020-05-05   | 2,94                | -             | 3,24         | -                | 17,9        | 10,8        | 7,6            | 5,5            |
| Comarch                | trzymaj      | 2020-05-13   | 210,00              | 220,30        | 214,00       | +2,9%            | 23,6        | 16,9        | 7,8            | 7,0            |
| Sygnity                | kupuj        | 2020-09-01   | 7,20                | 10,70         | 8,58         | +24,7%           | 7,7         | 6,9         | 4,8            | 4,3            |
| <b>Gaming</b>          |              |              |                     |               |              | <b>-0,2%</b>     | <b>25,8</b> | <b>21,9</b> | <b>19,1</b>    | <b>17,6</b>    |
| 11 bit studios         | trzymaj      | 2020-09-02   | 482,00              | 493,00        | 482,00       | +2,3%            | 30,2        | 48,2        | 20,2           | 29,3           |
| CD Projekt             | trzymaj      | 2020-09-02   | 440,70              | 429,10        | 440,70       | -2,6%            | 17,3        | 25,9        | 14,8           | 21,9           |
| PlayWay                | akumuluj     | 2020-08-25   | 484,00              | 549,00        | 495,00       | +10,9%           | 31,2        | 17,9        | 26,1           | 10,4           |
| Ten Square Games       | akumuluj     | 2020-09-02   | 548,00              | 623,00        | 548,00       | +13,7%           | 21,4        | 16,3        | 18,1           | 13,4           |
| <b>Przemysł</b>        |              |              |                     |               |              | <b>+18,9%</b>    | <b>12,2</b> | <b>10,0</b> | <b>6,5</b>     | <b>6,2</b>     |
| AC                     | równoważ     | 2020-06-29   | 38,50               | -             | 42,50        | -                | 14,4        | 14,3        | 8,7            | 8,6            |
| Alumetal               | niedoważaj   | 2020-07-30   | 38,00               | -             | 37,00        | -                | 22,5        | 14,4        | 9,1            | 7,4            |
| Amica                  | przeważaj    | 2020-07-30   | 145,00              | -             | 156,00       | -                | 10,1        | 10,0        | 6,6            | 6,6            |
| Apator                 | równoważ     | 2020-06-29   | 20,80               | -             | 22,00        | -                | 14,0        | 12,8        | 7,6            | 7,1            |
| Astarta                | przeważaj    | 2020-05-11   | 11,75               | -             | 16,10        | -                | -           | 3,1         | 4,4            | 2,8            |
| Boryszew               | niedoważaj   | 2020-06-08   | 3,59                | -             | 3,46         | -                | 64,1        | 12,3        | 8,9            | 7,0            |
| Cognor                 | kupuj        | 2020-08-04   | 0,93                | 1,98          | 1,22         | +62,3%           | 8,0         | 9,8         | 4,6            | 4,7            |
| Famur                  | kupuj        | 2020-08-04   | 1,70                | 2,86          | 1,85         | +54,6%           | 7,8         | 9,9         | 3,5            | 3,5            |
| Forte                  | przeważaj    | 2020-08-28   | 28,85               | -             | 29,50        | -                | 22,8        | 10,0        | 8,1            | 6,7            |
| Grupa Kęty             | trzymaj      | 2020-09-02   | 482,50              | 465,74        | 482,50       | -3,5%            | 12,2        | 14,9        | 8,8            | 10,1           |
| Kemel                  | trzymaj      | 2020-06-03   | 43,80               | 44,58         | 38,85        | +14,7%           | 9,1         | 6,2         | 6,0            | 5,8            |
| Kruszwica              | równoważ     | 2020-06-29   | 60,40               | -             | 57,00        | -                | 11,5        | 10,9        | 6,5            | 6,2            |
| Mangata                | równoważ     | 2020-06-29   | 50,50               | -             | 50,50        | -                | 13,1        | 9,2         | 7,5            | 5,8            |
| PKP Cargo              | trzymaj      | 2020-09-02   | 12,38               | 12,80         | 12,38        | +3,4%            | -           | -           | 4,9            | 5,1            |
| Pozbud                 | równoważ     | 2020-06-29   | 1,70                | -             | 1,59         | -                | 7,2         | 10,0        | 6,0            | 7,2            |
| Stalprodukt            | kupuj        | 2020-08-07   | 186,00              | 336,15        | 230,00       | +46,2%           | 10,9        | 9,8         | 3,5            | 3,0            |
| TIM                    | przeważaj    | 2020-06-29   | 10,90               | -             | 12,45        | -                | 14,1        | 10,4        | 6,5            | 5,7            |
| <b>Handel</b>          |              |              |                     |               |              | <b>+13,2%</b>    | <b>26,3</b> | <b>27,4</b> | <b>8,3</b>     | <b>9,2</b>     |
| AmRest                 | trzymaj      | 2020-03-04   | 39,55               | 40,00         | 20,10        | +99,0%           | 18,7        | 15,1        | 6,8            | 5,8            |
| CCC                    | zawieszona   | 2020-03-19   | 24,98               | -             | 55,08        | -                | -           | -           | -              | -              |
| Dino                   | sprzedaj     | 2020-07-02   | 199,10              | 155,60        | 218,00       | -28,6%           | 38,5        | 28,8        | 22,8           | 17,8           |
| Eurocash               | kupuj        | 2020-07-02   | 17,34               | 19,90         | 15,50        | +28,4%           | -           | 99,6        | 5,5            | 5,2            |
| Jeronimo Martins       | akumuluj     | 2020-08-04   | 14,29               | 15,30 EUR     | 13,86        | +10,4%           | 26,3        | 21,3        | 8,3            | 7,0            |
| LPP                    | akumuluj     | 2020-08-04   | 7 105,00            | 7 900,00      | 7 145,00     | +10,6%           | -           | 25,9        | 25,0           | 12,7           |
| VRG                    | akumuluj     | 2020-07-02   | 2,33                | 2,43          | 2,33         | +4,5%            | -           | 50,1        | -              | 11,3           |

## Zmiany rekomendacji w przeglądzie miesięcznym

| Spółka           | Rekomendacja | Poprzednia rekomendacja | Cena docelowa | Data wydania |
|------------------|--------------|-------------------------|---------------|--------------|
| 11 bit studios   | trzymaj      | trzymaj                 | 493,00 PLN    | 2020-09-02   |
| Asseco BS        | równoważ     | równoważ                | - -           | 2020-09-02   |
| Asseco Poland    | kupuj        | akumuluj                | 80,70 PLN     | 2020-09-02   |
| CD Projekt       | trzymaj      | trzymaj                 | 429,10 PLN    | 2020-09-02   |
| Cyfrowy Polsat   | trzymaj      | trzymaj                 | 26,30 PLN     | 2020-09-02   |
| Grupa Azoty      | trzymaj      | trzymaj                 | 25,83 PLN     | 2020-09-02   |
| Grupa Kęty       | trzymaj      | trzymaj                 | 465,74 PLN    | 2020-09-02   |
| JSW              | trzymaj      | trzymaj                 | 15,82 PLN     | 2020-09-02   |
| Komercni Banka   | akumuluj     | kupuj                   | 618,97 CZK    | 2020-09-02   |
| Lotos            | akumuluj     | trzymaj                 | 47,09 PLN     | 2020-09-02   |
| MOL              | kupuj        | kupuj                   | 1976,00 HUF   | 2020-09-02   |
| OTP Bank         | akumuluj     | trzymaj                 | 11039,00 HUF  | 2020-09-02   |
| PGNiG            | akumuluj     | kupuj                   | 5,94 PLN      | 2020-09-02   |
| PKN Orlen        | trzymaj      | trzymaj                 | 56,37 PLN     | 2020-09-02   |
| PKP Cargo        | trzymaj      | redukuj                 | 12,80 PLN     | 2020-09-02   |
| Ten Square Games | akumuluj     | akumuluj                | 623,00 PLN    | 2020-09-02   |

## Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

| Spółka                | Rekomendacja | Poprzednia rekomendacja | Cena docelowa | Data wydania |
|-----------------------|--------------|-------------------------|---------------|--------------|
| Asseco Poland         | akumuluj     | trzymaj                 | 68,39 PLN     | 2020-08-04   |
| Asseco SEE            | przeważaj    | przeważaj               | - -           | 2020-08-07   |
| Cognor                | kupuj        | trzymaj                 | 1,98 PLN      | 2020-08-04   |
| Erste Group           | kupuj        | kupuj                   | 26,00 EUR     | 2020-08-10   |
| Famur                 | kupuj        | trzymaj                 | 2,86 PLN      | 2020-08-04   |
| Forte                 | przeważaj    | przeważaj               | - -           | 2020-08-28   |
| Jeronimo Martins      | akumuluj     | trzymaj                 | 15,30 EUR     | 2020-08-04   |
| JSW                   | trzymaj      | sprzedaj                | 16,41 PLN     | 2020-08-04   |
| Komercni Banka        | kupuj        | kupuj                   | 618,97 CZK    | 2020-08-10   |
| LPP                   | akumuluj     | akumuluj                | 7900,00 PLN   | 2020-08-04   |
| MOL                   | kupuj        | akumuluj                | 2158,00 HUF   | 2020-08-04   |
| Moneta Money Bank     | kupuj        | kupuj                   | 79,68 CZK     | 2020-08-10   |
| Netia                 | trzymaj      | akumuluj                | 4,40 PLN      | 2020-08-04   |
| OTP Bank              | trzymaj      | trzymaj                 | 11039,00 HUF  | 2020-08-10   |
| PGNiG                 | kupuj        | kupuj                   | 5,94 PLN      | 2020-08-04   |
| Play                  | akumuluj     | kupuj                   | 35,70 PLN     | 2020-08-04   |
| PlayWay               | akumuluj     | -                       | 549,00 PLN    | 2020-08-25   |
| RBI                   | kupuj        | akumuluj                | 17,67 EUR     | 2020-08-10   |
| Santander Bank Polska | kupuj        | trzymaj                 | 179,37 PLN    | 2020-08-04   |
| Stalprodukt           | kupuj        | -                       | 336,15 PLN    | 2020-08-07   |
| Sygnity               | kupuj        | -                       | 10,70 PLN     | 2020-09-01   |

## Statystyki rekomendacji

| Rodzaj rekomendacji | Wszystkie |         | Dla emitentów związanych z Biurem maklerskim mBanku |         |
|---------------------|-----------|---------|-----------------------------------------------------|---------|
|                     | Liczba    | Procent | Liczba                                              | Procent |
| sprzedaj            | 2         | 3,1%    | 1                                                   | 4,5%    |
| redukuj             | 1         | 1,5%    | 0                                                   | 0,0%    |
| niedoważaj          | 2         | 3,1%    | 1                                                   | 4,5%    |
| trzymaj             | 20        | 30,8%   | 7                                                   | 31,8%   |
| równoważ            | 8         | 12,3%   | 0                                                   | 0,0%    |
| akumuluj            | 11        | 16,9%   | 3                                                   | 13,6%   |
| kupuj               | 16        | 24,6%   | 8                                                   | 36,4%   |
| przeważaj           | 5         | 7,7%    | 2                                                   | 9,1%    |

**Kalendarium wydarzeń**

| <b>Data</b>  | <b>Spółka</b>          | <b>Wydarzenie</b>                                                                                              |
|--------------|------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 3 wrz        | <b>Atal</b>            | Publikacja wyników za 2Q'20                                                                                    |
| 3 wrz        | <b>CD Projekt</b>      | Publikacja wyników za 2Q'20                                                                                    |
| 3 wrz        | <b>Enea</b>            | Publikacja wyników za 2Q'20                                                                                    |
| 3 wrz        | <b>Erbud</b>           | Publikacja wyników za 2Q'20                                                                                    |
| 4 wrz 12:00  | <b>CD Projekt</b>      | Telekonferencja z Zarządem (wymagana rejestracja)                                                              |
| 4 wrz        | <b>Torpol</b>          | Publikacja wyników za 2Q'20                                                                                    |
| 4 wrz 12:00  | <b>Enea</b>            | Telekonferencja z Zarządem ( <a href="https://media.enea.pl/transmisja">https://media.enea.pl/transmisja</a> ) |
| 8 wrz        | <b>Ciech</b>           | Publikacja wyników za 2Q'20                                                                                    |
| 8 wrz        | <b>Develia</b>         | Publikacja wyników za 2Q'20                                                                                    |
| 9 wrz        | <b>CCC</b>             | Publikacja wyników za 2Q'20                                                                                    |
| 9 wrz 10:00  | <b>Ciech</b>           | Telekonferencja z Zarządem                                                                                     |
| 10 wrz       | <b>PZU</b>             | Publikacja wyników za 2Q'20                                                                                    |
| 10 wrz 11:30 | <b>Aparator</b>        | Telekonferencja z Zarządem (CC Group)                                                                          |
| 10 wrz       | <b>Grupa Azoty</b>     | Publikacja wyników za 2Q'20                                                                                    |
| 15 wrz       | <b>PGE</b>             | Publikacja wyników za 2Q'20                                                                                    |
| 15 wrz       | <b>Atende</b>          | Publikacja wyników za 2Q'20                                                                                    |
| 15 wrz       | <b>Mangata</b>         | Publikacja wyników za 2Q'20                                                                                    |
| 16 wrz       | <b>Trakcja PRKII</b>   | Publikacja wyników za 2Q'20                                                                                    |
| 17 wrz       | <b>Archicom</b>        | Publikacja wyników za 2Q'20                                                                                    |
| 18 wrz       | <b>Pozbud</b>          | Publikacja wyników za 2Q'20                                                                                    |
| 18 wrz       | <b>Amica</b>           | Publikacja wyników za 2Q'20                                                                                    |
| 21 wrz       | <b>Kruszwica</b>       | Publikacja wyników za 2Q'20                                                                                    |
| 23 wrz       | <b>Echo Investment</b> | Publikacja wyników za 2Q'20                                                                                    |
| 23 wrz       | <b>TIM</b>             | Publikacja wyników za 2Q'20                                                                                    |
| 25 wrz       | <b>Amica</b>           | Publikacja wyników za 2Q'20                                                                                    |
| 25 wrz       | <b>Boryszew</b>        | Publikacja wyników za 2Q'20                                                                                    |
| 30 wrz       | <b>Ailleron</b>        | Publikacja wyników za 2Q'20                                                                                    |
| 30 wrz       | <b>Alumetal</b>        | Publikacja wyników za 2Q'20                                                                                    |
| 30 wrz       | <b>Elektrobudowa</b>   | Publikacja wyników za 2Q'20                                                                                    |

## Makroekonomia

### Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż i produkcja przemysłowa w zasadzie wyrównują już poziomy (strumieni) z lutego, czyli sprzed pandemii. Recesje w tych sektorach już się skończyły. Cała gospodarka nie będzie miała jednak V-kształtnej trajektorii. Nadal obstawiamy (lustrzany) pierwiastek. Dlaczego? Usługi wstają na nogi zdecydowanie wolniej, inwestycje publiczne i prywatne również będą w tym roku hamulcem. Inwestycje prywatne odżyją w tym cyklu najpóźniej. Odczyt sprzedaży detalicznej jest zdecydowanie wyższy od oczekiwań rynkowych. I – nie wchodząc nadmiernie w szczegóły – przedstawia w zasadzie identyczną trajektorię jak produkcja przemysłowa. Co ciągnie sprzedaż? Zdecydowanie jest to naszym zdaniem odłożony popyt oraz żywność, będąca niejako (prawdopodobnie) odzwierciedleniem skumulowania wakacji w kraju. Szybki rzut oka na kategorie wskazuje, że te, które charakteryzowały się do tej pory ujemną dynamiką roczną, przyspieszyły w lipcu. Te, które wcześniej przekroczyły poziomy sprzed roku ustabilizowały się w wysokich wzrostach (meble, RTV, AGD) lub nieco oklapły (prasa). Sprzedaż samochodów jest w zasadzie już na poziomie ubiegłego roku. Potencjał do dalszych, automatycznych wzrostów sprzedaży jest niewielki. Dynamika funduszu płac znacząco zwolniła, co powinno obniżyć trend wzrostu zakupów konsumpcyjnych. Z drugiej strony należałoby też oczekiwać, że powolny restart usług przynajmniej częściowo zmniejszy popyt na towary, które konsumenci będą absorbować w innej postaci. Rosnąca liczba zachorowań sugeruje, że może nastąpić nawet niewielki regres z wydatkach na towary i usługi. Optymizm konsumentów nieco oklapł w sierpniu, tym niemniej nadal perspektywy dokonywania ważnych zakupów znajdują się na ścieżce wzrostowej.

Dlaczego trajektoria PKB nie będzie V-kształtna? Wątek usług rynkowych jest oczywisty i był poruszany wielokrotnie. Dane o produkcji budowlano-montażowej odsłoniły problem inwestycyjny. Produkcja budowlano-montażowa była w lipcu o 10,9% niższa niż w analogicznym miesiącu ubiegłego roku. Najbardziej ucierpiała budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej (-16,9%). Wygląda na to, że zakończenie inwestycji publicznych nakłada się na wstrzymanie prywatnego cyklu inwestycyjnego. W perspektywie nie widzimy możliwości szybkiego odbicia obu kategorii inwestycji, choć inwestycje publiczne będą solidnie wsparte przez "wykańczanie" perspektywy budżetowej, a w dalszej części roku środki z Next Generation EU. To jednak historia na 2021 rok. W międzyczasie obie kategorie inwestycji będą hamulcem dla PKB i jednocześnie przyczyną innej trajektorii PKB niż ta, którą wykazały sprzedaż i produkcja. W całym PKB to będzie (odwrócony) pierwiastek. Po fazie błyskawicznego nadrobienia w Q2/Q3 ożywienie zwolni i poziomy PKB z końca 2019 roku osiągnięte zostaną dopiero w roku 2021.

### Produkcja przemysłowa

Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła 1,1% r/r, zaś ceny producentów spadły o -0,6%. Produkcji brakuje już tylko 3,5% do poziomu z lutego. Z kolei ceny producentów – bez kontynuacji szoku walutowego – spadły w ujęciu bazowym ponownie na terytorium deflacyjne. Wzrost produkcji przemysłowej należy uznać za spory, szczególnie biorąc pod uwagę mniej sprzyjające efekty statystyczne (niewielka baza statystyczna z lipca ubiegłego roku, mniej sprzyjająca w ujęciu rocznym różnica dni roboczych: 0 vs +2 przed miesiącem). Przewyciężenie efektów statystycznych to silny sygnał, że produkcja nadrabia stracone zamówienia i w zasadzie jej siłą napędową jest wciąż do samo: odłożony popyt. W najbliższych miesiącach przyrosty produkcji będą się normalizować i w coraz większym stopniu odzwierciedlać naturalne wahania przede wszystkim dni roboczych i baz

statystycznych. Produkcji brakuje już tylko 3,5% do strumienia (realnego) odnotowanego w lutym. Odnosimy się tu do indeksu odsezonowanego. Gdyby pokusić się o wyliczenie odchylenia względem krótkoterminowego trendu, należałoby mniej więcej podwoić ten szacunek do 7%. Nie zmienia to oczywiście konstatacji, że w produkcji mamy do czynienia z odbiciem typu "V". W dalszym ciągu jednak twierdzimy, że ożywienie łącznej miary aktywności gospodarczej w postaci PKB będzie bardziej zbliżone w perspektywie roku do formy pierwiastka, głównie ze względu na bardzo kiepskie perspektywy inwestycji prywatnych oraz póki co trwały ubytek strumienia produkcji w części usług.

Ceny producentów ruszają się w ostatnim czasie głównie w rytmie wahań cen surowców. Widać to jak na dłoni w kategorii "koks i produkty rafinacji ropy naftowej": 16% wzrost w skali miesiąca w czerwcu został poprawiony w lipcu o kolejne 5%. Z kolei ceny przetwórstwa przemysłowego w ujęciu bazowym – czyli po wyłączeniu bezpośrednich efektów zmian cen surowców – zatrzymała się, a nawet wrzuciła wsteczny. Kurs walutowy jest bardzo silną determinantą dla cen produkcji przemysłowej w ujęciu bazowym. Od wielu lat argumentujemy, że zerwanie z równowagą deflacyjną w obliczu silnej konkurencji na rynku wymaga szoku, który dotyka w bardzo podobnym stopniu wszystkich graczy. Taki charakter ma szok kursowy. I zobaczyliśmy działanie tego szoku w praktyce: w sercu recesji (czyli w kwietniu) bazowe ceny producentów notowały najsilniejsze wzrosty. Uspokojenie sytuacji na rynku walutowym natychmiastowo zdusiło presję inflacyjną. W perspektywie kolejnych kwartałów deflacji cen producentów w ujęciu bazowym będą towarzyszyły wreszcie spadki inflacji bazowej dla konsumentów (tu powinny stabilizować się głównie ceny usług). To powinno utwierdzać uczestników rynku w przekonaniu istnienia silnej presji dezinflacyjnej.

### Rynek pracy

Zatrudnienie w lipcu spadło o 2,3% r/r, a skala tego spadku jest mniejsza niż oczekiwaliśmy (-3% r/r, konsensus: -3,1% r/r). Wzrost przeciętnego wynagrodzenia w lipcu był natomiast dokładnie zgodnie z naszymi prognozami 3,8% r/r (konsensus: 2,9% r/r). Taki wynik zatrudnienia oznacza poprawę zatrudnienia o 1,1% m/m. Od czerwca zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw zwiększyło się o 66,2 tys. etatów. Główną rolę, naszym zdaniem, odgrywały powroty do pełnego wymiaru etatu oraz powroty z zasiłków opiekuńczych i bezpłatnych urlopów. Komunikat GUS mówi też o nowych przyjęciach do pracy. Z jednej strony obserwujemy powrót zatrudnienia (w firmach >9 osób), stabilizację w zakresie liczby cudzoziemców ubezpieczonych w ZUS (i liczby ubezpieczonych ogółem), dość spójne z liczbami dot. pracujących zmiany stopy bezrobocia (oczywiście w kwestii samej skali wzrostów bezrobocia i spadku pracujących). Zmniejszają się obawy o utratę pracy wśród konsumentów. Z drugiej strony należy sobie zdawać sprawę, że powrót zatrudnienia dotyczy (zapewne – choć to całkiem bezpieczna teza nawet bez danych) głównie osób, które z obiektywnych przyczyn korzystały z możliwości pozostania w domu (świadczenia opiekuńcze) lub zostały wysłane na postojowe przez zakłady pracy. Od tego zjawiska do całkowitego powrotu do normalności i przywrócenia do pracy faktycznie zwolnionych osób jeszcze daleka droga i może być ona całkiem wyboista (część sektorów będzie odbudowywać się latami). Gdzieś w tle przewijają się informacje prasowe o dużych zwolnieniach w różnych firmach – na podstawie dostępnych danych nie potrafimy się ustosunkować, czy zwolnień na obecnym etapie znacząco przybywa, czy to tylko przynagający czy efekt nagłówków, a w gruncie rzeczy proces toczy się na małych liczbach. Tego nie wiemy. Nie znamy też efektów zakończenia odroczenia płatności składek



ZUS. W zasadzie dopiero w sierpniu firmy korzystające z ulgi będą je płacić (z wyrównaniem wstecznym). Do sierpnia poczekalibyśmy też z falsyfikacją tezy o wpływie dłuższych okresów wypowiedzeń na względną stabilizację zatrudnienia. Oczywiście problemem na przyszły rok są także zwolnienia po okresie chomikowania pracy podyktowanego konstrukcją pomocy PFR. Przypominamy, że utrzymanie zatrudnienia jest warunkiem koniecznym zamiany części zwrotnej pomocy w dotację. Myślmy jednak, że do tego czasu gospodarka rozpędzi się na tyle, że ewentualne zwolnienia dużo łatwiej zaabsorbują się pomiędzy sektorami i wpływ na całkowite zatrudnienie będzie niewielki. Reasumując, wyniki rynku pracy po stronie zatrudnienia mieszczą się w przedziale oczekiwań. Nie występują efekty, które jakościowo by nas zaskakiwały. Kluczowe dla dalszego rozwoju rynku pracy (bo w sierpniu, wraz z wygaśnięciem zasiłków opiekuńczych znów pewnie będzie skok zatrudnienia) są wzrosty liczby pracujących. Pod tym kątem będziemy monitorować także sierpniowe dane. Przeciętne wynagrodzenia przyspieszyły do 3,8% z 3,6% przed miesiącem. Powroty do pracy po tymczasowych nieobecnościach (postojowe i zasiłki opiekuńcze) i zwiększanie wymiaru etatów nie odbijają się tak na wynagrodzeniach jak na zatrudnieniu. Jest to kiepski prognostyk na przyszłe tempo wzrostu wynagrodzeń i cały fundusz pracy. Od dłuższego czasu podkreślamy, że obecny boom konsumpcyjny to w dużej mierze nadrabianie odłożonym popytem, efekty dodatkowych transferów społecznych i kumulacji popytu w kraju. Kolejne miesiące będą pod tym względem bardziej wymagające.

## Inflacja

Odczyt lipcowej inflacji uplasował się ostatecznie poniżej rynkowego konsensusu (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. W drugim odczycie GUS zrewidował ceny energii (zamiast -0,1% m/m jest -0,6% m/m). Obecnie nieco bardziej przystają one do realiów. Wygląda na to, że wcześniej nie zostały uwzględnione obniżki cen gazu. Obniżka cen gazu została w dużej części zniwelowana podwyżką VAT na drewno opałowe. Zgodnie z oczekiwaniami zachowały się też ceny paliw, a odnotowany wzrost miesięczny to 2,3%. Wylczenie z odczytu to jedno, a powody to drugie. Co powoduje, że inflacja bazowa rośnie? Wygląda na to, że zaskoczenie wygenerowane przez inflację bazową nie ma jednego powodu, lecz wynika z szeregu mniejszych zaskoczeń, które można przypisać do kategorii tymczasowych lub jednorazowych. Kompozycja wygląda tym samym lepiej niż sądziliśmy, bo jest nieco bardziej intuicyjna. W szczególności dotyczy to wygasania wzrostów w łączności, rekreacji i kulturze (klasyczne, garbate ścieżki m/m). Wysokie dynamiki (ale podobne jak w czerwcu) w restauracjach i hotelach nas nie dziwią (zmasowane wakacje w kraju). Kategoria "inne" została podciągnięta w górę przez ubezpieczenia, czyli to również dość standardowy element zaskoczenia (zdarzają się w obie strony). Wystąpiła nieco mniejsza skala obniżek cen odzieży i obuwia, ale to mieści się w przedziale zaskoczeń tych kategorii. Reasumując, inflacja pozostaje podwyższona, a inflacja bazowa rośnie. Kompozycja tej drugiej nie falsyfikuje jednak scenariusza rychłego wejścia tej kategorii w trajektorię spadkową i znaczącego obniżenia całego wskaźnika inflacji w 2021 roku.

## Budżet

Rada Ministrów przyjęła projekt ustawy budżetowej na 2021 rok. Zakłada on dochody budżetu państwa na poziomie 403,7 mld PLN i wydatki w kwocie 486 mld PLN. Przekłada się to na 82,3 mld PLN deficytu budżetu państwa, co oznacza kolejny rok z wysokim deficytem - procedowana obecnie nowelizacja ustawy budżetowej na 2020 rok zakłada 109,3 mld deficytu. Dochody budżetu państwa mają nieznacznie wzrosnąć w porównaniu do znowelizowanych wartości na ten rok (wzrost z 398,7 mld PLN do 403,7 mld PLN czyli o 1,3%). Pozostaną jednak poniżej pierwotnie planowanych wartości na 2020 rok (przed nowelizacją planowano 435 mld PLN dochodów budżetowych - to oznacza spadek o 7,3%). Z tytułu podatku od towarów i usług założono 181 mld PLN (wzrost o 6,5% od znowelizowanej wartości 170 mld PLN na 2020), akcyza ma przynieść 71 mld PLN (+4,8% r/r), podatek od osób prawnych 36,9 mld PLN (spadek o 4,2% r/r z 38,5 mld PLN - tu rzutować może planowany tzw. estoński CIT), a dochody z podatku od osób fizycznych założono na poziomie 68,1 mld PLN (+6,2% r/r). Ponadto założono wpływy z tytułu podatku od sprzedaży detalicznej w kwocie 1,5 mld PLN (brak w obecnym budżecie), przychody z aukcji częstotliwości 5G na poziomie 1,9 mld PLN i wpłatę z zysku NBP w wys. 1,3 mld PLN. Nie uwzględniono natomiast wpływów z OFE (choć jak podkreślał premier jest to kwestia, która pozostaje na agendzie), brak również ewentualnego wpływu zniesienia limitu 30-krotności składek ZUS (zgodnie z deklaracjami z konferencji nie ma też obecnie takich planów).

Wydatki budżetu państwa mają wynieść 486 mld PLN. Będą więc niższe od zakładanych na 2020 rok 508 mld PLN o 4,3% (choć istotnie wyższe od pierwotnie planowanych na 2020 rok 435 mld PLN). Jak podkreślano na konferencji na przyszły rok nie jest planowane zwiększanie wydatków Funduszu Przeciwdziałania COVID-19. Deficyt budżetu państwa ma wynieść 82,3 mld PLN, czyli 3,5% PKB (w porównaniu do obecnie zakładanego 4,9% na 2020 rok). Wczorajsza konferencja przyniosła również potwierdzenie, że wydatki z tzw. tarczy PFR wliczane będą do deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych. W związku z tym deficyt general government w 2020 r. wyniesie 12% PKB, a na 2021 rok planowany jest deficyt w wysokości 6% PKB. Dług sektora gg szacowany jest na 62,2% PKB na koniec 2020 r. i 64,7% na koniec 2021 roku. Budżet na 2021 planowany jest m.in. w oparciu o założenia 4% wzrostu PKB w 2021 r, czy średniorocznej inflacji w wysokości 1,8%. Prognozy wzrostu nie odbiegają istotnie od rynkowych szacunków - my prognozujemy wzrost o 4,6% w 2021 r, ale przy założeniu mniejszego tapnięcia w 2020.

## mBank Research

(M. Mazurek, M. Zdrolik, I. Łapkiewicz, A. Bała)  
[research@mbank.pl](mailto:research@mbank.pl)

## Finanse

## Alior Bank

## trzymaj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Znaczące odpisy spowodowały przecenę walorów Alior Banku chociaż jej niska skala (-4% w 1M) może zaskakiwać. Cały czas podkreślamy, 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. Dodatkowo dziwić może tak dogłębne czyszczenie ksiąg banku w 2Q włączając w to odpis wartości Meritum Banku, który został przejęty 5 lat temu. Uważamy, że wezwanie na akcje Aliora przez PZU lub Pekao jest całkiem realne (pisaliśmy o tym już w kwietniu w raporcie o PZU) szczególnie, że PZU odpisało cały goodwill i markę Aliora. Pomijając znaczący odpis w 2Q, pozostałe składowe wyników również lekko negatywnie zaskoczyły co ukazuje coraz trudniejszą sytuację banku w drodze do odzyskania rentowności. W oczekiwaniu na zmiany w segmencie bankowym zapowiedzianym przez PZU pozostawiamy naszą rekomendację trzymaj dla banku.

Cena bieżąca

13,69 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

14,98 PLN

+9,4%

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

| Podstawowe dane    |              |                 | ALR PW       | vs. WIG |
|--------------------|--------------|-----------------|--------------|---------|
| Ticker             | ALR PW       | Zmiana 1M       | -6,1%        | -7,1%   |
| ISIN               | PLALIOR00045 | Zmiana YTD      | -52,3%       | -40,3%  |
| Liczba akcji (mln) | 129,3        | Średni obrót 1M | 5,4 mln PLN  |         |
| MC (mln PLN)       | 1 769,5      | Średni obrót 6M | 13,6 mln PLN |         |
|                    |              | P/E 12M fwd     | 56,2         | +353,4% |
| Free float         | 74,8%        | P/E 5Y avg      | 12,4         | 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      |
| <b>Zysk netto</b> | <b>713</b> | <b>253</b> | <b>-89</b>  | <b>203</b>  | <b>384</b>  |
| P/E               | 2,6        | 7,5        | -           | 9,3         | 4,9         |
| P/BV              | 0,3        | 0,3        | 0,3         | 0,3         | 0,2         |
| 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%        |
| <b>Zysk netto</b> |            |            | <b>0,0%</b> | <b>0,0%</b> | <b>0,0%</b> |

## 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          |
| <b>Wynik pozaodsetkowy</b> | <b>1 039</b> | <b>959</b>   | <b>878</b>   | <b>903</b>   | <b>946</b>   |
| <b>WNDB</b>                | <b>4 124</b> | <b>4 140</b> | <b>3 617</b> | <b>3 505</b> | <b>3 718</b> |
| Koszty operacyjne          | 1 847        | 1 705        | 1 685        | 1 649        | 1 650        |
| <b>Zysk operacyjny</b>     | <b>2 277</b> | <b>2 164</b> | <b>1 933</b> | <b>1 856</b> | <b>2 068</b> |
| Saldo rezerw               | 1 080        | 1 443        | 1 774        | 1 328        | 1 298        |
| Udział w jednostkach zał   | 0            | 0            | 0            | 1            | 2            |
| <b>Wynik brutto</b>        | <b>1 196</b> | <b>721</b>   | <b>159</b>   | <b>528</b>   | <b>770</b>   |
| Podatek                    | 275          | 242          | 33           | 111          | 162          |
| Zyski mniejszościowych     | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Podatek bankowy            | 208          | 226          | 215          | 214          | 224          |
| <b>Zysk netto</b>          | <b>713</b>   | <b>253</b>   | <b>-89</b>   | <b>203</b>   | <b>384</b>   |

## Bilans

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

## 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%         |
| <b>Wartość godziwa</b>                | <b>4 437</b> | <b>100%</b> |
| Liczba akcji (mln)                    | 129          |             |
| Koszt kapitału                        | 8,5%         |             |
| <b>Wartość godziwa na akcję (PLN)</b> | <b>34,33</b> |             |
| <b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>      | <b>36,52</b> |             |

## 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%        |
| <b>Wartość godziwa</b>                | <b>4 260</b> | <b>100%</b> |
| Liczba akcji (mln)                    | 129          |             |
| Koszt kapitału                        | 8,5%         |             |
| <b>Wartość godziwa na akcję (PLN)</b> | <b>32,96</b> |             |
| <b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>      | <b>35,06</b> |             |

## Podsumowanie wyceny

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

## Handlowy trzymaj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 [michal.konarski@mbank.pl](mailto: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 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 zakładamy, że BHW wypłaci dywidendy z zysku niepodzielonego z lat ubiegłych, co poprawia wycenę.

|                      |           |                         |
|----------------------|-----------|-------------------------|
| <b>Cena bieżąca</b>  | 35,70 PLN | <b>potencjał zmiany</b> |
| <b>Cena docelowa</b> | 37,64 PLN | +5,4%                   |

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

| Podstawowe dane    |              |                 | BHW PW      | vs. WIG |
|--------------------|--------------|-----------------|-------------|---------|
| Ticker             | BHW PW       | Zmiana 1M       | -2,3%       | -3,3%   |
| ISIN               | PLBH00000012 | Zmiana YTD      | -31,1%      | -19,2%  |
| Liczba akcji (mln) | 130,7        | Średni obrót 1M | 0,7 mln PLN |         |
| MC (mln PLN)       | 4 664,5      | Średni obrót 6M | 1,9 mln PLN |         |
|                    |              | P/E 12M fwd     | 14,8        | +2,9%   |
| 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       |
| <b>Zysk netto</b> | <b>639</b> | <b>487</b>  | <b>226</b>  | <b>296</b>  | <b>419</b> |
| P/E               | 7,2        | 9,5         | 20,5        | 15,6        | 11,0       |
| P/BV              | 0,7        | 0,7         | 0,6         | 0,6         | 0,6        |
| ROE               | 9,1%       | 6,9%        | 3,1%        | 4,1%        | 5,8%       |
| DPS               | 4,10       | 3,74        | 0,00        | 2,55        | 3,57       |
| DYield            | 11,5%      | 10,5%       | 0,0%        | 7,1%        | 10,0%      |
| 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%        |            |
| <b>Zysk netto</b> |            | <b>0,0%</b> | <b>0,0%</b> | <b>0,0%</b> |            |

### 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           |
| <b>Wynik pozaodsetkowy</b> | <b>1 052</b> | <b>1 102</b> | <b>1 112</b> | <b>1 144</b> | <b>1 185</b> |
| <b>WNDB</b>                | <b>2 159</b> | <b>2 256</b> | <b>2 126</b> | <b>2 007</b> | <b>2 124</b> |
| Koszty operacyjne          | 1 180        | 1 254        | 1 246        | 1 264        | 1 295        |
| <b>Zysk operacyjny</b>     | <b>980</b>   | <b>1 002</b> | <b>879</b>   | <b>743</b>   | <b>829</b>   |
| Saldo rezerw               | 64           | 238          | 432          | 201          | 124          |
| Udział w jednostkach zał   | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Wynik brutto</b>        | <b>916</b>   | <b>764</b>   | <b>447</b>   | <b>543</b>   | <b>704</b>   |
| Podatek                    | 190          | 180          | 101          | 122          | 158          |
| Zyski mniejszościowych     | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Podatek bankowy            | 87           | 98           | 121          | 124          | 127          |
| <b>Zysk netto</b>          | <b>639</b>   | <b>487</b>   | <b>226</b>   | <b>296</b>   | <b>419</b>   |

### 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%          |
| <b>Wartość godziwa</b>                | <b>6 315</b> | <b>100%</b> |
| Liczba akcji (mln)                    | 131          |             |
| Koszt kapitału                        | 8,5%         |             |
| <b>Wartość godziwa na akcję (PLN)</b> | <b>48,33</b> |             |
| <b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>      | <b>51,41</b> |             |

### 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%         |
| <b>Wartość godziwa</b>                | <b>6 038</b> | <b>100%</b> |
| Liczba akcji (mln)                    | 131          |             |
| Koszt kapitału                        | 8,5%         |             |
| <b>Wartość godziwa na akcję (PLN)</b> | <b>46,21</b> |             |
| <b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>      | <b>49,16</b> |             |

### Podsumowanie wyceny

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

## ING BSK sprzedaj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

ING BSK pozostaje jednym z najdroższych banków w regionie z wyceną 2021 P/BV na poziomie 1,1x. Wysoka wycena utrzymuje się pomimo oczekiwanego przez nas spadku ROE do 5,9% w 2020, 6,7% w 2021 i 8,5% w 2022 roku. Wyniki 2Q'20 w ING były obiecujące chociaż skala przebiccia konsensusu była niższa niż u konkurencji. Po stronie przychodowej ING idzie zgodnie z naszymi oczekiwaniami oraz znacząco lepiej po stronie salda rezerw. Zarząd ING pozostaje sceptyczny odnośnie 2H'20 chociaż nie można wykluczyć podwyżek prognoz dla banku, jeśli koszt ryzyka będzie do utrzymania. Pozostawiamy bez zmian naszą negatywną rekomendację sprzedaj dla ING. Uważamy, że bank którego wyniki zostaną równie dotknięte przez pandemię jak sektor (-50% w 2020) nie zasługuje na tak istotną premię do całego sektora banków w CEE. Uważamy, że tak istotna premia nie jest zasługą ponadprzeciętnych wyników a między innym bardzo niskiej płynności banku oraz realnego free-floatu.

Cena bieżąca

133,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

117,78 PLN

-11,6%

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

| Podstawowe dane    |              |                 | ING PW      | vs. WIG |
|--------------------|--------------|-----------------|-------------|---------|
| Ticker             | ING PW       | Zmiana 1M       | +0,9%       | -0,0%   |
| ISIN               | PLBSK0000017 | Zmiana YTD      | -33,0%      | -21,0%  |
| Liczba akcji (mln) | 130,1        | Średni obrót 1M | 1,2 mln PLN |         |
| MC (mln PLN)       | 17 329,3     | Średni obrót 6M | 2,4 mln PLN |         |
|                    |              | P/E 12M fwd     | 15,6        | +1,5%   |
| Free float         | 25,0%        | P/E 5Y avg      | 15,4        | premia  |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)        | 2018   | 2019   | 2020P  | 2021P  | 2022P  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Wynik odsetkowy  | 3 760  | 4 294  | 4 388  | 4 344  | 4 521  |
| WNDB             | 5 233  | 5 790  | 5 934  | 5 927  | 6 166  |
| Koszty           | -2 327 | -2 497 | -2 671 | -2 746 | -2 826 |
| Saldo rezerw     | -501   | -606   | -1 483 | -1 174 | -860   |
| Zysk netto       | 1 526  | 1 659  | 915    | 1 076  | 1 423  |
| P/E              | 11,4   | 10,5   | 19,0   | 16,2   | 12,2   |
| 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%   | 2,6%   | 0,0%   | 2,6%   | 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           |
| <b>Wynik pozaodsetkowy</b> | <b>1 473</b> | <b>1 496</b> | <b>1 546</b> | <b>1 582</b> | <b>1 645</b> |
| <b>WNDB</b>                | <b>5 233</b> | <b>5 790</b> | <b>5 934</b> | <b>5 927</b> | <b>6 166</b> |
| Koszty operacyjne          | 2 327        | 2 497        | 2 671        | 2 746        | 2 826        |
| <b>Zysk operacyjny</b>     | <b>2 906</b> | <b>3 292</b> | <b>3 263</b> | <b>3 181</b> | <b>3 340</b> |
| Saldo rezerw               | 501          | 606          | 1 483        | 1 174        | 860          |
| Udział w jednostkach zał   | 0            | 7            | 17           | 17           | 17           |
| <b>Wynik brutto</b>        | <b>2 405</b> | <b>2 694</b> | <b>1 798</b> | <b>2 024</b> | <b>2 497</b> |
| Podatek                    | 507          | 599          | 403          | 453          | 559          |
| Zyski mniejszościowych     | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Podatek bankowy            | 372          | 436          | 480          | 495          | 515          |
| <b>Zysk netto</b>          | <b>1 526</b> | <b>1 659</b> | <b>915</b>   | <b>1 076</b> | <b>1 423</b> |

### 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%         |
| <b>Wartość godziwa</b>                | <b>20 553</b> | <b>100%</b> |
| Liczba akcji (mln)                    | 130           |             |
| Koszt kapitału                        | 8,5%          |             |
| <b>Wartość godziwa na akcję (PLN)</b> | <b>157,98</b> |             |
| <b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>      | <b>168,05</b> |             |

### 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%          |
| <b>Wartość godziwa</b>                | <b>19 772</b> | <b>100%</b> |
| Liczba akcji (mln)                    | 130           |             |
| Koszt kapitału                        | 8,5%          |             |
| <b>Wartość godziwa na akcję (PLN)</b> | <b>151,98</b> |             |
| <b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>      | <b>161,66</b> |             |

### 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%          |
| <b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b> |      | <b>117,78</b> |

## Millennium kupuj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 [michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)

Bank Millennium w 2Q'20 przedstawił solidny zestaw liczb oraz 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. 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 będą powtarzalne, 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.

|                      |          |                         |
|----------------------|----------|-------------------------|
| <b>Cena bieżąca</b>  | 2,91 PLN | <b>potencjał zmiany</b> |
| <b>Cena docelowa</b> | 3,72 PLN | <b>+27,8%</b>           |

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

| Podstawowe dane    |              | MIL PW          | vs. WIG       |
|--------------------|--------------|-----------------|---------------|
| Ticker             | MIL PW       | Zmiana 1M       | +2,5% +1,5%   |
| ISIN               | PLBIG0000016 | Zmiana YTD      | -50,3% -38,3% |
| Liczba akcji (mln) | 1 213,1      | Średni obrót 1M | 3,4 mln PLN   |
| MC (mln PLN)       | 3 530,2      | Średni obrót 6M | 9,8 mln PLN   |
|                    |              | P/E 12M fwd     | 6,9 -39,7%    |
| Free float         | 50,0%        | P/E 5Y avg      | 11,5 dyskonto |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)         | 2018       | 2019        | 2020P       | 2021P       | 2022P      |
|-------------------|------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| Wynik odsetkowy   | 1 817      | 2 437       | 2 460       | 2 410       | 2 576      |
| WNDB              | 2 778      | 3 552       | 3 633       | 3 564       | 3 779      |
| Koszty            | 1 332      | -1 842      | -1 927      | -1 875      | -1 867     |
| Saldo rezerw      | -222       | -627        | -1 153      | -1 002      | -1 164     |
| <b>Zysk netto</b> | <b>761</b> | <b>561</b>  | <b>158</b>  | <b>259</b>  | <b>303</b> |
| P/E               | 4,6        | 6,3         | 22,3        | 13,7        | 11,7       |
| 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%        |            |
| <b>Zysk netto</b> |            | <b>0,0%</b> | <b>0,0%</b> | <b>0,0%</b> |            |

### 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          |
| <b>Wynik pozaodsetkowy</b> | <b>960</b>   | <b>1 115</b> | <b>1 173</b> | <b>1 155</b> | <b>1 203</b> |
| <b>WNDB</b>                | <b>2 778</b> | <b>3 552</b> | <b>3 633</b> | <b>3 564</b> | <b>3 779</b> |
| Koszty operacyjne          | 1 332        | 1 842        | 1 927        | 1 875        | 1 867        |
| <b>Zysk operacyjny</b>     | <b>1 445</b> | <b>1 710</b> | <b>1 707</b> | <b>1 689</b> | <b>1 912</b> |
| Saldo rezerw               | 222          | 627          | 1 153        | 1 002        | 1 164        |
| Udział w jednostkach zał   | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Wynik brutto</b>        | <b>1 223</b> | <b>1 083</b> | <b>553</b>   | <b>688</b>   | <b>748</b>   |
| Podatek                    | 264          | 275          | 119          | 148          | 161          |
| Zyski mniejszościowych     | 959          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Podatek bankowy            | 198          | 248          | 276          | 281          | 285          |
| <b>Zysk netto</b>          | <b>761</b>   | <b>561</b>   | <b>158</b>   | <b>259</b>   | <b>303</b>   |

### 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%         |
| <b>Wartość godziwa</b>                | <b>6 321</b> | <b>100%</b> |
| Liczba akcji (mln)                    | 1 213        |             |
| Koszt kapitału                        | 8,5%         |             |
| <b>Wartość godziwa na akcję (PLN)</b> | <b>5,21</b>  |             |
| <b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>      | <b>5,54</b>  |             |

### 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%         |
| <b>Wartość godziwa</b>                | <b>8 766</b> | <b>100%</b> |
| Liczba akcji (mln)                    | 1 213        |             |
| Koszt kapitału                        | 8,5%         |             |
| <b>Wartość godziwa na akcję (PLN)</b> | <b>7,23</b>  |             |
| <b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>      | <b>7,69</b>  |             |

### Podsumowanie wyceny

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



## Pekao kupuj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Od początku roku Bank Pekao jest jednym z najgorzej zachowujących się banków w indeksie. Uważamy, że jest to efekt zmian w Zarządzie, ale też spekulacji odnośnie ewentualnej konsolidacji w sektorze, której udziałowcem miałby być Bank Pekao. Notowaniom nie pomogły bardzo dobre wyniki Pekao w 2Q'20. Spółka w 2Q pobiła oczekiwania zysku netto o 32% a wyniku odsetkowego o 4%. Pomimo cięcia stóp Pekao zrealizowało 56% naszej prognozy wyniku odsetkowego i 41% zysku netto, co pozostawia jeszcze sporo miejsca na pogorszenie wyników w 2H'20. Uważamy, że Bank Pekao jest obecnie blisko naszej prognozy kosztu ryzyka na poziomie 96 p.b. Należy również pamiętać, że wyniki mogą być nadal wsparte przez zwolnienia grupowe, na które rezerwa została już utworzona w 1Q'20 oraz dalszą redukcję oddziałów. Uważamy, że ewentualna akwizycja Aliora przez Pekao powinna być postrzegana jako nie łąda okazała niż zagrożenie o czym pisaliśmy w komentarzu specjalnym w lipcu. Bank Pekao pozostaje naszym top-pick w sektorze.

Cena bieżąca

50,90 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       | +0,6%        | -0,3%    |
| ISIN               | PLPEKAO000016 | Zmiana YTD      | -49,3%       | -37,4%   |
| Liczba akcji (mln) | 262,5         | Średni obrót 1M | 32,5 mln PLN |          |
| MC (mln PLN)       | 13 359,7      | Średni obrót 6M | 74,8 mln PLN |          |
|                    |               | P/E 12M fwd     | 10,8         | -19,3%   |
| Free float         | 67,2%         | P/E 5Y avg      | 13,4         | 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              | 6,1    | 6,4    | 10,5   | 9,7    | 6,7    |
| 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           |
| <b>Wynik pozaodsetkowy</b> | <b>2 836</b> | <b>2 814</b> | <b>2 766</b> | <b>2 888</b> | <b>3 008</b> |
| <b>WNDB</b>                | <b>7 830</b> | <b>8 282</b> | <b>7 743</b> | <b>7 592</b> | <b>8 225</b> |
| Koszty operacyjne          | 3 710        | 3 992        | 3 824        | 3 768        | 3 831        |
| <b>Zysk operacyjny</b>     | <b>4 120</b> | <b>4 290</b> | <b>3 919</b> | <b>3 824</b> | <b>4 394</b> |
| Saldo rezerw               | 511          | 696          | 1 423        | 1 160        | 836          |
| Udział w jednostkach zał   | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Wynik brutto</b>        | <b>3 609</b> | <b>3 594</b> | <b>2 496</b> | <b>2 664</b> | <b>3 558</b> |
| Podatek                    | 760          | 836          | 574          | 613          | 818          |
| Zyski mniejszościowych     | -1           | -2           | -2           | -2           | -2           |
| Podatek bankowy            | 562          | 591          | 600          | 610          | 650          |
| <b>Zysk netto</b>          | <b>2 287</b> | <b>2 165</b> | <b>1 321</b> | <b>1 439</b> | <b>2 088</b> |

### 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%          |
| <b>Wartość godziwa</b>                | <b>25 039</b> | <b>100%</b> |
| Liczba akcji (mln)                    | 262           |             |
| Koszt kapitału                        | 8,5%          |             |
| <b>Wartość godziwa na akcję (PLN)</b> | <b>95,45</b>  |             |
| <b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>      | <b>101,53</b> |             |

### 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%         |
| <b>Wartość godziwa</b>                | <b>24 084</b> | <b>100%</b> |
| Liczba akcji (mln)                    | 262           |             |
| Koszt kapitału                        | 8,5%          |             |
| <b>Wartość godziwa na akcję (PLN)</b> | <b>91,76</b>  |             |
| <b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>      | <b>97,61</b>  |             |

### 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%         |
| <b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b> |      | <b>68,90</b> |

## PKO BP trzymaj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 [michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)

Kurs PKO BP zachowuje się stabilnie i nadal znajduje się blisko naszej ceny docelowej na poziomie 22,58 PLN. Sentyment nie został wsparty przez relatywnie dobre wyniki 2Q'20, które powinny przełożyć się na wyższy konsensus na cały rok. Wynik PKO BP w 1H'20 stanowi aż 71% naszej prognozy rocznej, co pozostawia miejsce na sporą deteriorację w 2H. Szczególnie pozytywnie PKO BP zaskoczyło wynikiem prowizyjnym, który był o 10% wyższy od oczekiwań rynku. Uważamy także, że pokazane saldo rezerw w 1H'20 również powinno nastrajać optymizmem. Obecnie PKO BP realizował zaledwie 34% naszej prognozy rocznej. Przypominamy, że w całym roku spodziewamy się kosztów ryzyka w okolicach 150 bps, z zaznaczeniem, że większość rezerw przypadnie na koniec roku, kiedy będą się kończyć moratoria kredytowe. Spodziewamy się, że zatrzymanie niepodzielonego zysku za 2018 i 2019, zaowocuje bardzo wysoką dywidendą w 2021 i 2022. Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację trzymaj.

|                      |           |                         |
|----------------------|-----------|-------------------------|
| <b>Cena bieżąca</b>  | 21,10 PLN | <b>potencjał zmiany</b> |
| <b>Cena docelowa</b> | 22,58 PLN | +7,0%                   |

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

| Podstawowe dane    |              |                 | PKO PW       | vs. WIG  |
|--------------------|--------------|-----------------|--------------|----------|
| Ticker             | PKO PW       | Zmiana 1M       | -3,0%        | -3,9%    |
| ISIN               | PLPKO0000016 | Zmiana YTD      | -35,9%       | -24,0%   |
| Liczba akcji (mln) | 1 250,0      | Średni obrót 1M | 37,9 mln PLN |          |
| MC (mln PLN)       | 26 375,0     | Średni obrót 6M | 81,9 mln PLN |          |
|                    |              | P/E 12M fwd     | 10,5         | -15,9%   |
| Free float         | 70,6%        | P/E 5Y avg      | 12,4         | 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       |
| <b>Zysk netto</b> | <b>3 741</b> | <b>4 031</b> | <b>1 830</b> | <b>2 455</b> | <b>3 092</b> |
| P/E               | 7,2          | 6,7          | 14,8         | 11,0         | 8,7          |
| P/BV              | 0,7          | 0,6          | 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            | 2,6%         | 6,3%         | 0,0%         | 9,8%         | 10,5%        |
| Zmiana prognoz    |              | 2020P        | 2021P        | 2022P        |              |
| Wynik odsetkowy   |              | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |              |
| Wynik prowizyjny  |              | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |              |
| Koszty razem      |              | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |              |
| Saldo rezerw      |              | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |              |
| <b>Zysk netto</b> |              | <b>0,0%</b>  | <b>0,0%</b>  | <b>0,0%</b>  |              |

### 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         |
| <b>Wynik pozaodsetkowy</b> | <b>4 307</b>  | <b>4 759</b>  | <b>4 471</b>  | <b>4 841</b>  | <b>5 155</b>  |
| <b>WNDB</b>                | <b>13 660</b> | <b>15 038</b> | <b>14 273</b> | <b>14 318</b> | <b>15 270</b> |
| Koszty operacyjne          | 6 218         | 6 967         | 6 695         | 6 867         | 7 172         |
| <b>Zysk operacyjny</b>     | <b>7 442</b>  | <b>8 071</b>  | <b>7 577</b>  | <b>7 450</b>  | <b>8 097</b>  |
| Saldo rezerw               | 1 451         | 1 261         | 3 915         | 2 958         | 2 785         |
| Udział w jedn. zal.        | 37            | 31            | 33            | 34            | 36            |
| <b>Wynik brutto</b>        | <b>6 028</b>  | <b>6 841</b>  | <b>3 695</b>  | <b>4 527</b>  | <b>5 349</b>  |
| 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         |
| <b>Zysk netto</b>          | <b>3 741</b>  | <b>4 031</b>  | <b>1 830</b>  | <b>2 455</b>  | <b>3 092</b>  |

### 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%          |
| <b>Wartość godziwa</b>                | <b>40 195</b> | <b>100%</b> |
| Liczba akcji (mln)                    | 1 250         |             |
| Koszt kapitału                        | 8,5%          |             |
| <b>Wartość godziwa na akcję (PLN)</b> | <b>32,16</b>  |             |
| <b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>      | <b>34,21</b>  |             |

### 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%         |
| <b>Wartość godziwa</b>                | <b>39 271</b> | <b>100%</b> |
| Liczba akcji (mln)                    | 1 250         |             |
| Koszt kapitału                        | 8,5%          |             |
| <b>Wartość godziwa na akcję (PLN)</b> | <b>31,42</b>  |             |
| <b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>      | <b>33,42</b>  |             |

### 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%         |
| <b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b> |      | <b>22,58</b> |

## Santander Bank Polska kupuj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj dla Santander Bank Polska. 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 obiecujących wynikach za 2Q uważamy, że wycena Santander znowu jest w atrakcyjnym punkcie.

Cena bieżąca

146,30 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

179,37 PLN

+22,6%

|          | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|----------|--------------|---------------|--------------|
| aktualna | kupuj        | 179,37 PLN    | 2020-08-04   |

| Podstawowe dane    |               |                 | SPL PW | vs. WIG      |
|--------------------|---------------|-----------------|--------|--------------|
| Ticker             | SPL PW        | Zmiana 1M       | -2,7%  | -3,7%        |
| ISIN               | PLBZ000000044 | Zmiana YTD      | -52,4% | -40,5%       |
| Liczba akcji (mln) | 102,1         | Średni obrót 1M |        | 7,5 mln PLN  |
| MC (mln PLN)       | 14 935,5      | Średni obrót 6M |        | 18,8 mln PLN |
|                    |               | P/E 12M fwd     | 12,2   | -10,2%       |
| Free float         | 31,7%         | P/E 5Y avg      | 13,6   | dyskonto     |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)        | 2018   | 2019   | 2020P  | 2021P  | 2022P  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Wynik odsetkowy  | 5 742  | 6 580  | 5 953  | 5 846  | 6 287  |
| WNDB             | 8 296  | 9 485  | 8 792  | 8 829  | 9 451  |
| Koszty           | -3 769 | -4 489 | -4 103 | -4 010 | -4 051 |
| Saldo rezerw     | -1 085 | -1 219 | -2 487 | -2 179 | -2 119 |
| Zysk netto       | 2 363  | 2 138  | 896    | 1 240  | 1 730  |
| P/E              | 6,5    | 7,2    | 17,3   | 12,5   | 9,0    |
| P/BV             | 0,6    | 0,6    | 0,6    | 0,6    | 0,5    |
| ROE              | 10,1%  | 8,5%   | 3,5%   | 4,7%   | 6,4%   |
| DPS              | 3,10   | 19,72  | 0,00   | 16,25  | 17,25  |
| DYield           | 2,1%   | 13,5%  | 0,0%   | 11,1%  | 11,8%  |
| 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            | 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          |
| <b>Wynik pozaodsetkowy</b> | <b>2 554</b> | <b>2 904</b> | <b>2 839</b> | <b>2 983</b> | <b>3 164</b> |
| <b>WNDB</b>                | <b>8 296</b> | <b>9 485</b> | <b>8 792</b> | <b>8 829</b> | <b>9 451</b> |
| Koszty operacyjne          | 3 769        | 4 489        | 4 103        | 4 010        | 4 051        |
| <b>Zysk operacyjny</b>     | <b>4 527</b> | <b>4 996</b> | <b>4 690</b> | <b>4 819</b> | <b>5 400</b> |
| Saldo rezerw               | 1 085        | 1 219        | 2 487        | 2 179        | 2 119        |
| Udział w jednostkach zał   | 63           | 67           | 67           | 67           | 67           |
| <b>Wynik brutto</b>        | <b>3 924</b> | <b>3 844</b> | <b>2 269</b> | <b>2 707</b> | <b>3 348</b> |
| Podatek                    | 727          | 800          | 477          | 568          | 703          |
| Zyski mniejszościowych     | -334         | -306         | -305         | -305         | -304         |
| Podatek bankowy            | -500         | -599         | -591         | -593         | -612         |
| <b>Zysk netto</b>          | <b>2 363</b> | <b>2 138</b> | <b>896</b>   | <b>1 240</b> | <b>1 730</b> |

### Bilans

| (mln PLN)              | 2018           | 2019           | 2020P          | 2021P          | 2022P          |
|------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Kredyty netto</b>   | <b>137 460</b> | <b>143 403</b> | <b>143 660</b> | <b>145 563</b> | <b>154 124</b> |
| Pozostałe aktywa       | 69 196         | 66 074         | 65 828         | 70 183         | 72 078         |
| <b>Aktywa razem</b>    | <b>206 656</b> | <b>209 476</b> | <b>209 488</b> | <b>215 746</b> | <b>226 202</b> |
| <b>Depozyty</b>        | <b>149 617</b> | <b>156 480</b> | <b>158 834</b> | <b>164 035</b> | <b>170 243</b> |
| Pozostałe zobowiązania | 30 445         | 26 016         | 22 790         | 23 892         | 26 619         |
| Udziały mniejszościowe | 1 564          | 1 548          | 1 535          | 1 522          | 1 510          |
| <b>Kapitały własne</b> | <b>25 031</b>  | <b>25 432</b>  | <b>26 328</b>  | <b>26 297</b>  | <b>27 830</b>  |

### 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 rezidualna                    | 1 305         | 5%          |
| <b>Wartość godziwa</b>                | <b>24 238</b> | <b>100%</b> |
| Liczba akcji (mln)                    | 99            |             |
| Koszt kapitału                        | 8,5%          |             |
| <b>Wartość godziwa na akcję (PLN)</b> | <b>244,25</b> |             |
| <b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>      | <b>259,82</b> |             |

### 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%         |
| <b>Wartość godziwa</b>                | <b>23 178</b> | <b>100%</b> |
| Liczba akcji (mln)                    | 99            |             |
| Koszt kapitału                        | 8,5%          |             |
| <b>Wartość godziwa na akcję (PLN)</b> | <b>233,57</b> |             |
| <b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>      | <b>248,46</b> |             |

### Podsumowanie wyceny

| (mln PLN)                        | waga | wycena        |
|----------------------------------|------|---------------|
| DDM                              | 50%  | 24 238        |
| Zyski ekonomiczne                | 50%  | 23 178        |
| Średnia wartość godziwa          |      | 23 708        |
| na akcję (PLN)                   |      | 238,91        |
| Podatek bankowy                  |      | -70,29        |
| Wartość godziwa na akcję         |      | 168,62        |
| Koszt kapitału 9M                |      | 6,4%          |
| <b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b> |      | <b>179,37</b> |

## Komercni Banka akumuluj (obniżona)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 [michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)

Po wzroście kursu akcji obniżamy naszą rekomendację kupuj do akumuluj dla Komercni Banka. Macierzysty rynek Komercni Bank wymieniany jest pośród najbardziej dotkniętych recesją w UE, ze spadkiem PKB na poziomie 8%. W reakcji na coraz gorsze prognozy, Bank Centralny od początku roku obniżył stopy aż o 200 p.b. do poziomu 25 p.b. chociaż należy nadmienić, że w latach 2012-17 sektor operował w środowisku stóp na poziomie 5 p.b. Komercni mierzyć się będzie nie tylko ze znaczącym wzrostem kosztu ryzyka, ale także z niskim środowiskiem stóp procentowych. Ze względu na stałą stopę procentową kredytów uważamy, że dostosowanie do nowego środowiska może trwać przez lata, co z kolei powinno złagodzić ich efekt. Niemniej jednak w latach 2020-21 nasze prognozy spadły o około 50% i notują znaczącą poprawę dopiero wraz z normalizacją kosztu ryzyka w 2022 roku. Obecnie bank notowany jest z 43% dyskontem do średniego prognozowanego P/BV i z około 10% dyskontem do własnej wartości księgowej. Ze względu na wysokie ROE na poziomie 9% w finalnym roku naszej prognozy oraz powtarzalny DY na poziomie c.6% walory Komercni wyglądają znacznie bardziej atrakcyjnie niż jego polskie odpowiedniki, chociaż uważamy, że większy potencjał wzrostu można znaleźć w Moneta Money Bank. Uważamy, że prognozowana poprawa wyników powinna pomóc KB zamknąć dyskonto do wartości księgowej.

**Cena bieżąca**

534,00 CZK

**potencjał zmiany**

**Cena docelowa**

618,97 CZK

**+15,9%**

|                        | rekomendacja    | cena docelowa     | data wydania      |
|------------------------|-----------------|-------------------|-------------------|
| <b>nowa</b>            | <b>akumuluj</b> | <b>618,97 CZK</b> | <b>2020-09-02</b> |
| poprzednia             | kupuj           | 618,97 CZK        | 2020-08-10        |
| <b>Podstawowe dane</b> |                 | <b>KOMB CP</b>    | <b>vs. WIG</b>    |
| Ticker                 | KOMB CP         | Zmiana 1M         | +3,7% +2,8%       |
| ISIN                   | CZ0008019106    | Zmiana YTD        | -30,8% -18,9%     |
| Liczba akcji (mln)     | 188,9           | Średni obrót 1M   | 52,4 mln CZK      |
| MC (mld CZK)           | 100,8           | Średni obrót 6M   | 113,0 mln CZK     |
|                        |                 | P/E 12M fwd       | 11,6 -7,3%        |
| Free float             | 39,6%           | P/E 5Y avg        | 12,6 dyskonto     |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln CZK)             | 2018          | 2019          | 2020P        | 2021P        | 2022P         |
|-----------------------|---------------|---------------|--------------|--------------|---------------|
| Wynik odsetkowy       | 22 509        | 23 591        | 21 586       | 20 616       | 22 095        |
| WNDB                  | 32 202        | 32 573        | 29 942       | 29 017       | 30 616        |
| Koszty                | -14 635       | -14 932       | -14 815      | -14 839      | -15 019       |
| Saldo rezerw          | 643           | 572           | -5 777       | -3 783       | -2 484        |
| <b>Zysk netto</b>     | <b>14 846</b> | <b>14 901</b> | <b>7 724</b> | <b>8 600</b> | <b>10 848</b> |
| P/E                   | 6,7           | 6,7           | 12,9         | 11,6         | 9,2           |
| P/BV                  | 1,0           | 1,0           | 0,9          | 0,9          | 0,8           |
| ROE                   | 14,9%         | 14,3%         | 7,1%         | 7,5%         | 9,2%          |
| DPS                   | 47,00         | 51,00         | 0,00         | 26,00        | 30,00         |
| DYield                | 8,8%          | 9,6%          | 0,0%         | 4,9%         | 5,6%          |
| <b>Zmiana prognoz</b> |               | <b>2020P</b>  | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> |               |
| 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%         |               |
| <b>Zysk netto</b>     |               | <b>0,0%</b>   | <b>0,0%</b>  | <b>0,0%</b>  |               |

### RZiS

| (mln CZK)                    | 2018          | 2019          | 2020P         | 2021P         | 2022P         |
|------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Wynik odsetkowy netto        | 22 509        | 23 591        | 21 586        | 20 616        | 22 095        |
| Wynik prowizyjny             | 6 219         | 5 983         | 5 325         | 5 337         | 5 425         |
| Wynik handlowy               | 3 215         | 2 804         | 2 832         | 2 860         | 2 889         |
| Pozostałe przychody          | 259           | 195           | 199           | 203           | 207           |
| <b>WNDB</b>                  | <b>32 202</b> | <b>32 573</b> | <b>29 942</b> | <b>29 017</b> | <b>30 616</b> |
| Koszty operacyjne            | -14 634       | -14 932       | -14 815       | -14 839       | -15 019       |
| <b>Wynik operacyjny</b>      | <b>17 569</b> | <b>17 641</b> | <b>15 127</b> | <b>14 178</b> | <b>15 597</b> |
| Saldo rezerw                 | 643           | 572           | -5 777        | -3 783        | -2 484        |
| <b>Zysk operacyjny netto</b> | <b>18 211</b> | <b>18 213</b> | <b>9 350</b>  | <b>10 395</b> | <b>13 113</b> |
| Zysk jednostek zależnych     | 308           | 378           | 397           | 417           | 438           |
| Wyplaty emerytalne           | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>Zysk brutto</b>           | <b>18 518</b> | <b>18 591</b> | <b>9 747</b>  | <b>10 811</b> | <b>13 550</b> |
| Podatek dochodowy            | -3 349        | -3 419        | -1 754        | -1 946        | -2 439        |
| Zyski mniejszościowych       | 324           | 271           | 268           | 266           | 263           |
| <b>Zysk netto</b>            | <b>14 846</b> | <b>14 901</b> | <b>7 724</b>  | <b>8 600</b>  | <b>10 848</b> |

### Bilans

| (mld CZK)              | 2018         | 2019         | 2020P        | 2021P        | 2022P        |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Kredyty netto</b>   | <b>625</b>   | <b>647</b>   | <b>647</b>   | <b>680</b>   | <b>713</b>   |
| Pozostałe aktywa       | 435          | 430          | 449          | 470          | 491          |
| <b>Aktywa razem</b>    | <b>1 060</b> | <b>1 077</b> | <b>1 096</b> | <b>1 149</b> | <b>1 205</b> |
| <b>Depozyty</b>        | <b>812</b>   | <b>822</b>   | <b>864</b>   | <b>887</b>   | <b>911</b>   |
| Pozostałe zobowiązania | 144          | 147          | 117          | 143          | 170          |
| Udziały mniejszościowe | 3            | 3            | 3            | 3            | 3            |
| <b>Kapitały własne</b> | <b>100</b>   | <b>106</b>   | <b>113</b>   | <b>116</b>   | <b>121</b>   |

### Wskaźniki

| (%)       | 2018  | 2019  | 2020P | 2021P | 2022P |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| NIM       | 2,3%  | 2,3%  | 2,1%  | 1,9%  | 1,9%  |
| C/I       | 45,4% | 45,8% | 49,5% | 51,1% | 49,1% |
| CoR       | -0,1% | -0,1% | 0,9%  | 0,6%  | 0,3%  |
| NPL Ratio | 2,6%  | 2,1%  | 5,0%  | 4,0%  | 3,1%  |
| Tier 1    | 17,9% | 18,5% | 21,6% | 20,7% | 19,9% |

### Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

| (mln CZK)                             | wartość        | udział      |
|---------------------------------------|----------------|-------------|
| Etap I (2020-22)                      | 8 970          | 8%          |
| Korekta o PV                          | 6 505          | 6%          |
| Etap II (2023-37)                     | 69 514         | 63%         |
| Etap III (2038-57)                    | 18 911         | 17%         |
| Wartość rezydualna                    | 6 368          | 6%          |
| <b>Wartość godziwa</b>                | <b>110 267</b> | <b>100%</b> |
| Liczba akcji (mln)                    | 189            |             |
| Koszt kapitału                        | 7,0%           |             |
| <b>Wartość godziwa na akcję (CZK)</b> | <b>584</b>     |             |
| <b>Cena docelowa za 9M (CZK)</b>      | <b>615</b>     |             |

### Model zysków ekonomicznych

| (mln CZK)                             | wartość        | udział      |
|---------------------------------------|----------------|-------------|
| Początkowe TNAV                       | 102 151        | 91%         |
| Etap I (2020-22)                      | 2 473          | 2%          |
| Korekta o PV                          | 4 490          | 4%          |
| Etap II (2023-37)                     | 2 368          | 2%          |
| Etap III (2038-57)                    | 381            | 0%          |
| <b>Wartość godziwa</b>                | <b>111 863</b> | <b>100%</b> |
| Liczba akcji (mln)                    | 189            |             |
| Koszt kapitału                        | 7,0%           |             |
| <b>Wartość godziwa na akcję (CZK)</b> | <b>592</b>     |             |
| <b>Cena docelowa za 9M (CZK)</b>      | <b>623</b>     |             |

### Podsumowanie wyceny

| (mln CZK)                        | waga | wycena        |
|----------------------------------|------|---------------|
| DDM                              | 50%  | 110 267       |
| Zyski ekonomiczne                | 50%  | 111 863       |
| Średnia wartość godziwa          |      | 111 065       |
| na akcję (CZK)                   |      | 588,10        |
| Koszt kapitału 9M                |      | 5,3%          |
| <b>Cena docelowa za 9M (CZK)</b> |      | <b>618,97</b> |

## Moneta Money Bank kupuj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj dla Moneta Money Bank. Choć cięcie stóp oraz COVID-19 mocno namieszały w planach Monety, to przejęcie Wustenrota pozwala na częściowe zniwelowanie negatywnych efektów. Ważnym składnikiem wyników 2020 roku jest rozpoznanie badwillu z transakcji, który zrównoważy wzrost koszt CoR do 1,99%. Cięcie stóp procentowych, choć dotkliwe już w 2020 r., będzie odbijało się echem na marży również w następnych latach w związku z okresowo stałym oprocentowaniem kredytów hipotecznych, których udział w portfelu Monety po przejęciu Wustenrota wzrósł z 28% do około 40%. Zakładamy, że wraz z odbiciem gospodarczym w 2021 r. odbiją wolumeny kredytowe, które w latach 2021-22 powinny z nawiązką zniwelować spadek NIMu. Zwracamy uwagę, na kwestie kosztów integracji (w sumie 400 mln CZK) oraz zapowiadanych synergii kosztowych (300 mln CZK od 2022 r.), szacujemy, że delta na linii kosztów w 2022 r. związana tylko z tymi dwoma czynnikami wyniesie nawet 400 mln CZK. W latach 2020-2021 nasze prognozy spadły o 46-36%, niemniej jednak wolumeny kredytowe, częściowa normalizacja kosztów ryzyka oraz spadek bazy kosztowej sprawiają, że w 2022 r. prognozowany przez nas wynik rośnie o 45% R/R. Pomimo niemal przepołowienia prognoz, oczekujemy że ROE w latach 2020-22 wyniesie 7,9/8,5/11,5%. Jeżeli chodzi o dywidendę to zarząd w 2021 roku chciałby wypłacić zaległą część dywidendy za 2019 r. (zaliczka była już wypłacona) w wysokości 3,35 CZK oraz 80% zysku z 2020 roku, co przy obecnym kursie oznaczałoby stopę dywidendy na poziomie 12% w 2021 roku.

Cena bieżąca

55,40 CZK

potencjał zmiany

Cena docelowa

79,68 CZK

+43,8%

|          | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|----------|--------------|---------------|--------------|
| aktualna | kupuj        | 79,68 CZK     | 2020-08-10   |

| Podstawowe dane    |              | MONET CP        |               | vs. WIG |
|--------------------|--------------|-----------------|---------------|---------|
| Ticker             | MONET CP     | Zmiana 1M       | +9,1%         | +8,1%   |
| ISIN               | CZ0008040318 | Zmiana YTD      | -32,1%        | -20,2%  |
| Liczba akcji (mln) | 511,0        | Średni obrót 1M | 46,4 mln CZK  |         |
| MC (mld CZK)       | 28,3         | Średni obrót 6M | 106,8 mln CZK |         |
|                    |              | P/E 12M fwd     | 12,4          | +10,5%  |
| Free float         | 100,0%       | P/E 5Y avg      | 11,2          | premia  |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln CZK)        | 2018   | 2019   | 2020P  | 2021P  | 2022P  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Wynik odsetkowy  | 7 409  | 7 925  | 7 942  | 8 000  | 8 232  |
| WNDB             | 10 162 | 10 519 | 11 808 | 10 888 | 11 182 |
| Koszty           | -4 491 | -4 571 | -4 943 | -4 901 | -4 895 |
| Saldo rezerw     | -274   | -517   | -3 780 | -2 119 | -1 184 |
| Zysk netto       | 4 200  | 4 019  | 2 223  | 2 682  | 3 653  |
| P/E              | 6,6    | 6,9    | 12,5   | 10,3   | 7,6    |
| P/BV             | 1,1    | 1,2    | 0,9    | 0,9    | 0,9    |
| ROE              | 16,5%  | 16,2%  | 7,9%   | 8,5%   | 11,5%  |
| DPS              | 8,00   | 6,15   | 0,00   | 6,83   | 4,20   |
| DYield           | 14,4%  | 11,1%  | 0,0%   | 12,3%  | 7,6%   |
| Zmiana prognoz   |        |        | 2020P  | 2021P  | 2022P  |
| Wynik odsetkowy  |        |        | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| Wynik prowizyjny |        |        | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| Koszty razem     |        |        | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| Saldo rezerw     |        |        | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| Zysk netto       |        |        | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |

### RZiS

| (mln CZK)               | 2018          | 2019          | 2020P         | 2021P         | 2022P         |
|-------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Wynik odsetkowy netto   | 7 409         | 7 925         | 7 942         | 8 000         | 8 232         |
| Wynik prowizyjny        | 1 892         | 1 950         | 1 962         | 2 020         | 2 080         |
| Wynik handlowy          | 399           | 531           | 690           | 686           | 683           |
| Pozostałe przychody     | 462           | 113           | 1 214         | 182           | 188           |
| <b>WNDB</b>             | <b>10 162</b> | <b>10 519</b> | <b>11 808</b> | <b>10 888</b> | <b>11 182</b> |
| Koszty operacyjne       | -4 491        | -4 571        | -4 943        | -4 901        | -4 895        |
| <b>Wynik operacyjny</b> | <b>5 310</b>  | <b>5 500</b>  | <b>6 404</b>  | <b>5 472</b>  | <b>5 751</b>  |
| Saldo rezerw            | -274          | -517          | -3 780        | -2 119        | -1 184        |
| <b>Zysk brutto</b>      | <b>5 036</b>  | <b>4 983</b>  | <b>2 624</b>  | <b>3 352</b>  | <b>4 567</b>  |
| Podatek dochodowy       | -836          | -964          | -401          | -670          | -913          |
| Zyski mniejszościowych  | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>Zysk netto</b>       | <b>4 200</b>  | <b>4 019</b>  | <b>2 223</b>  | <b>2 682</b>  | <b>3 653</b>  |

### Bilans

| (mld CZK)              | 2018           | 2019           | 2020P          | 2021P          | 2022P          |
|------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Kredyty netto</b>   | <b>140 123</b> | <b>156 409</b> | <b>214 988</b> | <b>228 561</b> | <b>246 420</b> |
| <b>Aktywa razem</b>    | <b>206 932</b> | <b>219 053</b> | <b>297 447</b> | <b>315 720</b> | <b>338 664</b> |
| <b>Depozyty</b>        | <b>168 792</b> | <b>181 154</b> | <b>254 139</b> | <b>267 487</b> | <b>281 540</b> |
| Udziały mniejszościowe | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>Kapitały własne</b> | <b>25 237</b>  | <b>24 411</b>  | <b>31 922</b>  | <b>31 096</b>  | <b>32 587</b>  |

### Wskaźniki

| (%)    | 2018  | 2019  | 2020P | 2021P | 2022P |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| NIM    | 3,7%  | 3,8%  | 3,2%  | 2,7%  | 2,6%  |
| C/I    | 47,7% | 47,7% | 45,8% | 49,7% | 48,6% |
| CoR    | 0,2%  | 0,3%  | 2,0%  | 0,9%  | 0,5%  |
| Tier 1 | 16,4% | 14,1% | 11,5% | 10,4% | 10,3% |

### Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

| (mln CZK)              | wartość       | udział      |
|------------------------|---------------|-------------|
| Etap I (2020-22)       | 4 800         | 12%         |
| Korekta o PV           | 236           | 1%          |
| Etap II (2023-37)      | 26 964        | 65%         |
| Etap III (2038-57)     | 7 460         | 18%         |
| Wartość rezidualna     | 1 750         | 4%          |
| <b>Wartość godziwa</b> | <b>41 209</b> | <b>100%</b> |

|                                       |           |
|---------------------------------------|-----------|
| Liczba akcji (mln)                    | 511       |
| Koszt kapitału                        | 700,0%    |
| <b>Wartość godziwa na akcję (CZK)</b> | <b>81</b> |
| <b>Cena docelowa za 9M (CZK)</b>      | <b>85</b> |

### Model zysków ekonomicznych

| (mln CZK)              | wartość       | udział      |
|------------------------|---------------|-------------|
| Początkowe TNAV        | 24 411        | 67%         |
| Etap I (2020-22)       | 1 940         | 5%          |
| Korekta o PV           | 1 394         | 4%          |
| Etap II (2023-37)      | 8 314         | 23%         |
| Etap III (2038-57)     | 106           | 0%          |
| <b>Wartość godziwa</b> | <b>36 165</b> | <b>100%</b> |

|                                       |           |
|---------------------------------------|-----------|
| Liczba akcji (mln)                    | 511       |
| Koszt kapitału                        | 700,0%    |
| <b>Wartość godziwa na akcję (CZK)</b> | <b>71</b> |
| <b>Cena docelowa za 9M (CZK)</b>      | <b>74</b> |

### Podsumowanie wyceny

| (mln CZK)                      | waga | wycena       |
|--------------------------------|------|--------------|
| Metoda zdyskontow              | 50%  | 80,64        |
| Metoda zysków eko              | 50%  | 70,77        |
| <b>Średnia wartość godziwa</b> |      | <b>75,71</b> |
| <b>9m cena docelowa (CZK)</b>  |      | <b>79,68</b> |



## Erste Group kupuj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 [michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj. Uważamy, że Erste w 2020 roku zostanie poważnie dotknięte przez kryzys ekonomiczny ze względu na znaczącą ekspozycję na Czechy i Słowację, których PKB spadnie najmocniej z krajów CEE. Nasze prognozy na koszt ryzyka (79 p.b.) są zbliżone z górnym przedziałem prognozy Zarządu (65-80 bps w 2020 r.). Przekłada się to na dość ostrożną prognozę zysku netto, która znajduje się aż 19% poniżej konsensusu. Niemniej jednak uważamy, że rekonwalescencja Erste będzie znacznie szybsza niż pozostałych banków dzięki stabilnym stopom strefy euro oraz znaczącej pomocy płynącej w ramach funduszu pomocowego UE. W przypadku Czech pomoc z UE (11% PKB) w 2021 roku może być wyższa nawet od pomocy rządowej w 2020 roku. Z tego względu nasze prognozy znajdują się 16%-7% powyżej rynku w latach 2021/22. Pomimo poprawy wyników wyceniamy nadal Erste z dużym dyskontem do własnej wartości księgowej, co i tak przekłada się na jeden z najwyższych potencjałów wzrostu. Ze względu na perspektywę kolejnych lat Erste Group jest naszym top-pick banków regionalnych.

|                      |           |                         |
|----------------------|-----------|-------------------------|
| <b>Cena bieżąca</b>  | 20,38 EUR | <b>potencjał zmiany</b> |
| <b>Cena docelowa</b> | 26,00 EUR | <b>+27,6%</b>           |

|          | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|----------|--------------|---------------|--------------|
| aktualna | kupuj        | 26,00 EUR     | 2020-08-10   |

| Podstawowe dane    |              |                 | EBS AV       | vs. WIG |
|--------------------|--------------|-----------------|--------------|---------|
| Ticker             | EBS AV       | Zmiana 1M       | +7,8%        | +6,9%   |
| ISIN               | AT0000652011 | Zmiana YTD      | -39,3%       | -27,3%  |
| Liczba akcji (mln) | 429,8        | Średni obrót 1M | 11,6 mln EUR |         |
| MC (mln EUR)       | 8 759,3      | Średni obrót 6M | 25,8 mln EUR |         |
|                    |              | P/E 12M fwd     | 11,2         | +9,9%   |
| Free float         | 69,5%        | P/E 5Y avg      | 10,2         | premia  |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln EUR)         | 2018         | 2019         | 2020P       | 2021P        | 2022P        |
|-------------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|
| Wynik odsetkowy   | 4 582        | 4 747        | 4 740       | 4 797        | 4 989        |
| WNDB              | 6 726        | 7 086        | 6 752       | 6 938        | 7 205        |
| Koszty            | -4 181       | -4 283       | -4 176      | -4 235       | -4 350       |
| Saldo rezerw      | 59           | -39          | -1 317      | -642         | -444         |
| <b>Zysk netto</b> | <b>1 793</b> | <b>1 470</b> | <b>661</b>  | <b>1 181</b> | <b>1 397</b> |
| P/E               | 4,8          | 5,8          | 12,9        | 7,2          | 6,1          |
| P/BV              | 0,6          | 0,6          | 0,5         | 0,5          | 0,5          |
| ROE               | 12,7%        | 9,8%         | 4,1%        | 7,1%         | 8,0%         |
| 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        |
| 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%         |
| <b>Zysk netto</b> |              |              | <b>0,0%</b> | <b>0,0%</b>  | <b>0,0%</b>  |

### RZiS

| (mln EUR)                    | 2018         | 2019         | 2020P        | 2021P        | 2022P        |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Wynik odsetkowy netto        | 4 582        | 4 747        | 4 740        | 4 797        | 4 582        |
| Wynik prowizyjny             | 1 908        | 2 000        | 1 952        | 2 003        | 1 908        |
| Wynik handlowy               | 236          | 339          | 60           | 138          | 236          |
| <b>WNDB</b>                  | <b>6 726</b> | <b>7 086</b> | <b>6 752</b> | <b>6 938</b> | <b>6 726</b> |
| Poz. wynik operacyjny        | 3            | -306         | -196         | -182         | 3            |
| Podatek bankowy              | -112         | -128         | -116         | -85          | -112         |
| Koszty operacyjne            | -4 181       | -4 283       | -4 176       | -4 235       | -4 181       |
| <b>Zysk operacyjny</b>       | <b>2 436</b> | <b>2 369</b> | <b>2 264</b> | <b>2 437</b> | <b>2 436</b> |
| Saldo rezerw                 | 59           | -39          | -1 317       | -642         | 59           |
| <b>Zysk operacyjny netto</b> | <b>2 495</b> | <b>2 330</b> | <b>947</b>   | <b>1 795</b> | <b>2 495</b> |
| Zyski nadzwyczajne           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Zysk brutto</b>           | <b>2 495</b> | <b>2 330</b> | <b>947</b>   | <b>1 795</b> | <b>2 495</b> |
| Podatek dochodowy            | -332         | -419         | -33          | -201         | -332         |
| Zyski mniejszościowych       | -369         | -441         | -254         | -413         | -369         |
| <b>Zysk netto</b>            | <b>1 793</b> | <b>1 470</b> | <b>661</b>   | <b>1 181</b> | <b>1 793</b> |

### Bilans

| (mln EUR)              | 2018           | 2019           | 2020P          | 2021P          | 2022P          |
|------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Kredyty netto</b>   | <b>143 953</b> | <b>163 417</b> | <b>167 987</b> | <b>175 126</b> | <b>183 869</b> |
| Pozostałe aktywa       | 92 838         | 82 276         | 84 819         | 89 849         | 94 736         |
| <b>Aktywa razem</b>    | <b>236 792</b> | <b>245 693</b> | <b>252 806</b> | <b>264 975</b> | <b>278 605</b> |
| <b>Depozyty</b>        | <b>162 638</b> | <b>173 846</b> | <b>190 774</b> | <b>201 227</b> | <b>211 555</b> |
| Pozostałe zobowiązania | 55 285         | 51 371         | 40 642         | 41 094         | 43 111         |
| Udziały mniejszościowe | 4 494          | 4 857          | 5 111          | 5 524          | 6 002          |
| <b>Kapitały własne</b> | <b>14 375</b>  | <b>15 619</b>  | <b>16 279</b>  | <b>17 130</b>  | <b>17 936</b>  |

### Wskaźniki

| (%)       | 2018  | 2019  | 2020P | 2021P | 2022P |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| NIM       | 2,3%  | 2,0%  | 2,0%  | 1,9%  | 1,9%  |
| C/I       | 62,2% | 64,8% | 64,7% | 63,7% | 62,7% |
| CoR       | -0,1% | 0,0%  | 0,8%  | 0,4%  | 0,2%  |
| NPL Ratio | 3,2%  | 2,5%  | 4,6%  | 4,4%  | 4,4%  |
| Tier 1    | 14,4% | 15,0% | 15,8% | 15,9% | 15,7% |

### Wycena sumą części (SOTP)

| (mln EUR)                 | Wartość<br>godziwa | FVPS<br>(EUR) | Zysk netto  |              |              | P/E         |             |             | BV             | P/BV       |
|---------------------------|--------------------|---------------|-------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|----------------|------------|
|                           |                    |               | 2020P       | 2021P        | 2022P        | 2020P       | 2021P       | 2022P       | 2020           | 2020       |
| <b>Austria</b>            | <b>4 963</b>       | <b>11,55</b>  | <b>157</b>  | <b>353</b>   | <b>451</b>   | <b>31,7</b> | <b>14,1</b> | <b>11,0</b> | <b>5 356</b>   | <b>0,9</b> |
| Savings Banks             | 615                | 1,43          | 37          | 64           | 75           | 16,5        | 9,6         | 8,2         | 3 471          | 0,2        |
| Erste Oesterreich         | 2 473              | 5,75          | 99          | 150          | 204          | 24,9        | 16,5        | 12,1        | 1 884          | 1,3        |
| Austria pozostała         | 1 875              | 4,36          | 20          | 139          | 172          | 93,0        | 13,5        | 10,9        | 2 252          | 0,8        |
| <b>CEE ogółem</b>         | <b>12 386</b>      | <b>28,82</b>  | <b>750</b>  | <b>1 074</b> | <b>1 190</b> | <b>16,5</b> | <b>11,5</b> | <b>10,4</b> | <b>6 950</b>   | <b>1,7</b> |
| Republika Czeska          | 5 211              | 12,12         | 378         | 516          | 548          | 13,8        | 10,1        | 9,5         | 2 449          | 2,1        |
| Rumunia                   | 2 303              | 5,36          | 129         | 181          | 205          | 17,8        | 12,7        | 11,2        | 1 303          | 1,7        |
| Słowacja                  | 2 456              | 5,71          | 122         | 202          | 242          | 20,2        | 12,2        | 10,1        | 1 141          | 2,0        |
| Węgry                     | 1 239              | 2,88          | 69          | 102          | 111          | 18,0        | 12,1        | 11,1        | 919            | 1,4        |
| Chorwacja                 | 948                | 2,21          | 50          | 64           | 72           | 18,8        | 14,9        | 13,1        | 912            | 1,0        |
| Serbia                    | 229                | 0,53          | 2           | 9            | 11           | 113,1       | 24,8        | 21,1        | 226            | 1,0        |
| <b>Pozostałe</b>          | <b>-6 717</b>      | <b>-15,63</b> | <b>-246</b> | <b>-245</b>  | <b>-244</b>  | <b>27,3</b> | <b>27,4</b> | <b>27,6</b> | <b>-14 558</b> | <b>0,0</b> |
| <b>Grupa Erste ogółem</b> | <b>10 632</b>      | <b>24,74</b>  |             |              |              |             |             |             |                |            |

### Podsumowanie wyceny

| (mln EUR)                                 | waga | wycena       |
|-------------------------------------------|------|--------------|
| Koszt kapitału 12M                        |      | 6,8%         |
| DDM                                       | 50%  | 10 139       |
| Zyski ekonomiczne                         | 50%  | 11 125       |
| Średnia wartość godziwa<br>na akcję (EUR) |      | 24,74        |
| Koszt kapitału 9M                         |      | 5,1%         |
| <b>Cena docelowa za 9M (EUR)</b>          |      | <b>26,00</b> |

## RBI kupuj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj dla RBI. Obniżenie stóp procentowych na najważniejszych rynkach na których działa RBI oraz znaczne pogorszenie otoczenia ekonomicznego w związku z pandemią, to główne czynniki kształtujące wyniki banku w 2020 i 2021 roku. W efekcie oczekujemy spadku przychodów oraz wzrostu kosztów ryzyka, chociaż dywersyfikacja geograficzna sprawia, że efekty te będą rozciągnięte w czasie i nie nastąpią równocześnie na wszystkich rynkach na których działa RBI. W większości przypadków cięcie stóp procentowych oraz spadek wolumenów odbiją się najmocniej na wynikach 2020 roku, w przypadku kosztów ryzyka kluczem będzie zakończenie moratoriów, które na różnych rynkach kończą się w różnym czasie. Co więcej polski portfel kredytów CHF cały czas będzie dawał o sobie znać, dlatego zakładamy około 50 mln EUR rocznie rezerw na tą ekspozycję. W efekcie, w naszym ostatnim raporcie, obniżyliśmy nasze prognozy na 2020 i 2021 rok o 46/44% odpowiednio. Czynnikiem, które przemawiają za RBI jest fakt, że nie wszystkie rynki zostały dotknięte przez obniżki stóp procentowych, oraz niska wycena regionalnego banku, która biorąc pod uwagę wznowienie wypłaty dywidendy od 2021 roku może nie być w 100% uzasadniona.

Cena bieżąca

15,04 EUR

potencjał zmiany

Cena docelowa

17,67 EUR

+17,5%

|          | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|----------|--------------|---------------|--------------|
| aktualna | kupuj        | 17,67 EUR     | 2020-08-10   |

| Podstawowe dane    |              |                 | RBI AV       | vs. WIG  |
|--------------------|--------------|-----------------|--------------|----------|
| Ticker             | RBI AV       | Zmiana 1M       | +3,4%        | +2,4%    |
| ISIN               | AT0000606306 | Zmiana YTD      | -32,8%       | -20,9%   |
| Liczba akcji (mln) | 328,9        | Średni obrót 1M | 6,9 mln EUR  |          |
| MC (mln EUR)       | 4 947,3      | Średni obrót 6M | 12,0 mln EUR |          |
|                    |              | P/E 12M fwd     | 7,4          | -9,7%    |
| Free float         | 41,2%        | P/E 5Y avg      | 8,2          | dyskonto |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln EUR)        | 2018   | 2019   | 2020P  | 2021P  | 2022P  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Wynik odsetkowy  | 3 362  | 3 412  | 3 294  | 3 288  | 3 491  |
| WNDB             | 5 210  | 5 226  | 4 840  | 4 991  | 5 253  |
| Koszty           | -3 237 | -2 876 | -3 040 | -3 078 | -3 131 |
| Saldo rezerw     | -220   | -373   | -820   | -919   | -705   |
| Zysk netto       | 1 270  | 1 432  | 662    | 684    | 1 021  |
| P/E              | 3,6    | 3,5    | 7,6    | 7,3    | 4,9    |
| P/BV             | 0,4    | 0,4    | 0,4    | 0,4    | 0,3    |
| ROE              | 11,4%  | 11,6%  | 5,0%   | 5,0%   | 7,1%   |
| DPS              | 0,80   | 1,12   | 0,00   | 0,60   | 0,64   |
| DYield           | 5,3%   | 7,4%   | 0,0%   | 4,0%   | 4,3%   |
| 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 EUR)                     | 2017         | 2018         | 2019P        | 2020P        | 2021P        |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Wynik odsetkowy netto         | 3 362        | 3 412        | 3 294        | 3 288        | 3 491        |
| Wynik prowizyjny              | 1 791        | 1 797        | 1 645        | 1 777        | 1 832        |
| Wynik handlowy                | 57           | 17           | -99          | -74          | -70          |
| <b>WNDB</b>                   | <b>5 210</b> | <b>5 226</b> | <b>4 840</b> | <b>4 991</b> | <b>5 253</b> |
| Koszty całkowite              | -3 237       | -2 876       | -3 040       | -3 078       | -3 131       |
| <b>Zysk operacyjny</b>        | <b>1 973</b> | <b>2 350</b> | <b>1 800</b> | <b>1 913</b> | <b>2 121</b> |
| Saldo rezerw                  | -220         | -373         | -820         | -919         | -705         |
| <b>Zysk brutto</b>            | <b>1 753</b> | <b>1 976</b> | <b>980</b>   | <b>994</b>   | <b>1 416</b> |
| Podatek dochodowy             | -355         | -402         | -237         | -235         | -304         |
| <b>Zysk netto</b>             | <b>1 398</b> | <b>1 574</b> | <b>743</b>   | <b>759</b>   | <b>1 111</b> |
| Zyski mniejszościowych        | -128         | -143         | -80          | -76          | -90          |
| <b>Zysk netto przypadając</b> | <b>1 270</b> | <b>1 432</b> | <b>662</b>   | <b>684</b>   | <b>1 021</b> |

### Bilans

| (mln EUR)              | 2017           | 2018           | 2019P          | 2020P          | 2021P          |
|------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Kredyty netto</b>   | <b>80 866</b>  | <b>85 528</b>  | <b>87 001</b>  | <b>90 653</b>  | <b>95 602</b>  |
| <b>Aktywa ogółem</b>   | <b>140 115</b> | <b>146 413</b> | <b>151 403</b> | <b>157 493</b> | <b>165 648</b> |
| <b>Depozyty</b>        | <b>87 038</b>  | <b>88 741</b>  | <b>91 424</b>  | <b>95 858</b>  | <b>101 133</b> |
| Zobowiązania ogółem    | 127 702        | 132 648        | 137 240        | 142 817        | 147 156        |
| Udziały mniejszościowe | 701            | 811            | 715            | 743            | 3 750          |
| <b>Kapitał własny</b>  | <b>11 713</b>  | <b>12 954</b>  | <b>13 448</b>  | <b>13 933</b>  | <b>14 742</b>  |

### Wskaźniki

| (%) | 2017  | 2018  | 2019P | 2020P | 2021P |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|
| NIM | 2,5%  | 2,4%  | 2,3%  | 2,2%  | 2,3%  |
| C/I | 62,1% | 55,0% | 62,8% | 61,7% | 59,6% |
| CoR | 0,3%  | 0,4%  | 0,9%  | 1,0%  | 0,7%  |

### Wycena sumą części (SOTP)

| (mln EUR)               | Wartość<br>godziwa | FVPS<br>(EUR) | Zysk netto   |              |             | P/E        |            | BV         |              | P/BV       |
|-------------------------|--------------------|---------------|--------------|--------------|-------------|------------|------------|------------|--------------|------------|
|                         |                    |               | 2020         | 2021         | 2022        | 2020       | 2021       | 2020       | 2021         |            |
| CEE                     | 1 496              | 4,55          | 45           | 19           | 54          | 33,2       | 80,6       | 28,0       | 4353         | 0,3        |
| SEE                     | 3 470              | 10,55         | 283          | 263          | 367         | 12,3       | 13,2       | 9,4        | 2881         | 1,2        |
| EE                      | 2 431              | 7,39          | 506          | 532          | 666         | 4,8        | 4,6        | 3,6        | 2763         | 0,9        |
| Corporate Center        | 4 300              | 13,07         | 302          | 332          | 351         | 14,3       | 12,9       | 12,3       | 3091         | 1,4        |
| Corporates and Markets  | 3 423              | 10,41         | 233          | 252          | 302         | 14,7       | 13,6       | 11,3       | 4218         | 0,8        |
| Reconciliation          | -9 686             | -29,45        | -626         | -638         | -629        | 15,5       | 15,2       | 15,4       | -3859        | 2,5        |
| <b>Grupa Raiffeisen</b> | <b>5 434</b>       | <b>16,52</b>  | <b>742,7</b> | <b>759,5</b> | <b>1111</b> | <b>7,3</b> | <b>7,2</b> | <b>4,9</b> | <b>13448</b> | <b>0,4</b> |

### Podsumowanie wyceny

| (mln EUR)                      | waga | wycena       |
|--------------------------------|------|--------------|
| DDM                            | 50%  | 15,27        |
| Zyski ekonomiczne              | 50%  | 17,77        |
| <b>Średnia wartość godziwa</b> |      | <b>16,52</b> |
| <b>9m cena docelowa (PLN)</b>  |      | <b>17,67</b> |

## OTP Bank akumuluj (podwyższona)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 [michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)

Po spadku kursu akcji podwyższamy naszą rekomendację dla OTP do akumuluj pozostawiając bez zmian cenę docelową. W ostatnim raporcie nasze prognozy dla banku zostały obniżone o 57% na 2020 oraz 25% na 2021 rok głównie za sprawą presji na wynik odsetkowy oraz koszty ryzyka. Oczekujemy, że najgorszy kwartał OTP Bank ma już za sobą i strata netto, którą bank poniósł w 1Q na poziomie 4 mld HUF już się nie powtórzy. Niemniej jednak uważamy, że koszt ryzyka pozostanie na dość wysokim poziomie w pozostałej części roku, co spowoduje spadek ROE do poziomu 7% (10% wg Zarządu) w tym roku, aby następnie zanotować odbicie do około 13% w latach kolejnych. Nasz koszt ryzyka w 2020 roku na poziomie 187 p.b. znajduje się jedynie kosmetycznie poniżej tego notowanego w roku 2008, co negatywnie wyróżnia bank w regionie. Uważamy, że wzrost kosztu ryzyka spowodowany jest przez strukturę portfela kredytów z 36% udziałem ryzykownych kredytów SME i konsumenckich. Powoduje to, że pośród pokrywanych przez nas banków to właśnie OTP jest obciążony największym ryzykiem podczas spowolnienia. Zaskakująco „miks” krajów na który ekspozycję ma OTP jest pośród tych mniej dotkniętych przez spowolnienie, ale jednocześnie oznacza to niższy rebound w kolejnych latach. Obecnie wyceniamy OTP na 1,0x P/BV'21.

**Cena bieżąca** 9 950,00 HUF **potencjał zmiany**  
**Cena docelowa** 11 039,00 HUF **+10,9%**

|                        | rekomendacja    | cena docelowa        | data wydania      |
|------------------------|-----------------|----------------------|-------------------|
| <b>nowa</b>            | <b>akumuluj</b> | <b>11 039,00 HUF</b> | <b>2020-09-02</b> |
| poprzednia             | trzymaj         | 11 039,00 HUF        | 2020-08-10        |
| <b>Podstawowe dane</b> |                 |                      |                   |
| Ticker                 | OTP HB          | Zmiana 1M            | -4,2%             |
| ISIN                   | HU00000061726   | Zmiana YTD           | -35,5%            |
| Liczba akcji (mln)     | 267,0           | Średni obrót 1M      | 4,7 mld HUF       |
| MC (mld HUF)           | 2 657,0         | Średni obrót 6M      | 8,6 mld HUF       |
|                        |                 | P/E 12M fwd          | 9,3               |
| Free float             | 100,0%          | P/E 5Y avg           | 10,2              |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mld HUF)             | 2018       | 2019       | 2020P      | 2021P      | 2022P      |
|-----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Wynik odsetkowy       | 600        | 706        | 799        | 802        | 826        |
| WNDB                  | 886        | 1 081      | 1 164      | 1 180      | 1 216      |
| Koszty                | 497        | 568        | 624        | 636        | 653        |
| Saldo rezerw          | 26         | 47         | 279        | 190        | 161        |
| <b>Zysk netto</b>     | <b>318</b> | <b>412</b> | <b>182</b> | <b>326</b> | <b>370</b> |
| P/E                   | 8,8        | 6,8        | 15,3       | 8,5        | 7,5        |
| P/BV                  | 1,5        | 1,2        | 1,1        | 0,9        | 0,9        |
| ROE                   | 18,4%      | 20,1%      | 7,6%       | 12,2%      | 12,6%      |
| DPS                   | 229,63     | 229,63     | 0,00       | 107,44     | 368,91     |
| DYield                | 2,3%       | 2,3%       | 0,0%       | 1,1%       | 3,7%       |
| <b>Zmiana prognoz</b> |            |            |            |            |            |
| 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%       |
| <b>Zysk netto</b>     |            |            | 0,0%       | 0,0%       | 0,0%       |

### RZiS

| (mld HUF)                   | 2018       | 2019         | 2020P        | 2021P        | 2022P        |
|-----------------------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Wynik odsetkowy             | 600        | 706          | 799          | 802          | 826          |
| Wynik prowizyjny            | 221        | 283          | 289          | 297          | 305          |
| Pozostały                   | 65         | 92           | 77           | 81           | 85           |
| <b>WNDB</b>                 | <b>886</b> | <b>1 081</b> | <b>1 164</b> | <b>1 180</b> | <b>1 216</b> |
| Koszty działalności operacj | 497        | 568          | 624          | 636          | 653          |
| <b>Wynik operacyjny</b>     | <b>389</b> | <b>513</b>   | <b>541</b>   | <b>544</b>   | <b>563</b>   |
| Saldo rezerw                | 26         | 47           | 279          | 190          | 161          |
| <b>Zysk brutto</b>          | <b>363</b> | <b>466</b>   | <b>261</b>   | <b>354</b>   | <b>401</b>   |
| Podatek dochodowy           | 37         | 47           | 30           | 40           | 45           |
| <b>Zysk netto dywizji</b>   | <b>325</b> | <b>419</b>   | <b>231</b>   | <b>314</b>   | <b>357</b>   |
| Odpis WNIP                  | -5         | -8           | 0            | 0            | 0            |
| Podatek bankowy             | -15        | -16          | -29          | -23          | -23          |
| Inne                        | 0          | 0            | 1            | 2            | 2            |
| Zyski mniejszościowych      | 0          | 17           | -22          | 33           | 34           |
| <b>Zysk netto</b>           | <b>318</b> | <b>412</b>   | <b>182</b>   | <b>326</b>   | <b>370</b>   |

### Bilans

| (mld HUF)              | 2018          | 2019          | 2020P         | 2021P         | 2022P         |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Kredyty netto</b>   | <b>8 067</b>  | <b>12 248</b> | <b>15 910</b> | <b>16 386</b> | <b>17 261</b> |
| Pozostałe aktywa       | 6 524         | 7 874         | 7 701         | 7 704         | 7 756         |
| <b>Aktywa razem</b>    | <b>14 590</b> | <b>20 122</b> | <b>23 611</b> | <b>24 090</b> | <b>25 017</b> |
| <b>Depozyty</b>        | <b>11 285</b> | <b>15 523</b> | <b>19 545</b> | <b>20 575</b> | <b>21 840</b> |
| Pozostałe zobowiązania | 1 476         | 2 308         | 1 531         | 704           | 96            |
| Udziały mniejszościowe | 2             | 5             | 6             | 6             | 7             |
| <b>Kapitały własne</b> | <b>1 827</b>  | <b>2 286</b>  | <b>2 530</b>  | <b>2 804</b>  | <b>3 074</b>  |

### Wskaźniki

| (%)       | 2018  | 2019  | 2020P | 2021P | 2022P |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| NIM       | 4,3%  | 4,1%  | 3,7%  | 3,4%  | 3,4%  |
| C/I       | 56,1% | 52,5% | 53,6% | 53,9% | 53,7% |
| CoR       | 0,3%  | 0,4%  | 1,9%  | 1,1%  | 0,9%  |
| NPL Ratio | 6,3%  | 5,8%  | 6,8%  | 6,6%  | 6,3%  |
| Tier 1    | 16,5% | 15,8% | 12,9% | 14,1% | 14,7% |

### Wycena sumą części (SOTP)

| (mld HUF)                | Wartość<br>godziwa | FVPS<br>(HUF) | Zysk netto   |              |              | P/E         | BV         | P/BV       |
|--------------------------|--------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|-------------|------------|------------|
|                          |                    |               | 2020         | 2021         | 2022         | 2020        | 2020       | 2020       |
| <b>Węgry + pozostałe</b> | <b>1 324</b>       | <b>4 957</b>  | <b>113,7</b> | <b>135,7</b> | <b>153,1</b> | <b>11,6</b> | <b>9,8</b> | <b>8,6</b> |
| <b>CEE ogółem</b>        | <b>1 717</b>       | <b>6 424</b>  | <b>117,5</b> | <b>178,4</b> | <b>203,5</b> | <b>14,6</b> | <b>9,6</b> | <b>8,4</b> |
| DSK                      | 700                | 2 622         | 30,4         | 70,4         | 80,1         | 23,0        | 9,9        | 8,7        |
| OBS                      | 61                 | 229           | -5,5         | -4,0         | -1,8         | -11,3       | -15,8      | -35,3      |
| OTP Banka Hrvatska       | 272                | 1 018         | 20,5         | 27,0         | 28,4         | 13,3        | 10,1       | 9,6        |
| OTP Banka Romania        | 117                | 439           | 2,5          | 5,2          | 6,8          | 47,2        | 22,4       | 17,2       |
| OTP Russia               | 118                | 437           | 17,5         | 20,5         | 20,9         | 6,9         | 5,9        | 5,8        |
| CJSC OTP Bank            | 98                 | 369           | 26,6         | 25,9         | 26,9         | 3,7         | 3,8        | 3,7        |
| OTP Banka Serbia         | 226                | 845           | 13,6         | 18,4         | 24,1         | 18,2        | 13,4       | 10,3       |
| CKB                      | 20                 | 76            | 1,6          | 1,8          | 2,1          | 12,7        | 11,5       | 9,6        |
| OTP Albania              | 8                  | 31            | 1,6          | 2,0          | 2,1          | 5,3         | 4,1        | 3,9        |
| OTP Moldova              | 34                 | 129           | 2,9          | 3,3          | 4,7          | 12,0        | 10,4       | 7,3        |
| OTP Slovenia             | 61                 | 230           | 5,9          | 7,8          | 9,2          | 10,3        | 7,9        | 6,7        |
| <b>Suma dywizji</b>      | <b>3 041</b>       | <b>11 381</b> | <b>231,2</b> | <b>314,1</b> | <b>356,6</b> | <b>12,8</b> | <b>9,7</b> | <b>8,3</b> |
| Podatek bankowy          | -281               | -1 054        |              |              |              |             |            |            |
| <b>Grupa OTP ogółem</b>  | <b>2 759</b>       | <b>10 327</b> |              |              |              |             |            |            |

### Podsumowanie wyceny

| (mld HUF)                              | waga | wycena        |
|----------------------------------------|------|---------------|
| Koszt kapitału 12M                     |      | 9,2%          |
| DDM                                    | 50%  | 3 099         |
| Zyski ekonomiczne                      | 50%  | 3 035         |
| Średnia wartość godziwa na akcję (HUF) |      | 3 067         |
| Podatek bankowy                        |      | -1 054        |
| Zyski mniejszościowych                 |      | -104          |
| Wartość godziwa na akcję (HUF)         |      | 10 327        |
| Koszt kapitału 9M                      |      | 6,9%          |
| <b>Cena docelowa za 9M (HUF)</b>       |      | <b>11 039</b> |

## 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 i nie zmieniały tego nawet odpisy, które spółka doświadczy w 2Q'20. PZU ogłosiło, że zamierza odpisać goodwill Aliora, Pekao oraz znak towarowy Aliora. Łącznie odpisy będą miały negatywny wpływ na skonsolidowane wyniki w wysokości c.827 mln PLN oraz 648 mln PLN na jednostkowe (0.75 PLN na akcję). Uważamy, że wpływ na jednostkowe wyniki jest tu kluczowy ze względu na dywidendę, której stopa nawet skorygowana o odpis znajduje się powyżej 5%. 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). Bez odpisu, kwartalny wynik PZU zbliżyłby się do 1 mld PLN. Pozostawiamy bez zmian nasze zalecenie kupuj.

Cena bieżąca

26,98 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

35,93 PLN

+33,2%

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

| Podstawowe dane    |              |                 | PZU PW       | vs. WIG  |
|--------------------|--------------|-----------------|--------------|----------|
| Ticker             | PZU PW       | Zmiana 1M       | -0,1%        | -1,1%    |
| ISIN               | PLPZU0000011 | Zmiana YTD      | -32,6%       | -20,7%   |
| Liczba akcji (mln) | 863,5        | Średni obrót 1M | 36,4 mln PLN |          |
| MC (mln PLN)       | 23 297,9     | Średni obrót 6M | 68,2 mln PLN |          |
|                    |              | P/E 12M fwd     | 8,8          | -20,6%   |
| Free float         | 64,8%        | P/E 5Y avg      | 11,1         | 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       |
| <b>Zysk netto</b>         | <b>3 213</b> | <b>3 295</b> | <b>2 555</b> | <b>2 853</b> | <b>3 090</b> |
| P/E                       | 7,3          | 7,1          | 9,2          | 8,2          | 7,6          |
| P/BV                      | 1,6          | 1,4          | 1,2          | 1,2          | 1,1          |
| ROE                       | 21,7%        | 21,2%        | 14,6%        | 14,9%        | 15,4%        |
| DPS                       | 2,70         | 2,80         | 0,00         | 2,37         | 2,64         |
| DYield                    | 10,0%        | 10,4%        | 0,0%         | 8,8%         | 9,8%         |
| <b>Zmiana prognoz</b>     |              |              | <b>2020P</b> | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> |
| 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%         |
| <b>Zysk netto</b>         |              |              | <b>0,0%</b>  | <b>0,0%</b>  | <b>0,0%</b>  |

### 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        |
| <b>Wynik operacyjny</b>    | <b>7 087</b> | <b>7 084</b> | <b>5 141</b> | <b>5 939</b> | <b>6 984</b> |
| Koszty finansowe           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Jednostki zależne          | -1           | -4           | -4           | -4           | -4           |
| <b>Zysk brutto</b>         | <b>7 086</b> | <b>7 080</b> | <b>5 137</b> | <b>5 935</b> | <b>6 980</b> |
| Podatek dochodowy          | -1 718       | -1 895       | -1 303       | -1 510       | -1 788       |
| Zysk mniejszości           | 2 155        | 1 890        | 1 279        | 1 571        | 2 102        |
| <b>Zysk netto</b>          | <b>3 213</b> | <b>3 295</b> | <b>2 555</b> | <b>2 853</b> | <b>3 090</b> |

### 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%          |
| <b>Wartość godziwa</b>                | <b>25 035</b> | <b>100%</b> |
| Liczba akcji (mln)                    | 864           |             |
| Koszt kapitału                        | 8,5%          |             |
| <b>Wartość godziwa na akcję (PLN)</b> | <b>28,99</b>  |             |
| <b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>      | <b>30,84</b>  |             |

### 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%          |
| <b>Wartość godziwa</b>                | <b>22 607</b> | <b>100%</b> |
| Liczba akcji (mln)                    | 864           |             |
| Koszt kapitału                        | 8,5%          |             |
| <b>Wartość godziwa na akcję (PLN)</b> | <b>26,18</b>  |             |
| <b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>      | <b>27,85</b>  |             |

### Bilans

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

### 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        |
| <b>Średnia wartość godziwa</b> |      | <b>23 821</b> |

### 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         |
| <b>Suma części</b>               | <b>29 167</b> | <b>33,78</b> |
| <b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b> |               | <b>35,93</b> |

## Skarbiec Holding trzymaj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 [michal.konarski@mbank.pl](mailto: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.

|                      |           |                         |
|----------------------|-----------|-------------------------|
| <b>Cena bieżąca</b>  | 26,10 PLN | <b>potencjał zmiany</b> |
| <b>Cena docelowa</b> | 21,20 PLN | <b>-18,8%</b>           |

|                 | rekomendacja   | cena docelowa    | data wydania      |
|-----------------|----------------|------------------|-------------------|
| <b>aktualna</b> | <b>trzymaj</b> | <b>21,20 PLN</b> | <b>2020-07-02</b> |

| Podstawowe dane    |              |                 | SKH PW      | vs. WIG |
|--------------------|--------------|-----------------|-------------|---------|
| Ticker             | SKH PW       | Zmiana 1M       | -3,3%       | -4,3%   |
| ISIN               | PLSKRBH00014 | Zmiana YTD      | +37,4%      | +49,3%  |
| Liczba akcji (mln) | 6,8          | Średni obrót 1M | 0,0 mln PLN |         |
| MC (mln PLN)       | 178,0        | 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       |
| <b>Zysk netto</b>     | <b>31,2</b> | <b>13,0</b> | <b>17,7</b> | <b>16,4</b> |
| P/E                   | 5,7         | 13,8        | 10,1        | 10,9        |
| P/BV                  | 1,7         | 1,6         | 1,7         | 1,6         |
| ROE                   | 30,3%       | 12,0%       | 16,3%       | 15,3%       |
| DPS                   | 4,45        | 0,50        | 3,69        | 1,80        |
| DYield                | 17,0%       | 1,9%        | 14,2%       | 6,9%        |
| 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%        |
| <b>Zysk netto</b>     |             | <b>0,0%</b> | <b>0,0%</b> | <b>0,0%</b> |

### 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          |
| <b>Przychody</b>            | <b>101,5</b> | <b>112,9</b> | <b>76,3</b>  | <b>83,6</b>  | <b>84,2</b>  |
| Koszty dystrybucji          | -41,5        | -34,3        | -28,0        | -26,4        | -27,5        |
| Koszty świadczeń pracowr    | -19,8        | -24,6        | -16,7        | -19,3        | -20,1        |
| Pozostałe koszty działalnoś | -16,8        | -16,1        | -16,6        | -17,0        | -17,4        |
| <b>Koszty operacyjne</b>    | <b>-78,1</b> | <b>-75,0</b> | <b>-61,3</b> | <b>-62,7</b> | <b>-65,0</b> |
| Pozostałe                   | 0,9          | 0,9          | 1,0          | 1,0          | 1,1          |
| <b>Zysk brutto</b>          | <b>24,3</b>  | <b>38,8</b>  | <b>16,0</b>  | <b>21,9</b>  | <b>20,3</b>  |
| Podatek dochodowy           | -4,7         | -7,6         | -3,0         | -4,2         | -3,9         |
| <b>Zysk netto</b>           | <b>19,6</b>  | <b>31,2</b>  | <b>13,0</b>  | <b>17,7</b>  | <b>16,4</b>  |
| Aktywa detaliczne           | 4 414        | 3 457        | 2 974        | 3 421        | 3 589        |
| Aktywa dedykowane           | 2 375        | 406          | 406          | 406          | 406          |
| <b>AUM ogółem</b>           | <b>6 789</b> | <b>3 862</b> | <b>3 380</b> | <b>3 826</b> | <b>3 995</b> |

### 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%          |
| <b>Wartość godziwa na 07/2019</b>     | <b>143</b>   | <b>100%</b> |
| Korekta o wartość pieniądza w czasie  | 20           |             |
| <b>Wartość godziwa</b>                | <b>163</b>   |             |
| Rozwodnienie (program menadż.)        | -6           |             |
| <b>Obecna wartość godziwa</b>         | <b>158</b>   |             |
| Liczba akcji (mln)                    | 6,8          |             |
| <b>Wartość godziwa na akcję (PLN)</b> | <b>23,11</b> |             |
| <b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>      | <b>25,02</b> |             |

### Model zysków ekonomicznych

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

### 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%         |
| <b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b> |      | <b>21,20</b> |



## GPW trzymaj (bez zmian)

Nikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 [mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)

Sierpień to dla GPW przede wszystkim wyniki kwartalne, które okazały się być zgodne z rynkowymi oczekiwaniami, a odstępstwo od konsensusu wynikało przede wszystkim ze spisania 3,5 mln PLN goodwillu Bonspot, którego jeszcze 19 mln PLN widnieje na bilansie GPW. Uważamy, że dalszy odpis jest pewnym ryzykiem na przyszłość, które może się zmaterializować, jeżeli obroty na TBSP dalej będą się utrzymywać na niskim poziomie. Pomimo świetnego półrocza Zarząd GPW zajął już stanowisko w sprawie rekomendacji przyszłorocznej dywidendy, która będzie zgodna z minimalnym poziomem założonym w strategii tzn. 2,50 PLN na akcje. Jest to zgodne z naszymi oczekiwaniami, ale dla części rynku może to być lekki zawód, biorąc pod uwagę rekordowe przychody w segmencie rynków finansowych. Zarząd jednoznacznie dał do zrozumienia, że jest zwolennikiem wygładzania strumienia dywidend i w przypadku słabszego roku, również będzie rekomendował podział zysku zgodny ze strategią. Obecnie rekomendowany DPS oznacza stopę dywidendy w przedziale 5,5-6%. Chociaż w pierwotnym planie program pilotażowy dla Rynku Towarów Rolnych miał się skończyć w sierpniu, a od września GPW miała zacząć pobierać opłaty za transakcję, to okres handlu bez opłat zostanie prawdopodobnie przedłużony ze względu na obecnie bardzo niskie obroty na tym rynku oraz chęć pozyskania nowych uczestników. Chociaż sentymentalnie jest to pewien zawód, to nie ma on wpływu na wycenę, ponieważ do tej pory rynek nie uwzględniał przychodów z tego źródła w swoich analizach.

|                      |           |                         |
|----------------------|-----------|-------------------------|
| <b>Cena bieżąca</b>  | 42,55 PLN | <b>potencjał zmiany</b> |
| <b>Cena docelowa</b> | 41,56 PLN | <b>-2,3%</b>            |

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

| Podstawowe dane    |              |                   | GPW PW | vs. WIG     |
|--------------------|--------------|-------------------|--------|-------------|
| Ticker             | GPW PW       | Zmiana 1M         | -2,2%  | -3,1%       |
| ISIN               | PLGPW0000017 | Zmiana YTD        | +15,3% | +27,2%      |
| Liczba akcji (mln) | 42,0         | Średni obrót 1M   |        | 2,3 mln PLN |
| MC (mln PLN)       | 1 785,9      | Średni obrót 6M   |        | 2,5 mln PLN |
| EV (mln PLN)       | 1 763,8      | EV/EBITDA 12M fwd | 9,9    | +30,7%      |
| Free float         | 64,8%        | EV/EBITDA 5Y avg  | 7,6    | premia      |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)              | 2018  | 2019  | 2020P | 2021P | 2022P |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody              | 347   | 336   | 339   | 349   | 356   |
| EBITDA                 | 205   | 205   | 192   | 179   | 185   |
| marża EBITDA           | 59,0% | 61,0% | 56,6% | 51,2% | 52,0% |
| EBIT                   | 173   | 173   | 156   | 141   | 144   |
| Zysk netto             | 184   | 119   | 110   | 122   | 124   |
| P/E                    | 9,7   | 15,0  | 16,2  | 14,7  | 14,4  |
| P/BV                   | 2,0   | 2,0   | 2,0   | 2,0   | 2,0   |
| EV/EBITDA              | 9,0   | 8,6   | 9,2   | 9,8   | 9,3   |
| DPS                    | 2,20  | 3,18  | 2,40  | 2,50  | 2,60  |
| DYield                 | 5,2%  | 7,5%  | 5,6%  | 5,9%  | 6,1%  |
| 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 |
|-------------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>Przychody ze sprzedaży</b> | 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     |
| <b>EBIT</b>                   | 173  | 156  | 141   | 144   | 145   |
| <b>EBITDA</b>                 | 205  | 188  | 177   | 183   | 186   |
| Udział w zyskach jednostek    | 11   | 11   | 13    | 13    | 13    |
| Wynik na działalność finans.  | 45   | -17  | -14   | -4    | -1    |
| <b>Zysk brutto</b>            | 226  | 150  | 140   | 154   | 157   |
| Podatek dochodowy             | -42  | -31  | -29   | -32   | -33   |
| <b>Zysk netto</b>             | 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%       |
| <b>Wartość godziwa</b>           | <b>39,75</b> | <b>100%</b> |
| CoE (%)                          | 8,5%         |             |
| <b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b> | <b>42,28</b> |             |

### 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            |
| <b>Wartość firmy</b>                  | <b>1 611</b> |
| Liczba akcji (mln)                    | 42           |
| <b>Wartość godziwa na akcję (PLN)</b> | <b>38,38</b> |
| CoE (%)                               | 8,5%         |
| <b>Cena docelowa za 9M (PLN)</b>      | <b>40,83</b> |

### Bilans

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

### 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        |
| <b>cena docelowa za 9 m-cy</b> |      | <b>41,56</b> |

### 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](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)

Słabe dane odnośnie produkcji sprzedanej szkła płaskiego i soli warzonej w Polsce wskazują na U-kształtne odbicie wolumenów sprzedaży w VII'20. Produkcja sprzedana szkła płaskiego w Polsce za lipiec wpadła wzrosła o 20% względem czerwca, ale wciąż jest o 8% r/r niższa (5-ty miesiąc r/r spadku). W lipcu pod presją również znajdowała się produkcja soli warzonej w Polsce (-15% r/r; czwarty miesiąc spadku). W samym 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). Potencjalnie w 2Q'20 Grupa może zaksięgować 11 mln PLN zwrotu wyższych kosztów CO<sub>2</sub> za 2019 rok w ramach funduszu dla najbardziej energochłonnych przedsiębiorstw (nie ma tego w naszych prognozach ani konsensusie). Wciąż jednak zakładamy, że przekroczenie 600 mln PLN EBITDA w całym 2020 roku oceniamy jako mało prawdopodobne. Nie zmieniamy naszej ceny docelowej (34,09 PLN/akcja) oraz rekomendacji trzymaj dla Grupy Ciech.

|                      |           |                         |
|----------------------|-----------|-------------------------|
| <b>Cena bieżąca</b>  | 30,45 PLN | <b>potencjał zmiany</b> |
| <b>Cena docelowa</b> | 34,09 PLN | <b>+12,0%</b>           |

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

| Podstawowe dane    |               | CIE PW            | vs. WIG       |
|--------------------|---------------|-------------------|---------------|
| Ticker             | CIE PW        | Zmiana 1M         | -0,5% -1,4%   |
| ISIN               | PLCIECH000018 | Zmiana YTD        | -23,3% -11,4% |
| Liczba akcji (mln) | 52,7          | Średni obrót 1M   | 1,4 mln PLN   |
| MC (mln PLN)       | 1 604,7       | Średni obrót 6M   | 2,7 mln PLN   |
| EV (mln PLN)       | 3 303,8       | EV/EBITDA 12M fwd | 5,3 -7,0%     |
| 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.                              | 9,7   | 8,6   | 10,2  | 8,8   | 8,1   |
| P/BV                                   | 0,8   | 0,8   | 0,8   | 0,7   | 0,7   |
| EV/EBITDA skor.                        | 4,8   | 4,7   | 5,5   | 4,7   | 4,5   |
| DPS                                    | 7,50  | 0,00  | 0,00  | 0,90  | 1,72  |
| DYield                                 | 24,6% | 0,0%  | 0,0%  | 3,0%  | 5,7%  |
| Zmiana prognoz                         |       | 2020P | 2021P | 2022P |       |
| EBITDA adj.                            |       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |       |
| Zysk netto adj.                        |       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |       |
| Soda (USD/t)                           |       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |       |
| Soda Ciech (PLN/t)                     |       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |       |
| Soda vol (tys. ton)                    |       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |       |
| Węgiel do celów energetycznych (PLN/t) |       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |       |
| Węgiel kokсовy (USD/t)                 |       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |       |
| Gaz ziemny (PLN/m3)                    |       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |       |

### Rachunek wyników i dane operacyjne

| (mln PLN)              | 2018        | 2019        | 2020P       | 2021P       | 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         |
| <b>Przepływy oper.</b> | <b>454</b>  | <b>532</b>  | <b>555</b>  | <b>616</b>  | <b>623</b>  |
| Amortyzacja            | 275         | 310         | 325         | 376         | 368         |
| Kapitał obrotowy       | -97         | 56          | 7           | -5          | -2          |
| <b>Przepływy inv.</b>  | <b>-627</b> | <b>-407</b> | <b>-699</b> | <b>-383</b> | <b>-323</b> |
| CAPEX                  | 595         | 385         | 699         | 383         | 323         |
| <b>Przepływy fin.</b>  | <b>-125</b> | <b>-17</b>  | <b>-66</b>  | <b>-212</b> | <b>-251</b> |
| 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%         |
| Zdyktowana wartość FCF           | 1 381        |
| Dług netto                       | 1 490        |
| Inne korekty                     | -202         |
| <b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b> | <b>28,05</b> |

### Wycena

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

## Grupa Azoty trzymaj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Słabe zachowanie cen nawozów saletrzanych w Europie oraz wzrosty cen gazu ziemnego przekładają się na spadek marży producentów nawozów. W efekcie perspektywy dla segmentu nawozów Grupy Azoty na drugą połowę 2020 roku i 2021 rok słabną. 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. 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. Obniżamy nasze prognozy wyników dla segmentu nawozowego w 2020, 2021 i 2022 roku. Obniżamy naszą cenę docelową do 25,83 PLN/akcja (wcześniej 29,90 PLN/akcja) oraz podtrzymujemy rekomendację trzymaj dla Grupy Azoty.

Cena bieżąca

25,30 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

25,83 PLN

+2,1%

|                    | rekomendacja | cena docelowa     | data wydania |          |
|--------------------|--------------|-------------------|--------------|----------|
| nowa               | trzymaj      | 25,83 PLN         | 2020-09-02   |          |
| poprzednia         | trzymaj      | 29,90 PLN         | 2020-07-02   |          |
| Podstawowe dane    |              |                   | ATT PW       | vs. WIG  |
| Ticker             | ATT PW       | Zmiana 1M         | -11,2%       | -12,2%   |
| ISIN               | PLZATRM00012 | Zmiana YTD        | -13,6%       | -1,7%    |
| Liczba akcji (mln) | 99,2         | Średni obrót 1M   | 1,0 mln PLN  |          |
| MC (mln PLN)       | 2 509,6      | Średni obrót 6M   | 3,1 mln PLN  |          |
| EV (mln PLN)       | 6 898,1      | EV/EBITDA 12M fwd | 5,6          | -8,1%    |
| 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 | 9 502  | 10 363 | 10 753 |
| EBITDA skor.        | 805   | 1 496  | 1 102  | 1 044  | 1 135  |
| marża EBITDA        | 8,1%  | 13,2%  | 11,6%  | 10,1%  | 10,6%  |
| EBIT skor.          | 122   | 685    | 297    | 204    | 258    |
| Zysk netto skor.    | 43    | 431    | 134    | 60     | 79     |
| P/E skor.           | 58,9  | 5,8    | 18,7   | 42,2   | 31,9   |
| P/BV                | 0,4   | 0,4    | 0,3    | 0,3    | 0,3    |
| EV/EBITDA skor.     | 6,7   | 4,0    | 6,3    | 7,8    | 8,1    |
| DPS                 | 1,20  | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   |
| DYield              | 4,7%  | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| Zmiana prognoz      |       |        | 2020P  | 2021P  | 2022P  |
| EBITDA              |       |        | -4,4%  | -7,6%  | -5,7%  |
| Zysk netto          |       |        | -22,8% | -52,8% | -41,3% |
| Mocznik (PLN/t)     |       |        | 0,0%   | -0,2%  | +0,3%  |
| Saletra (PLN/t)     |       |        | 0,0%   | -0,5%  | +0,1%  |
| Gaz ziemny (PLN/m3) |       |        | -1,0%  | 0,0%   | 0,0%   |
| Melamina (PLN/t)    |       |        | -5,1%  | 0,0%   | 0,0%   |
| Poliamid 6 (PLN/t)  |       |        | -5,1%  | +0,1%  | +0,1%  |
| Propylen (PLN/t)    |       |        | -5,1%  | 0,0%   | 0,0%   |

### Wyniki i przepływy operacyjne

| (mln PLN)              | 2018          | 2019          | 2020P         | 2021P         | 2022P         |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| EBITDA nawozy          | 82            | 965           | 829           | 604           | 635           |
| EBITDA tworzywa        | 192           | 66            | -27           | 25            | 60            |
| EBITDA chemia          | 282           | 208           | 125           | 195           | 233           |
| EBITDA energetyka      | 94            | 102           | 111           | 152           | 143           |
| EBITDA pozostałe       | 114           | 83            | 63            | 68            | 64            |
| <b>Przepływy oper.</b> | <b>1 043</b>  | <b>2 033</b>  | <b>1 161</b>  | <b>1 003</b>  | <b>1 111</b>  |
| Amortyzacja            | 683           | 811           | 805           | 840           | 877           |
| Kapitał obrotowy       | 155           | 636           | 76            | -36           | -17           |
| <b>Przepływy inw.</b>  | <b>-1 761</b> | <b>-1 186</b> | <b>-1 945</b> | <b>-2 071</b> | <b>-1 863</b> |
| CAPEX                  | 2 042         | 1 044         | 1 945         | 2 071         | 2 037         |
| <b>Przepływy fin.</b>  | <b>440</b>    | <b>-923</b>   | <b>80</b>     | <b>1 012</b>  | <b>832</b>    |
| Dywidenda/buyback      | -119          | 0             | 0             | 0             | 0             |
| FCF                    | -1 158        | 883           | -798          | -1 070        | -927          |
| FCF/EBITDA             | -151%         | 62%           | -72%          | -102%         | -82%          |
| CFO/EBITDA             | 136%          | 143%          | 105%          | 96%           | 98%           |

### Model DCF

| (mln PLN)          | 20P    | 21P    | 22P    | 23P    | 24P    | 25P    | 26P    | 27P    | 28P    | 29P    | +      |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Mocznik (PLN/t)    | 1 530  | 1 516  | 1 530  | 1 530  | 1 530  | 1 530  | 1 530  | 1 530  | 1 530  | 1 538  | 1 546  |
| Saletra (PLN/t)    | 1 250  | 1 254  | 1 268  | 1 268  | 1 268  | 1 268  | 1 268  | 1 268  | 1 268  | 1 274  | 1 281  |
| Gaz ziem. (PLN/m3) | 555    | 696    | 830    | 830    | 830    | 830    | 830    | 830    | 830    | 830    | 830    |
| Przychody          | 9 502  | 10 363 | 10 753 | 12 087 | 12 288 | 12 453 | 12 571 | 12 692 | 12 781 | 12 907 | 13 035 |
| EBITDA             | 1 102  | 1 044  | 1 135  | 1 562  | 1 563  | 1 551  | 1 534  | 1 528  | 1 516  | 1 534  | 1 553  |
| marża EBITDA       | 11,6%  | 10,1%  | 10,6%  | 12,9%  | 12,7%  | 12,5%  | 12,2%  | 12,0%  | 11,9%  | 11,9%  | 11,9%  |
| EBIT               | 297    | 204    | 258    | 386    | 414    | 473    | 501    | 509    | 483    | 496    | 516    |
| Podatek            | 30     | 7      | 9      | 18     | 13     | 27     | 35     | 39     | 36     | 39     | 44     |
| CAPEX              | -1 945 | -2 071 | -2 037 | -526   | -765   | -804   | -862   | -878   | -917   | -981   | -1 038 |
| Kapitał obrotowy   | 76     | -36    | -17    | -56    | -9     | -7     | -5     | -5     | -4     | -5     | -5     |
| FCF                | -798   | -1 070 | -927   | 962    | 776    | 713    | 632    | 606    | 559    | 510    |        |
| PV FCF             | -782   | -991   | -815   | 789    | 594    | 514    | 427    | 384    | 332    | 284    | 245    |
| WACC               | 6,2%   | 5,9%   | 5,7%   | 6,1%   | 6,4%   | 6,3%   | 6,4%   | 6,4%   | 6,5%   | 6,5%   | 6,5%   |
| 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                  | 14 160 | 15 479 | 15 389 | 16 821 | 18 008 |
| Aktywa trwałe           | 9 886  | 10 705 | 11 849 | 13 084 | 14 252 |
| Kapitał własny          | 6 703  | 7 036  | 7 179  | 7 239  | 7 317  |
| Udział mniejszości      | 625    | 658    | 878    | 885    | 895    |
| Dług netto              | 2 226  | 2 807  | 3 511  | 4 717  | 5 812  |
| Dług netto/EBITDA (x)   | 2,9    | 2,0    | 3,2    | 4,5    | 5,1    |
| Dług netto/kap. wł. (x) | 0,3    | 0,4    | 0,5    | 0,7    | 0,8    |

### Analiza porównawcza

|          | P/E  |      |      | EV/EBITDA |     |     |
|----------|------|------|------|-----------|-----|-----|
|          | 20P  | 21P  | 22P  | 20P       | 21P | 22P |
| Minimum  | 12,8 | 9,9  | 9,4  | 6,6       | 5,9 | 5,5 |
| Maksimum | 66,5 | 21,1 | 15,0 | 9,6       | 8,9 | 8,2 |
| Mediana  | 18,7 | 12,8 | 11,5 | 8,7       | 7,1 | 6,2 |
| waga     | 17%  | 17%  | 17%  | 17%       | 17% | 17% |

### Podsumowanie DCF

| (mln PLN)                 |       |
|---------------------------|-------|
| Beta                      | 1,0   |
| Wzrost FCF po prognozie   | 2,0%  |
| Wartość firmy (EV)        | 6 533 |
| Dług netto                | 2 596 |
| Inne korekty              | -658  |
| Wycena DCF na akcję (PLN) | 33,06 |

### Wycena

| (PLN)                      | waga | cena         |
|----------------------------|------|--------------|
| Porównawcza                | 50%  | 15,54        |
| DCF                        | 50%  | 33,06        |
| Cena wynikowa              |      | 24,30        |
| Koszt kapitału 9M          |      | 6,3%         |
| <b>Cena docelowa za 9M</b> |      | <b>25,83</b> |

## Surowce

### JSW

#### trzymaj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)

Spadek konsumpcji stali w Europie w efekcie epidemii COVID-19 oraz zachorowania pracowników przełożyły się na bardzo słabe wyniki 2Q'20, które ostatecznie te okazały się zgodne z naszymi oczekiwaniami. Zarząd chciałby „nadgonić” starty produkcji z 2Q'20 w 2H'20, ale wszystko zależy będzie od tego, czy w Europie wystąpi druga fala zachorowań na COVID-19. Zarząd przy wynikach potwierdził chęć ubiegania się o pomoc w ramach tarczy antykrzysowej w formie pożyczek na poziomie 1,75 mld PLN. Wsparcie z PFR zostałyby udzielone na 4 lata i jak przedstawiono mogłoby zostać częściowo umorzone w przyszłości. Środki przeznaczone byłyby na uzupełnienie płynności Grupy i kontynuację programu inwestycyjnego w okresie dekonunktury. Naszym zdaniem przyznanie środków w krótkim terminie prawdopodobnie przełoży się na poprawę sentymentu do Spółki. Dodatkowo zwiększenie aktywności na rynku zamorskim węgla koksowego oraz prognozowane cyklony mogą przełożyć się w krótkim terminie na wzrost cen surowca. Aktualizujemy nasze prognozy o przeprowadzone w 2Q'20 testy na utratę wartości (431 mln PLN) oraz potencjalnie przyznaną pomoc z tarczy antykrzysowej (1,75 mld PLN). W związku z oczekiwanym finansowaniem rewidujemy w górę nasze założenia CAPEX Grupy na 2020 rok do 1,97 mld PLN oraz na 2021 rok do 1,87 mld PLN. Obniżamy naszą cenę docelową do 15,82 PLN/akcja (wcześniej 16,41 PLN/akcja) oraz podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

**Cena bieżąca**

15,18 PLN

**potencjał zmiany**

**Cena docelowa**

15,82 PLN

**+4,2%**

|                    | rekomendacja | cena docelowa     | data wydania |         |
|--------------------|--------------|-------------------|--------------|---------|
| nowa               | trzymaj      | 15,82 PLN         | 2020-09-02   |         |
| poprzednia         | trzymaj      | 16,41 PLN         | 2020-08-04   |         |
| Podstawowe dane    |              |                   | JSW PW       | vs. WIG |
| Ticker             | JSW PW       | Zmiana 1M         | -8,0%        | -8,9%   |
| ISIN               | PLJSW0000015 | Zmiana YTD        | -29,0%       | -17,1%  |
| Liczba akcji (mln) | 117,4        | Średni obrót 1M   | 7,1 mln PLN  |         |
| MC (mln PLN)       | 1 782,3      | Średni obrót 6M   | 15,6 mln PLN |         |
| EV (mln PLN)       | 2 816,9      | EV/EBITDA 12M fwd | 5,5          | +83,5%  |
| 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 | 7 242   | 8 648 | 8 834 |
| EBITDA skor.                           | 3 101 | 1 839 | 448     | 955   | 1 114 |
| marża EBITDA                           | 31,6% | 21,2% | 6,2%    | 11,0% | 12,6% |
| EBIT skor.                             | 2 335 | 806   | -683    | -280  | -220  |
| Zysk netto skor.                       | 1 802 | 548   | -641    | -355  | -307  |
| P/E skor.                              | 1,0   | 3,3   | -       | -     | -     |
| P/BV                                   | 0,2   | 0,2   | 0,2     | 0,2   | 0,2   |
| EV/EBITDA skor.                        | -     | 0,5   | 6,3     | 3,3   | 3,2   |
| DPS                                    | 0,00  | 1,71  | 0,00    | 0,00  | 0,00  |
| DYield                                 | 0,0%  | 11,3% | 0,0%    | 0,0%  | 0,0%  |
| <b>Zmiana prognoz</b>                  |       |       |         |       |       |
| EBITDA (skor.)                         |       |       | +115,8% | +6,0% | +6,6% |
| Zysk netto (skor.)                     |       |       | -       | -     | -     |
| Węgiel koksowy (PLN/t)                 |       |       | -1,3%   | 0,0%  | 0,0%  |
| Węgiel do celów energetycznych (PLN/t) |       |       | 0,0%    | 0,0%  | 0,0%  |
| Koks (PLN/t)                           |       |       | -2,3%   | -4,0% | 0,0%  |
| Prod. węgla (tys. t)                   |       |       | 0,0%    | +0,9% | +0,8% |
| Prod. w. koks. (tys. t)                |       |       | 0,0%    | +0,9% | +0,8% |
| 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        | 14 986        | 15 113        |
| Prod. w. koks. (tys. t) | 10 351        | 10 208        | 11 360        | 11 989        | 12 090        |
| Udział węgla koks. (%)  | 69%           | 69%           | 80%           | 80%           | 80%           |
| Prod. w. ener. (tys. t) | 4 668         | 4 554         | 2 840         | 2 997         | 3 023         |
| Prod. koksu (tys. t)    | 3 559         | 3 170         | 2 700         | 3 200         | 3 400         |
| <b>Przepływy oper.</b>  | <b>2 856</b>  | <b>1 538</b>  | <b>154</b>    | <b>1 701</b>  | <b>1 411</b>  |
| Amortyzacja             | 766           | 1 034         | 1 132         | 1 234         | 1 334         |
| Kapitał obrotowy        | 338           | -162          | -586          | 708           | 289           |
| <b>Przepływy inw.</b>   | <b>-1 582</b> | <b>-2 261</b> | <b>-1 970</b> | <b>-1 870</b> | <b>-1 670</b> |
| CAPEX                   | 1 248         | 2 181         | 1 970         | 1 870         | 1 670         |
| <b>Przepływy fin.</b>   | <b>-755</b>   | <b>-180</b>   | <b>1 667</b>  | <b>-133</b>   | <b>-133</b>   |
| Dywidenda/buyback       | 0             | -201          | 0             | 0             | 0             |
| FCF                     | 1 754         | -691          | -2 002        | -129          | -200          |
| FCF/EBITDA skor.        | 57%           | -38%          | -447%         | -13%          | -18%          |
| CFO/EBITDA skor.        | 92%           | 84%           | 34%           | 178%          | 127%          |

#### 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)        | 780    | 831    | 884    | 884    | 884    | 884    | 884    | 884    | 884    | 884    | 884    |
| Przychody           | 7 242  | 8 648  | 8 834  | 9 188  | 9 279  | 9 420  | 9 571  | 9 722  | 9 900  | 9 913  | 9 915  |
| EBITDA              | 655    | 955    | 1 114  | 1 489  | 1 561  | 1 576  | 1 595  | 1 614  | 1 692  | 1 700  | 1 619  |
| marża EBITDA        | 9,0%   | 11,0%  | 12,6%  | 16,2%  | 16,8%  | 16,7%  | 16,7%  | 16,6%  | 17,1%  | 17,1%  | 16,3%  |
| EBIT                | -477   | -280   | -220   | 114    | -23    | 12     | 124    | 237    | 323    | 306    | 219    |
| Podatek             | -106   | -78    | -67    | -4     | -22    | -9     | 13     | 34     | 50     | 46     | 28     |
| CAPEX               | -1 970 | -1 870 | -1 670 | -1 400 | -1 400 | -1 400 | -1 400 | -1 400 | -1 400 | -1 400 | -1 400 |
| Kapitał obrotowy    | -586   | 708    | 289    | 131    | 10     | 25     | 33     | 33     | 35     | 3      | -5     |
| FCF                 | -2 002 | -129   | -200   | 224    | 193    | 210    | 216    | 213    | 277    | 256    | 186    |
| PV FCF              | -1 955 | -118   | -172   | 180    | 144    | 146    | 139    | 129    | 156    | 136    |        |
| WACC                | 7,3%   | 7,0%   | 6,6%   | 6,9%   | 6,9%   | 7,0%   | 7,1%   | 7,1%   | 7,1%   | 7,0%   | 6,8%   |
| Risk-free rate      | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   |

#### Bilans

| (mln PLN)               | 2018   | 2019   | 2020P  | 2021P  | 2022P  |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Aktywa                  | 13 763 | 14 926 | 15 710 | 15 839 | 15 596 |
| Aktywa trwałe           | 8 475  | 10 391 | 11 230 | 11 885 | 12 259 |
| Kapitał własny          | 8 081  | 8 463  | 7 989  | 7 634  | 7 327  |
| Udział mniejszości      | 364    | 388    | 388    | 388    | 388    |
| Dług netto              | -3 286 | -1 252 | 646    | 949    | 1 341  |
| Dług netto/EBITDA skor. | -1,1   | -0,7   | 1,4    | 1,0    | 1,2    |
| Dług netto/kap. wł. (x) | -0,4   | -0,1   | 0,1    | 0,1    | 0,2    |

#### Analiza porównawcza

|          | P/E  |      |       | EV/EBITDA |      |     |
|----------|------|------|-------|-----------|------|-----|
|          | 19P  | 20P  | 21P   | 19P       | 20P  | 21P |
| Minimum  | 3,2  | 3,4  | 2,5   | 0,5       | 0,5  | 0,5 |
| Maksimum | 46,8 | 16,8 | 218,7 | 17,7      | 11,9 | 9,8 |
| Mediana  | 8,5  | 7,7  | 7,2   | 6,0       | 4,7  | 4,1 |
| waga     | 0%   | 0%   | 0%    | 0%        | 50%  | 50% |

#### Podsumowanie DCF

| (mln PLN)                        |             |
|----------------------------------|-------------|
| Beta                             | 1,0         |
| Wzrost FCF po prognozie          | 0,0%        |
| Zdykontowana wartość FCF         | -1 213      |
| Dług netto                       | -1 252      |
| Inne korekty                     | 388         |
| <b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b> | <b>9,32</b> |

#### Wycena

| (PLN)                      | waga | cena         |
|----------------------------|------|--------------|
| Porównawcza                | 50%  | 20,45        |
| DCF                        | 50%  | 9,32         |
| Cena wynikowa              |      | 14,89        |
| Koszt kapitału 9M          |      | 6,3%         |
| <b>Cena docelowa za 9M</b> |      | <b>15,82</b> |

## KGHM trzymaj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Mocne odbudowanie popytu na miedź przez Chiny powodowane przez szybkie odbicie produkcji przemysłowej i programy infrastrukturalne przekładają się na większy optymizm inwestorów i otwieranie przez nich pozycji długich na metalu oraz wzrosty cen. KGHM korzysta także na wzroście cen srebra, które są efektem wysokich napływów nowych środków do funduszy metali szlachetnych. 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. naszym zdaniem. Pozostawiamy bez zmian naszą wycenę Grupy KGHM (124,67 PLN/akcja) oraz rekomendację trzymaj.

Cena bieżąca

136,25 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

124,67 PLN

-8,5%

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

| Podstawowe dane    |              |                   | KGH PW       | vs. WIG |
|--------------------|--------------|-------------------|--------------|---------|
| Ticker             | KGH PW       | Zmiana 1M         | +8,1%        | +7,2%   |
| ISIN               | PLKGHM000017 | Zmiana YTD        | +42,6%       | +54,5%  |
| Liczba akcji (mln) | 200,0        | Średni obrót 1M   | 85,6 mln PLN |         |
| MC (mln PLN)       | 27 250,0     | Średni obrót 6M   | 73,1 mln PLN |         |
| EV (mln PLN)       | 32 031,4     | EV/EBITDA 12M fwd | 5,6          | +16,6%  |
| Free float         | 63,2%        | EV/EBITDA 5Y avg  | 4,8          | 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.               | 14,4   | 12,2   | 10,1   | 10,7   | 11,4   |
| P/BV                    | 1,4    | 1,4    | 1,2    | 1,1    | 1,0    |
| EV/EBITDA skor.         | 6,9    | 6,5    | 5,4    | 5,2    | 5,2    |
| DPS                     | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 2,00   | 5,11   |
| DYield                  | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 1,5%   | 3,8%   |
| 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           |
| <b>Przepływy oper.</b>     | <b>3 826</b>  | <b>5 048</b>  | <b>4 869</b>  | <b>4 894</b>  | <b>4 699</b>  |
| Amortyzacja                | 1 796         | 1 920         | 2 031         | 2 178         | 2 152         |
| Kapitał obrotowy           | 1 412         | 1 227         | -9            | 1             | 0             |
| <b>Przepływy inw.</b>      | <b>-3 539</b> | <b>-3 643</b> | <b>-2 544</b> | <b>-2 756</b> | <b>-2 349</b> |
| CAPEX                      | 3 541         | 3 336         | 2 544         | 2 756         | 2 349         |
| <b>Przepływy fin.</b>      | <b>84</b>     | <b>-1 346</b> | <b>-157</b>   | <b>-557</b>   | <b>-1 180</b> |
| 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           |
| <b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b> | <b>113,25</b> |

### Wycena

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



## Paliwa

### Lotos

#### akumuluj (podwyższona)

Kamil Kliszczyk

+48 22 438 24 02

kamil.kliszczyk@mbank.pl

Wbrew naszym oczekiwaniom kurs Lotosu w sierpniu pogłębiał spadki i parytet w stosunku do PKN uległ dalszemu pogorszeniu. Komunikaty Orlenu na temat braku intencji wykupu 100% akcji w horyzoncie 2 lat skutecznie wystraszyły inwestorów, którzy obawiają się iż Lotos po realizacji środków zaradczych pozostanie centrum kosztowych Grupy Orlenu. W naszej opinii taki scenariusz jest mało prawdopodobny, gdyż przy finalizacji przejęcia Orlen będzie musiał mimo wszystko zachęcić akcjonariuszy mniejszościowych Lotosu do głosowania za swoimi pomysłami (wydzielenie rafinerii, share swap, sprzedaż aktywów) i nie będzie mógł sobie pozwolić na kontrowersję. Trudno sobie wyobrazić, aby zagraniczne koncerny będące stroną wymiany aktywów w ramach środków zaradczych chcieli wykląć się w potencjalne spory sądowe (np. zaskarżone uchwały WZA itp.). W tym kontekście uważamy, że wezwanie gotówkowe na akcje Lotosu (przynajmniej te nienależące do Skarbu Państwa) przy tak skonstruowanych wymogach KE to najbardziej prawdopodobny scenariusz. Oczywiście wycena Lotosu nie może być oderwana od obecnej niekorzystnej sytuacji w sektorze rafineryjnym, ale w naszej opinii rynek zdyskontował już niskie marże z nawiązką. W krótkim terminie oczekivalibyśmy nawet pewnej poprawy makro z aktualnych bardzo niskich poziomów (rosnącą podaż ropy, spadek zapasów w okresie huraganowym, powrót popytu z rolnictwa na diesla). Uwzględniając nowe bardziej konserwatywne założenia makro i mocny spadek wyceny porównawczej obniżamy naszą wycenę LTS do 47,09 PLN na akcję, ale przy obecnym kursie podnosimy naszą rekomendację do akumuluj.

#### Rachunek wyników i dane operacyjne

| (mln PLN)                   | 2018         | 2019         | 2020P        | 2021P        | 2022P        |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>EBITDA LIFO skor.</b>    | <b>3 126</b> | <b>2 861</b> | <b>1 851</b> | <b>1 980</b> | <b>2 408</b> |
| upstream                    | 917          | 630          | 306          | 328          | 721          |
| rafineria                   | 2 022        | 1 965        | 1 351        | 1 443        | 1 476        |
| detal                       | 181          | 259          | 194          | 209          | 211          |
| <b>EV/EBITDA LIFO skor.</b> | <b>3,1</b>   | <b>3,7</b>   | <b>5,5</b>   | <b>5,2</b>   | <b>4,4</b>   |
| Efekt LIFO                  | 500          | -141         | -857         | -76          | 360          |
| Inne zd. jednorazowe        | 78           | 159          | -1 112       | 0            | 0            |
| <b>Saldo finansowe</b>      | <b>-259</b>  | <b>-278</b>  | <b>-342</b>  | <b>-171</b>  | <b>-185</b>  |
| <b>Przerób ropy mln ton</b> | <b>10,8</b>  | <b>10,7</b>  | <b>10,2</b>  | <b>10,6</b>  | <b>10,6</b>  |
| raf. EBITDA LIFO USD/Bbl    | 7,1          | 6,5          | 4,6          | 5,2          | 5,3          |
| detal EBITDA/tonę           | 144          | 156          | 140          | 140          | 140          |
| upstream \$ EBITDA/boe      | 34,1         | 21,7         | 9,9          | 13,8         | 25,3         |
| <b>Wydobycie w mboe/d</b>   | <b>20,4</b>  | <b>20,7</b>  | <b>21,4</b>  | <b>18,1</b>  | <b>21,7</b>  |
| gaz                         | 11,5         | 10,9         | 11,2         | 8,2          | 6,0          |
| ropa                        | 8,9          | 9,8          | 10,2         | 10,0         | 15,7         |

#### 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 | 3,5    | 4,5    | 5,0    | 5,5    | 6,0    | 6,0    | 6,0    | 6,0    | 6,0    | 6,0    | 6,0    |
| USD/PLN           | 3,95   | 3,60   | 3,60   | 3,60   | 3,60   | 3,60   | 3,60   | 3,60   | 3,60   | 3,60   | 3,60   |
| Przychody         | 19 797 | 19 120 | 22 153 | 22 130 | 22 284 | 22 299 | 22 314 | 22 329 | 22 344 | 22 359 | 22 359 |
| EBITDA            | 310    | 1 576  | 2 047  | 1 802  | 1 916  | 1 890  | 1 863  | 1 830  | 1 814  | 1 783  | 1 783  |
| marża EBITDA      | 1,6%   | 8,2%   | 9,2%   | 8,1%   | 8,6%   | 8,5%   | 8,4%   | 8,2%   | 8,1%   | 8,0%   | 8,0%   |
| EBIT              | -479   | 756    | 1 224  | 952    | 1 149  | 1 108  | 1 067  | 1 017  | 985    | 936    | 936    |
| Podatek           | -91    | 144    | 233    | 181    | 218    | 211    | 203    | 193    | 187    | 178    | 178    |
| CAPEX             | -770   | -633   | -633   | -633   | -633   | -686   | -686   | -686   | -686   | -686   | -847   |
| Kapitał obrotowy  | 1 385  | 145    | -788   | 0      | -3     | 10     | 7      | 9      | 7      | 5      | 5      |
| FCF               | 1 016  | 944    | 393    | 988    | 1 062  | 1 004  | 982    | 960    | 948    | 925    | 764    |
| PV FCF            | 990    | 852    | 329    | 764    | 756    | 659    | 594    | 536    | 487    | 438    |        |
| WACC              | 8,0%   | 8,0%   | 7,9%   | 8,2%   | 8,5%   | 8,5%   | 8,5%   | 8,5%   | 8,5%   | 8,5%   | 8,5%   |
| Risk-free rate    | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   |

**Cena bieżąca**

39,22 PLN

**potencjał zmiany**

**Cena docelowa**

47,09 PLN

**+20,1%**

|                        | rekomendacja    | cena docelowa     | data wydania      |
|------------------------|-----------------|-------------------|-------------------|
| <b>nowa</b>            | <b>akumuluj</b> | <b>47,09 PLN</b>  | <b>2020-09-02</b> |
| poprzednia             | trzymaj         | 55,87 PLN         | 2020-07-02        |
| <b>Podstawowe dane</b> |                 |                   |                   |
| Ticker                 | LTS PW          | Zmiana 1M         | -19,2% -20,1%     |
| ISIN                   | PLLOTOS000025   | Zmiana YTD        | -53,1% -41,2%     |
| Liczba akcji (mln)     | 184,9           | Średni obrót 1M   | 17,6 mln PLN      |
| MC (mln PLN)           | 7 250,7         | Średni obrót 6M   | 26,0 mln PLN      |
| EV (mln PLN)           | 9 771,0         | EV/EBITDA 12M fwd | 4,6 -14,3%        |
| 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 | 20 639       | 19 889       | 23 403       |
| EBITDA                      | 3 704  | 2 879  | -118         | 1 904        | 2 768        |
| marża EBITDA                | 12,3%  | 9,8%   | -0,6%        | 9,6%         | 11,8%        |
| EBIT                        | 2 981  | 1 970  | -1 225       | 791          | 1 600        |
| Zysk netto                  | 1 587  | 1 153  | -1 051       | 510          | 1 024        |
| P/E                         | 4,6    | 6,3    | -            | 14,2         | 7,1          |
| P/BV                        | 0,6    | 0,6    | 0,6          | 0,6          | 0,6          |
| EV/EBITDA                   | 2,5    | 3,5    | -            | 5,2          | 3,7          |
| DPS                         | 1,00   | 3,00   | 1,00         | 3,00         | 3,00         |
| DYield                      | 2,6%   | 7,6%   | 2,5%         | 7,6%         | 7,6%         |
| <b>Zmiana prognoz</b>       |        |        | <b>2020P</b> | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> |
| EBITDA LIFO                 |        |        | -7,2%        | +1,0%        | -7,0%        |
| Zysk netto                  |        |        | -            | -8,4%        | -23,7%       |
| Brent (USD/Bbl)             |        |        | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| Marża+dyferencjał (USD/Bbl) |        |        | -12,5%       | 0,0%         | -9,1%        |
| USD/PLN                     |        |        | -1,3%        | 0,0%         | 0,0%         |

#### Bilans i CF

| (mln PLN)             | 2018         | 2019         | 2020P        | 2021P        | 2022P        |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>CF operacyjny</b>  | <b>2 328</b> | <b>2 130</b> | <b>2 554</b> | <b>1 946</b> | <b>1 776</b> |
| CFO/EBITDA LIFO skor. | 74%          | 74%          | 138%         | 98%          | 74%          |
| <b>Capex</b>          | <b>967</b>   | <b>805</b>   | <b>1 144</b> | <b>1 453</b> | <b>1 241</b> |
| Kapitał obrotowy      | 4 816        | 5 523        | 4 138        | 3 993        | 4 781        |
| Kapitał własny        | 12 035       | 12 715       | 11 479       | 11 534       | 12 004       |
| <b>Dług netto</b>     | <b>1 943</b> | <b>2 900</b> | <b>2 520</b> | <b>2 658</b> | <b>2 867</b> |
| Dług netto/EBITDA (x) | 0,6          | 1,0          | 1,4          | 1,3          | 1,2          |

#### Analiza porównawcza

|          | P/E  |      |      | EV/EBITDA |      |      |
|----------|------|------|------|-----------|------|------|
|          | 20P  | 21P  | 22P  | 20P       | 21P  | 22P  |
| Minimum  | 2,5  | 2,0  | 5,2  | 1,7       | 1,6  | 2,5  |
| Maksimum | 29,7 | 25,4 | 21,8 | 20,0      | 16,3 | 14,3 |
| Mediana  | 16,3 | 9,0  | 7,0  | 5,4       | 5,1  | 4,4  |
| waga     | 17%  | 17%  | 17%  | 17%       | 17%  | 17%  |

#### Podsumowanie DCF

| (mln PLN)                        |              |
|----------------------------------|--------------|
| Beta                             | 1,0          |
| Wzrost FCF po prognozie          | 1,0%         |
| Zdyskontowana wartość FCF        | 11 227       |
| Dług netto                       | 2 900        |
| Petrobaltic                      | 1 295        |
| <b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b> | <b>52,05</b> |

#### Wycena

| (PLN)                      | waga | cena         |
|----------------------------|------|--------------|
| Porównawcza                | 50%  | 36,54        |
| DCF                        | 50%  | 52,05        |
| Cena wynikowa              |      | 44,29        |
| Koszt kapitału 9M          |      | 6,3%         |
| <b>Cena docelowa za 9M</b> |      | <b>47,09</b> |

## MOL kupuj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Bardzo dobre wyniki za 2Q nie były w stanie zmienić sentymentu na akcjach MOL-a, którego kurs wpisuje się w ostatnich miesiącach w generalnie gorsze tendencje na spółkach rafineryjnych. Tymczasem właśnie wyniki za 2Q przypominają, iż tym co wyróżnia węgierski koncern na tle najbliższych grupy porównawczej to poziom dywersyfikacji biznesu. W otoczeniu tańszego gazu i ropy w 1H Spółka pozytywnie zaskoczyła wynikami w obszarze downstream oraz segmencie przesyłu gazu (niższe koszty zużyć własnych), a w kolejnych kwartałach powinniśmy obserwować odbicie marżowości w wydobyciu (drożący gaz, wyższe ceny ropy, konsolidacja ACG). W tym kontekście pomimo obniżenia założeń makro dla rafinerii, nasze prognozy EBITDA na lata 2020-22 podnosimy średnio o 5%, podczas gdy w PKN/LTS korygujemy w dół o 4-5%. Zwracamy też uwagę, że Spółka w obecnym kryzysowym okresie intensyfikuje działania optymalizacyjne (choćby ostatnie komunikaty o redukcji zatrudnienia w INA), co nie jest regułą w sektorze (przykładowo Orlen w 2Q wziął na siebie >100 mln PLN kosztów walki z COVID-19, które standardowo powinna ponosić administracja państwowa). 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, ale z uwagi na spadek wyceny porównawczej korygujemy cenę docelową o ~8% do 1 976 HUF.

Cena bieżąca

1 686 HUF

potencjał zmiany

Cena docelowa

1 976 HUF

+17,2%

|                        | rekomendacja | cena docelowa     | data wydania      |                |
|------------------------|--------------|-------------------|-------------------|----------------|
| <b>nowa</b>            | <b>kupuj</b> | <b>1 976 HUF</b>  | <b>2020-09-02</b> |                |
| poprzednia             | kupuj        | 2 158 HUF         | 2020-08-04        |                |
| <b>Podstawowe dane</b> |              |                   | <b>MOL HB</b>     | <b>vs. WIG</b> |
| Ticker                 | MOL HB       | Zmiana 1M         | -1,8%             | -2,7%          |
| ISIN                   | HU0000153937 | Zmiana YTD        | -42,7%            | -30,7%         |
| Skor. I. akcji (mln)   | 753,1        | Średni obrót 1M   | 1 275,6 mln HUF   |                |
| MC (mln HUF)           | 1 269 653,2  | Średni obrót 6M   | 2 282,4 mln HUF   |                |
| EV (mln HUF)           | 2 991 186,3  | EV/EBITDA 12M fwd | 4,1               | -2,7%          |
| Free float             | 53,5%        | EV/EBITDA 5Y avg  | 4,3               | dyskonto       |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mld HUF)                   | 2018   | 2019   | 2020P        | 2021P        | 2022P        |
|-----------------------------|--------|--------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody                   | 5 169  | 5 267  | 3 762        | 3 515        | 3 971        |
| EBITDA                      | 764    | 685    | 491          | 552          | 707          |
| marża EBITDA                | 14,8%  | 13,0%  | 13,1%        | 15,7%        | 17,8%        |
| EBIT                        | 353    | 294    | 66           | 109          | 266          |
| Zysk netto                  | 301    | 223    | -39          | 97           | 191          |
| P/E                         | 4,2    | 5,7    | -            | 13,1         | 6,6          |
| P/BV                        | 0,6    | 0,6    | 0,6          | 0,6          | 0,6          |
| EV/EBITDA                   | 2,5    | 3,1    | 6,1          | 5,5          | 4,1          |
| DPS                         | 127,50 | 142,44 | 0,00         | 69,72        | 73,20        |
| DYield                      | 7,6%   | 8,4%   | 0,0%         | 4,1%         | 4,3%         |
| <b>Zmiana prognoz</b>       |        |        | <b>2020P</b> | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> |
| CCS EBITDA                  |        |        | +10,6%       | +4,7%        | -0,9%        |
| Zysk netto                  |        |        | -            | +20,4%       | -1,5%        |
| Marża+dyferencjał (USD/Bbl) |        |        | -12,5%       | 0,0%         | -9,1%        |
| 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        |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>EBITDA LIFO skor.</b>    | <b>728</b>   | <b>709</b>   | <b>546</b>   | <b>549</b>   | <b>685</b>   |
| upstream                    | 344          | 305          | 207          | 232          | 311          |
| rafineria                   | 183          | 169          | 99           | 122          | 164          |
| detal                       | 115          | 137          | 135          | 145          | 150          |
| petchem                     | 87           | 83           | 79           | 37           | 48           |
| gaz                         | 50           | 54           | 64           | 58           | 57           |
| koszty ogólne               | -51          | -40          | -39          | -45          | -45          |
| <b>EV/EBITDA LIFO skor.</b> | <b>2,6</b>   | <b>3,0</b>   | <b>5,5</b>   | <b>5,5</b>   | <b>4,3</b>   |
| Efekt LIFO                  | 19           | -16          | -54          | 2            | 22           |
| Inne zd. jednorazowe        | 17           | -8           | 0            | 0            | 0            |
| <b>Saldo finansowe</b>      | <b>-22</b>   | <b>-18</b>   | <b>-119</b>  | <b>-18</b>   | <b>-38</b>   |
| raf. EBITDA LIFO USD/Bbl    | 4,9          | 4,6          | 2,9          | 3,7          | 4,7          |
| upstream \$ EBITDA/boe      | 34,8         | 28,0         | 17,1         | 19,9         | 27,4         |
| <b>Przerób ropy mln ton</b> | <b>19,2</b>  | <b>17,5</b>  | <b>15,7</b>  | <b>16,5</b>  | <b>17,3</b>  |
| <b>Wydobycie mboe/d</b>     | <b>110,6</b> | <b>112,0</b> | <b>120,2</b> | <b>126,1</b> | <b>123,6</b> |

### 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 USD/HUF | 3,5   | 4,5   | 5,0   | 5,5   | 6,0   | 6,0   | 6,0   | 6,0   | 6,0   | 6,0   | 6,0   |
|                           | 298   | 272   | 272   | 272   | 272   | 272   | 272   | 272   | 272   | 272   | 272   |
| Przychody                 | 3 507 | 3 262 | 3 679 | 3 704 | 3 719 | 3 721 | 3 723 | 3 725 | 3 727 | 3 729 | 3 729 |
| EBITDA                    | 284   | 320   | 396   | 419   | 439   | 441   | 443   | 446   | 448   | 450   | 450   |
| marża EBITDA              | 8,1%  | 9,8%  | 10,8% | 11,3% | 11,8% | 11,9% | 11,9% | 12,0% | 12,0% | 12,1% | 12,1% |
| EBIT                      | 61    | 72    | 145   | 170   | 196   | 196   | 194   | 191   | 188   | 185   | 227   |
| Podatek                   | 17    | 19    | 38    | 46    | 53    | 53    | 52    | 51    | 50    | 49    | 43    |
| CAPEX                     | -508  | -366  | -230  | -223  | -223  | -223  | -223  | -223  | -223  | -223  | -223  |
| Kapitał obrotowy          | -83   | 24    | -45   | -2    | 1     | 2     | 2     | 1     | 1     | 1     | 0     |
| FCF                       | -324  | -42   | 83    | 149   | 164   | 168   | 170   | 173   | 176   | 179   | 184   |
| PV FCF                    | -317  | -38   | 72    | 121   | 123   | 116   | 109   | 103   | 97    | 91    |       |
| WACC                      | 6,4%  | 6,3%  | 6,5%  | 6,7%  | 8,0%  | 8,0%  | 8,0%  | 8,0%  | 8,0%  | 8,0%  | 8,0%  |
| Risk-free rate            | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  |

### Bilans i CF

| (mld HUF)             | 2018       | 2019       | 2020P        | 2021P        | 2022P        |
|-----------------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>CF operacyjny</b>  | <b>596</b> | <b>704</b> | <b>391</b>   | <b>581</b>   | <b>625</b>   |
| CFO/EBITDA LIFO skor. | 82%        | 99%        | 72%          | 106%         | 91%          |
| <b>Capex</b>          | <b>380</b> | <b>596</b> | <b>1 177</b> | <b>543</b>   | <b>406</b>   |
| Kapitał obrotowy      | 300        | 286        | 369          | 345          | 390          |
| Kapitał własny        | 1 994      | 2 151      | 2 124        | 2 153        | 2 274        |
| <b>Dług netto</b>     | <b>314</b> | <b>559</b> | <b>1 452</b> | <b>1 499</b> | <b>1 387</b> |
| Dług netto/EBITDA (x) | 0,4        | 0,8        | 2,7          | 2,7          | 2,0          |

### Analiza porównawcza

|          | P/E  |      |      | EV/EBITDA |      |      |
|----------|------|------|------|-----------|------|------|
|          | 20P  | 21P  | 22P  | 20P       | 21P  | 22P  |
| Minimum  | 2,5  | 2,0  | 5,2  | 1,7       | 1,6  | 2,5  |
| Maksimum | 29,7 | 25,4 | 21,8 | 20,0      | 16,3 | 14,3 |
| Mediana  | 17,5 | 9,5  | 7,6  | 5,5       | 5,0  | 4,3  |
| waga     | 17%  | 17%  | 17%  | 17%       | 17%  | 17%  |

### Podsumowanie DCF

| (mld HUF)                        |              |
|----------------------------------|--------------|
| Beta                             | 1,0          |
| Wzrost FCF po prognozie          | 1,0%         |
| Zdykontowana wartość FCF         | 1 820        |
| Dług netto i korekty             | 337          |
| Segment wydobywczy               | 94           |
| <b>Wycena DCF na akcję (HUF)</b> | <b>2 212</b> |

### Wycena

| (HUF)                      | waga | cena         |
|----------------------------|------|--------------|
| Porównawcza                | 50%  | 1 505        |
| DCF                        | 50%  | 2 212        |
| Cena wynikowa              |      | 1 858        |
| Koszt kapitału 9M          |      | 6,3%         |
| <b>Cena docelowa za 9M</b> |      | <b>1 976</b> |

## PGNiG akumuluj (obniżona)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Finalny raport za 2Q potwierdził wysoką jakość wygenerowanych wyników i stanowi bardzo dobry prognostyk na kolejne okresy tego roku. Po uwzględnieniu odszkodowania od Gazpromu, które wpłynęło w lipcu, gotówka netto na bilansie sięga obecnie >5,5 mld PLN (~1 PLN/akcję), czyli 18% aktualnej kapitalizacji. Oczekujemy że część z tej kwoty zostanie wypłacona w formie dywidendy (choć Zarząd poinformował na konferencji wynikowej że nie będzie póki co rekomendował dywidendy specjalnej), szczególnie w kontekście planowanego połączenia z PKN Orlen. Ostatnie tygodnie przyniosły również poprawę tendencji na rynku gazu, gdzie kontrakty miesięczne przebiły już 9 EUR/MWh. Jeśli tylko sezon grzewczy nie zaskoczy negatywnie trzeci raz z rzędu to perspektywa dwucyfrowych cen w przyszłym roku jest zupełnie realna, a nasze założenia na poziomie 12 EUR/MWh mogą okazać się nawet zbyt ostrożne (aktualny kontrakt 1Y FWD >13 EUR/MWh). Zwracamy przy tym uwagę, że europejskie benchmarki zachowują się obecnie gorzej od swoich azjatyckich i amerykańskich odpowiedników, co powinno być nadrobione w okresie jesienno-zimowym, kiedy arbitraż jest bardziej efektywny. W tym kontekście utrzymujemy pozytywne nastawienie do akcji PGN, choć przy obecnym kursie obniżamy już rekomendację z kupuj do akumuluj. Nadal uważamy, że rynkowy konsensus będzie się podnosił, a rynek może nawet przeszacowywać potencjał segmentu obrotu po rewelacyjnych wynikach 2020 (przesunięcie części marży wydobywczej poprzez hedging naturalny).

**Cena bieżąca**

5,15 PLN

**potencjał zmiany**
**Cena docelowa**

5,94 PLN

**+15,3%**

|                        | rekomendacja    | cena docelowa     | data wydania      |          |
|------------------------|-----------------|-------------------|-------------------|----------|
| <b>nowa</b>            | <b>akumuluj</b> | <b>5,94 PLN</b>   | <b>2020-09-02</b> |          |
| poprzednia             | kupuj           | 5,94 PLN          | 2020-08-04        |          |
| <b>Podstawowe dane</b> |                 | <b>PGN PW</b>     | <b>vs. WIG</b>    |          |
| Ticker                 | PGN PW          | Zmiana 1M         | +0,6%             | -0,3%    |
| ISIN                   | PLPGNIG000014   | Zmiana YTD        | +21,5%            | +33,4%   |
| Liczba akcji (mln)     | 5 778,3         | Średni obrót 1M   | 19,6 mln PLN      |          |
| MC (mln PLN)           | 29 758,3        | Średni obrót 6M   | 27,4 mln PLN      |          |
| EV (mln PLN)           | 27 272,7        | EV/EBITDA 12M fwd | 3,5               | -23,8%   |
| Free float             | 28,1%           | EV/EBITDA 5Y avg  | 4,6               | 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                   | 9,3    | 21,7         | 4,1          | 10,2         | 9,2    |
| P/BV                  | 0,8    | 0,8          | 0,7          | 0,6          | 0,6    |
| EV/EBITDA             | 4,2    | 6,1          | 2,1          | 3,8          | 3,6    |
| DPS                   | 0,07   | 0,11         | 0,09         | 0,19         | 0,25   |
| DYield                | 1,4%   | 2,1%         | 1,8%         | 3,7%         | 4,9%   |
| <b>Zmiana prognoz</b> |        | <b>2020P</b> | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> |        |
| EBITDA                |        | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |        |
| Zysk netto            |        | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |        |
| Brent (USD/Bbl)       |        | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |        |
| Gaz EU (EUR/MWh)      |        | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |        |
| USD/PLN               |        | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |        |

### Rachunek wyników i dane operacyjne

| (mln PLN)                  | 2018         | 2019         | 2020P        | 2021P        | 2022P        |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>EBITDA skor.</b>        | <b>7 511</b> | <b>6 452</b> | <b>7 042</b> | <b>7 263</b> | <b>7 967</b> |
| 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        |
| dystribucja                | 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         |
| <b>Saldo finansowe</b>     | <b>107</b>   | <b>-289</b>  | <b>-444</b>  | <b>41</b>    | <b>1</b>     |
| <b>Prod. ropy mln ton</b>  | <b>1,41</b>  | <b>1,21</b>  | <b>1,36</b>  | <b>1,55</b>  | <b>1,47</b>  |
| kraj                       | 0,82         | 0,77         | 0,75         | 0,73         | 0,73         |
| zagranica                  | 0,59         | 0,44         | 0,61         | 0,82         | 0,74         |
| <b>Prod. gazu mld m3</b>   | <b>4,5</b>   | <b>4,5</b>   | <b>4,7</b>   | <b>5,3</b>   | <b>5,4</b>   |
| kraj                       | 3,8          | 3,8          | 3,8          | 4,0          | 4,0          |
| zagranica                  | 0,7          | 0,7          | 0,9          | 1,3          | 1,4          |
| <b>marża obrót PLN/MWh</b> | <b>-6,6</b>  | <b>-4,5</b>  | <b>46,7</b>  | <b>6,6</b>   | <b>5,2</b>   |

### 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         |
|-----------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>CF operacyjny</b>  | <b>5 814</b> | <b>4 938</b> | <b>11 950</b> | <b>6 255</b>  | <b>5 974</b>  |
| CFO/EBITDA            | 82%          | 90%          | 93%           | 89%           | 78%           |
| <b>Capex</b>          | <b>4 534</b> | <b>6 069</b> | <b>5 103</b>  | <b>4 489</b>  | <b>5 110</b>  |
| Kapitał obrotowy      | 5 358        | 6 059        | 4 541         | 4 356         | 4 824         |
| Kapitał własny        | 36 634       | 38 108       | 45 095        | 46 921        | 48 701        |
| <b>Dług netto</b>     | <b>-223</b>  | <b>3 715</b> | <b>-2 485</b> | <b>-3 063</b> | <b>-2 368</b> |
| 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%        |
| Zdyskontowana wartość FCF        | 33 390      |
| Dług netto                       | 6 102       |
| Inne korekty                     | -7          |
| <b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b> | <b>4,72</b> |

### Wycena

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

## PKN Orlen trzymaj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Otoczenie makro nie jest sprzyjające dla PKN i choć naszym zdaniem dramatycznie słabe odczyty benchmarków w segmencie rafineryjnym nie powinny być 1:1 ekstrapolowane na kolejne okresy, to zakładamy pogorszenie marżowości w petrochemii (presja podaży), niższe marże paliwowe w detalu i wzrosty cen gazu, których niski poziom w ostatnich kwartałach był dla koncernu dużym wsparciem. Widoczne w ostatnich latach poluzowanie restrykcji kosztowych będzie w tych warunkach coraz bardziej widoczne na rentowności koncernu. Pozytywnie należy ocenić zmianę retoryki w zakresie fuzji z Lotosem (share swap zamiast wezwania gotówkowego), ale w naszej opinii przy obecnej konfiguracji środków zaradczych KE, trudno będzie utrzymać agresywny kurs wobec akcjonariuszy mniejszościowych Lotosu. Finalizacja skomplikowanej umowy JV w rafinerii gdańskiej z zagranicznym partnerem może wymagać klarownej sytuacji prawnej i Spółka nie będzie mogła sobie pozwolić na spory na WZA, co ostatecznie może wymagać gotówkowego wezwania na mniejszościowy pakiet Lotosu. W tym momencie trudno więc ocenić czy ta fuzja przyniesie korzyści dla Orlenu, szczególnie że oprócz ceny zakupu Lotosu, niewiadomą pozostają również parametry transakcji w ramach środków zaradczych. Jeśli chodzi o połączenie z PGN to ciężko nam zidentyfikować istotne efekty synergii z takiej transakcji, a momentum wynikowe obydwu Spółek przemawia naszym zdaniem za zmianą parytetu potencjalnej wymiany akcji na korzyść PGNiG. Uwzględniając nowe bardziej konserwatywne założenia makro w sektorze rafineryjnym oraz mocny spadek wyceny porównawczej, korygujemy naszą cenę docelową dla PKN do 56,37 PLN i utrzymujemy neutralną rekomendację.

Cena bieżąca

50,32 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

56,37 PLN

+12,0%

|                        | rekomendacja   | cena docelowa     | data wydania      |                |
|------------------------|----------------|-------------------|-------------------|----------------|
| <b>nowa</b>            | <b>trzymaj</b> | <b>56,37 PLN</b>  | <b>2020-09-02</b> |                |
| poprzednia             | trzymaj        | 67,72 PLN         | 2020-07-02        |                |
| <b>Podstawowe dane</b> |                |                   |                   |                |
|                        |                |                   | <b>PKN PW</b>     | <b>vs. WIG</b> |
| Ticker                 | PKN PW         | Zmiana 1M         | -5,6%             | -6,5%          |
| ISIN                   | PLPKN0000018   | Zmiana YTD        | -40,7%            | -28,8%         |
| Liczba akcji (mln)     | 427,7          | Średni obrót 1M   |                   | 55,2 mln PLN   |
| MC (mln PLN)           | 21 522,3       | Średni obrót 6M   |                   | 94,5 mln PLN   |
| EV (mln PLN)           | 40 151,4       | EV/EBITDA 12M fwd | 4,4               | -14,7%         |
| 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 | 75 525 | 75 965 | 91 872 |
| EBITDA                      | 9 888   | 8 862   | 7 312  | 7 780  | 9 652  |
| marża EBITDA                | 9,0%    | 8,0%    | 9,7%   | 10,2%  | 10,5%  |
| EBIT                        | 7 215   | 5 365   | 2 836  | 2 539  | 3 877  |
| Zysk netto                  | 5 556   | 4 300   | 2 363  | 1 889  | 2 750  |
| P/E                         | 3,9     | 5,0     | 9,1    | 11,4   | 7,8    |
| P/BV                        | 0,6     | 0,6     | 0,5    | 0,5    | 0,5    |
| EV/EBITDA                   | 2,7     | 3,2     | 5,5    | 5,3    | 4,4    |
| DPS                         | 3,00    | 3,50    | 1,00   | 1,00   | 2,65   |
| DYield                      | 6,0%    | 7,0%    | 2,0%   | 2,0%   | 5,3%   |
| <b>Zmiana prognoz</b>       |         |         |        |        |        |
| EBITDA LIFO                 |         |         | -3,2%  | -0,7%  | -5,3%  |
| Zysk netto                  |         |         | -      | +5,9%  | -12,8% |
| Marża+dyferencjał (USD/Bbl) |         |         | -12,5% | 0,0%   | -9,1%  |
| Marża petchem (USD/t)       |         |         | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| USD/PLN                     |         |         | -1,3%  | 0,0%   | 0,0%   |

### Rachunek wyników i dane operacyjne

| (mln PLN)                      | 2018         | 2019         | 2020P        | 2021P        | 2022P        |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>EBITDA LIFO skor.</b>       | <b>8 448</b> | <b>8 999</b> | <b>7 778</b> | <b>7 970</b> | <b>8 752</b> |
| rafineria                      | 3 764        | 2 690        | 1 111        | 793          | 1 427        |
| petchem                        | 2 103        | 2 200        | 1 386        | 1 305        | 1 471        |
| detal                          | 2 781        | 3 067        | 2 735        | 2 909        | 3 037        |
| upstream                       | 305          | 331          | 298          | 165          | 267          |
| energetyka                     | 188          | 1 564        | 3 228        | 3 877        | 3 662        |
| koszty ogólne                  | -693         | -853         | -981         | -1 079       | -1 111       |
| <b>EV/EBITDA LIFO skor.</b>    | <b>3,3</b>   | <b>3,2</b>   | <b>5,3</b>   | <b>5,3</b>   | <b>5,0</b>   |
| Effekt LIFO                    | 860          | -145         | -2 241       | -190         | 900          |
| Inne zd. jednorazowe           | 580          | 8            | 1 776        | 0            | 0            |
| <b>Saldo finansowe</b>         | <b>-104</b>  | <b>-11</b>   | <b>-609</b>  | <b>-205</b>  | <b>-480</b>  |
| raf. EBITDA LIFO USD/Bbl       | 4,3          | 2,8          | 1,3          | 1,0          | 1,7          |
| detal EBITDA/tonę              | 294          | 312          | 301          | 298          | 308          |
| <b>Przerób ropy mln ton</b>    | <b>33,4</b>  | <b>33,9</b>  | <b>29,8</b>  | <b>29,8</b>  | <b>31,3</b>  |
| <b>Prod. petch. (tys. ton)</b> | <b>3 616</b> | <b>3 781</b> | <b>3 781</b> | <b>3 781</b> | <b>3 781</b> |

### Model DCF

| (mln PLN)         | 20P    | 21P    | 22P    | 23P    | 24P    | 25P    | 26P    | 27P    | 28P    | 29P    | +      |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Marża+dyferencjał | 6,3    | 3,5    | 4,5    | 5,0    | 5,5    | 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   | 3,95   | 3,60   | 3,60   | 3,60   | 3,60   | 3,60   | 3,60   | 3,60   | 3,60   | 3,60   |
| Przychody         | 75 525 | 75 965 | 91 872 | 92 911 | 93 967 | 94 708 | 95 425 | 95 342 | 95 754 | 96 167 | 96 167 |
| EBITDA            | 3 622  | 7 780  | 9 652  | 9 855  | 10 772 | 10 978 | 10 925 | 10 839 | 10 883 | 10 925 | 10 925 |
| marża EBITDA      | 4,8%   | 10,2%  | 10,5%  | 10,6%  | 11,5%  | 11,6%  | 11,4%  | 11,4%  | 11,4%  | 11,4%  | 11,4%  |
| EBIT              | 2 836  | 2 539  | 3 877  | 3 760  | 4 854  | 5 019  | 4 878  | 4 685  | 4 586  | 4 462  | 4 630  |
| Podatek           | 539    | 482    | 737    | 714    | 922    | 954    | 927    | 890    | 871    | 848    | 880    |
| CAPEX             | -8 309 | -7 569 | -7 487 | -6 599 | -6 297 | -6 304 | -6 308 | -6 310 | -6 307 | -6 295 | -6 295 |
| Kapitał obrotowy  | 4 356  | -31    | -1 679 | -423   | -222   | -95    | -91    | 4      | -55    | -55    | -55    |
| FCF               | -9 963 | -302   | -250   | 2 118  | 3 330  | 3 626  | 3 598  | 3 643  | 3 649  | 3 727  | 3 695  |
| PV FCF            | -9 736 | -276   | -213   | 1 684  | 2 469  | 2 504  | 2 314  | 2 179  | 2 029  | 1 918  |        |
| WACC              | 7,2%   | 7,2%   | 7,1%   | 7,1%   | 7,2%   | 7,3%   | 7,4%   | 7,5%   | 7,6%   | 8,0%   | 8,0%   |
| Risk-free rate    | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   |

### Bilans i CF

| (mln PLN)             | 2018         | 2019         | 2020P         | 2021P         | 2022P         |
|-----------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>CF operacyjny</b>  | <b>4 980</b> | <b>9 319</b> | <b>8 116</b>  | <b>7 306</b>  | <b>7 329</b>  |
| CFO/EBITDA LIFO skor. | 59%          | 104%         | 104%          | 92%           | 84%           |
| <b>Capex</b>          | <b>4 454</b> | <b>4 450</b> | <b>8 309</b>  | <b>7 569</b>  | <b>7 487</b>  |
| Kapitał obrotowy      | 11 144       | 9 611        | 6 726         | 6 757         | 8 436         |
| Kapitał własny        | 35 727       | 38 596       | 40 534        | 41 997        | 43 615        |
| <b>Dług netto</b>     | <b>5 599</b> | <b>6 446</b> | <b>16 769</b> | <b>17 664</b> | <b>19 436</b> |
| Dług netto/EBITDA (x) | 0,6          | 0,7          | 2,3           | 2,3           | 2,0           |

### Analiza porównawcza

|          | P/E  |      |      | EV/EBITDA |      |      |
|----------|------|------|------|-----------|------|------|
|          | 20P  | 21P  | 22P  | 20P       | 21P  | 22P  |
| Minimum  | 9,7  | 6,1  | 5,4  | 2,9       | 2,5  | 2,5  |
| Maksimum | 57,2 | 25,4 | 21,8 | 20,0      | 16,3 | 14,9 |
| Mediana  | 16,3 | 9,9  | 7,6  | 6,0       | 5,6  | 4,7  |
| waga     | 17%  | 17%  | 17%  | 17%       | 17%  | 17%  |

### Podsumowanie DCF

| (mln PLN)                        |              |
|----------------------------------|--------------|
| Beta                             | 1,0          |
| Wzrost FCF po prognozie          | 1,0%         |
| Zdyskontowana wartość FCF        | 31 981       |
| Dług netto                       | 6 018        |
| Inne korekty                     | -1 860       |
| <b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b> | <b>56,35</b> |

### Wycena

| (PLN)                      | waga | cena         |
|----------------------------|------|--------------|
| Porównawcza                | 50%  | 49,69        |
| DCF                        | 50%  | 56,35        |
| Cena wynikowa              |      | 53,02        |
| Koszt kapitału 9M          |      | 6,3%         |
| <b>Cena docelowa za 9M</b> |      | <b>56,37</b> |

## Energetyka

### CEZ

#### akumuluj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Nieco lepsze od oczekiwań wyniki za 2Q'20 i podniesione prognozy Zarządu (mniejszy wpływ COVID-19) nie były w stanie istotnie poprawić notowań CEZ, pomimo iż wcześniej Spółka odstawała od europejskich konkurentów. Prawdopodobnie były to związane z widocznym pogorszeniem sentymentu na sektorze utilities zarówno w USA jak i w Europie. Tymczasem zgodnie z obowiązującą polityką dywidendową koncernu (Zarząd potwierdził na ostatniej telekonferencji, że nie ma podstaw do jej weryfikacji, a projekt jądrowy potencjalnie może wpłynąć na FCF dopiero pod koniec dekady), podstawa do wypłaty będzie >10% wyższa r/r, co może przełożyć się na DYield rzędu 8%. Wsparciem dla notowań CEZ może być także aktualizacja planów dekarbonizacji o nowe inwestycje w OZE wspierane przez fundusz modernizacji ze sprzedaży uprawnień CO<sub>2</sub> przez czeski rząd. Dodatkowo Spółka będzie miała do dyspozycji środki pozyskane z planowanych dezinvestycji w Rumunii, Polsce i Bułgarii. Pogorszenie koniunktury w związku z COVID-19 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. Sposób prowadzenia projektu jądrowego zabezpiecza naszym zdaniem interesy akcjonariuszy mniejszościowych na tym etapie i daje rękojmię takiej ochrony również w przypadku wkroczenia w fazę budowy, choć oczywiście ryzyko to będzie w pewnym stopniu obciążać notowania. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

#### Rachunek wyników i dane operacyjne

| (mln CZK)                    | 2018          | 2019          | 2020P         | 2021P         | 2022P          |
|------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| <b>EBITDA skor.</b>          | <b>50 164</b> | <b>61 605</b> | <b>63 772</b> | <b>57 884</b> | <b>53 957</b>  |
| 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          |
| dyskrybucja                  | 19 946        | 20 588        | 21 011        | 19 391        | 19 689         |
| obrót                        | 4 280         | 3 748         | 3 650         | 6 227         | 6 646          |
| pozostałe                    | 1 281         | 1 372         | 1 442         | 1 343         | 1 291          |
| <b>Saldo finansowe</b>       | <b>-6 242</b> | <b>-8 018</b> | <b>-7 627</b> | <b>-9 229</b> | <b>-10 076</b> |
| <b>Produkcja energii TWh</b> | <b>63,1</b>   | <b>64,6</b>   | <b>66,7</b>   | <b>64,6</b>   | <b>62,1</b>    |
| w tym OZE                    | 4,3           | 5,0           | 5,1           | 5,1           | 5,1            |
| <b>Wolumen obrotu TWh</b>    | <b>37,6</b>   | <b>37,9</b>   | <b>38,2</b>   | <b>38,5</b>   | <b>38,8</b>    |
| 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          |
| <b>WRA w mld CZK</b>         | <b>117,8</b>  | <b>121,1</b>  | <b>126,5</b>  | <b>134,7</b>  | <b>142,4</b>   |
| 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%    |

**Cena bieżąca**

451,00 CZK

potencjał zmiany

**Cena docelowa**

514,80 CZK

+14,1%

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

| Podstawowe dane    |              |                   | CEZ CP        | vs. WIG  |
|--------------------|--------------|-------------------|---------------|----------|
| Ticker             | CEZ CP       | Zmiana 1M         | +1,0%         | +0,1%    |
| ISIN               | CZ0005112300 | Zmiana YTD        | -5,2%         | +6,8%    |
| Liczba akcji (mln) | 538,0        | Średni obrót 1M   | 66,5 mln CZK  |          |
| MC (mld CZK)       | 242,6        | Średni obrót 6M   | 141,4 mln CZK |          |
| EV (mld CZK)       | 407,0        | EV/EBITDA 12M fwd | 6,9           | -3,0%    |
| 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                   | 23,5    | 16,9    | 11,1         | 15,6         | 20,5         |
| P/BV                  | 1,0     | 1,0     | 1,0          | 1,0          | 1,0          |
| EV/EBITDA             | 8,0     | 6,8     | 6,4          | 7,1          | 7,7          |
| DPS                   | 32,71   | 23,86   | 34,00        | 36,40        | 25,99        |
| DYield                | 7,3%    | 5,3%    | 7,5%         | 8,1%         | 5,8%         |
| <b>Zmiana prognoz</b> |         |         | <b>2020P</b> | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> |
| 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%         |

#### Bilans i CF

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

#### Analiza porównawcza

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

#### Podsumowanie DCF

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

#### Wycena

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



## Enea zawieszona (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Kurs Enei oddał już prawie połowę wzrostów z „hossy” energetycznej i na tle lokalnych konkurentów Spółka prezentuje się pod tym względem najgorzej, co naszym zdaniem jest sporym zaskoczeniem. Enea raportuje bardzo mocne wyniki (2Q ponownie pobił rynkowe oczekiwania i po 1H wykonanie naszej rocznej prognozy sięga na EBITDA 58%) i jako pierwsza wejdzie w tym roku w fazę generowania dodatnich przepływów pieniężnych i zmniejszania zadłużenia. Oczywiście teraz kluczowym tematem w sektorze pozostaje proces transformacji, ale w tym wypadku również póki co nie widzimy przesłanek, dla których koncern miałby być jakoś skrzywdzony na tle pozostałych Grup. Oczywiście można sobie wyobrazić scenariusze negatywne dla akcjonariuszy mniejszościowych, aczkolwiek podobne dywagacje można snuć również w przypadku Tauronu czy PGE. Przypominamy, że nawet przy założeniu „sprzedania” brudnej części Enei (relatywnie bardziej zyskowej niż analogiczne aktywa Tauronu) tylko po 3x EBITDA („za dług”), potencjalna wartość czystej Enei mogłaby sięgać 19 PLN (6,0x EV/EBITDA). Warto też zwrócić uwagę, że obecnie ta „czysta” część jest wyceniana zaledwie na 2,3x 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).

Cena bieżąca

6,16 PLN

Cena docelowa

-

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

| Podstawowe dane    |              |                   | ENA PW | vs. WIG     |
|--------------------|--------------|-------------------|--------|-------------|
| Ticker             | ENA PW       | Zmiana 1M         | -13,6% | -14,5%      |
| ISIN               | PLENEA000013 | Zmiana YTD        | -22,2% | -10,2%      |
| Liczba akcji (mln) | 441,4        | Średni obrót 1M   |        | 2,0 mln PLN |
| MC (mln PLN)       | 2 719,3      | Średni obrót 6M   |        | 4,1 mln PLN |
| EV (mln PLN)       | 10 298,1     | EV/EBITDA 12M fwd | 3,2    | -22,6%      |
| 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               | 4,0    | 6,4    | 2,5    | 2,1    | 2,3    |
| P/BV              | 0,2    | 0,2    | 0,2    | 0,2    | 0,2    |
| EV/EBITDA         | 3,9    | 2,9    | 3,3    | 2,7    | 2,6    |
| DPS               | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,24   | 0,57   |
| DYield            | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 3,9%   | 9,3%   |
| 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        |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>EBITDA skor.</b>          | <b>2 413</b> | <b>3 285</b> | <b>3 156</b> | <b>3 550</b> | <b>3 413</b> |
| 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           |
| <b>Saldo finansowe</b>       | <b>-168</b>  | <b>-985</b>  | <b>-99</b>   | <b>-214</b>  | <b>-199</b>  |
| <b>Produkcja energii TWh</b> | <b>26,5</b>  | <b>25,9</b>  | <b>24,0</b>  | <b>24,0</b>  | <b>24,0</b>  |
| w tym OZE                    | 2,0          | 2,3          | 2,3          | 2,3          | 2,3          |
| <b>Wolumen obrotu TWh</b>    | <b>20,5</b>  | <b>19,3</b>  | <b>19,6</b>  | <b>19,8</b>  | <b>20,0</b>  |
| 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          |
| <b>WRA w mld PLN</b>         | <b>8,0</b>   | <b>8,4</b>   | <b>8,6</b>   | <b>9,0</b>   | <b>9,4</b>   |
| zwrot na WRA (EBIT)          | 7,2%         | 5,9%         | 6,4%         | 5,5%         | 5,5%         |

### Bilans i CF

| (mln PLN)             | 2018         | 2019         | 2020P        | 2021P        | 2022P        |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>CF operacyjny</b>  | <b>2 435</b> | <b>2 145</b> | <b>2 388</b> | <b>3 465</b> | <b>3 140</b> |
| CFO/EBITDA            | 104%         | 63%          | 76%          | 98%          | 92%          |
| <b>Capex</b>          | <b>1 979</b> | <b>2 077</b> | <b>2 643</b> | <b>2 330</b> | <b>2 107</b> |
| Kapitał obrotowy      | 605          | 1 586        | 2 088        | 1 863        | 1 848        |
| Kapitał własny        | 14 097       | 14 456       | 15 524       | 16 683       | 17 607       |
| <b>Dług netto</b>     | <b>5 566</b> | <b>6 137</b> | <b>6 491</b> | <b>5 677</b> | <b>5 096</b> |
| 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](mailto:kamil.kliszcz@mbank.pl)

Kurs Energi po słabszym początku miesiąca ostatecznie zakończył sierpień na „zero” i wciąż nie uwzględnia faktu, że po rezygnacji z węglowego projektu Ostrołęka C Spółka 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 powinni równać pozostałe spółki z sektora, które są dopiero na samym początku drogi (na etapie koncepcji). Tymczasem obecnie rynek wycenia Enerę na zbliżonym poziomie do docelowej „czystej” część Tauronu przy wskaźniku 4,7x. Prawdopodobnie rynek obawia się o politykę Orlenu do akcjonariuszy mniejszościowych, szczególnie że paliwowy koncern już zapowiedział, że nie planuje w najbliższych latach dywidend z energetycznej Spółki. Naszym zdaniem jednak planowane przez Orlen inwestycje (CCGT, offshore) nie są krzywdzące dla akcjonariuszy Energi i w dłuższym okresie będą budować wartość, tak więc docelowo powtórzenie scenariusza Unipetrolu (wykup mniejszości) jest jak najbardziej realne. 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.

**Cena bieżąca**

7,82 PLN

**Cena docelowa**

-

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

| Podstawowe dane    |              |                   | ENG PW | vs. WIG     |
|--------------------|--------------|-------------------|--------|-------------|
| Ticker             | ENG PW       | Zmiana 1M         | +0,3%  | -0,7%       |
| ISIN               | PLENERG00022 | Zmiana YTD        | +10,5% | +22,4%      |
| Liczba akcji (mln) | 414,1        | Średni obrót 1M   |        | 0,6 mln PLN |
| MC (mln PLN)       | 3 238,0      | Średni obrót 6M   |        | 3,0 mln PLN |
| EV (mln PLN)       | 9 576,0      | EV/EBITDA 12M fwd | 5,4    | +24,6%      |
| Free float         | 48,5%        | EV/EBITDA 5Y avg  | 4,4    | premia      |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)         | 2018   | 2019   | 2020P  | 2021P  | 2022P  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Przychody         | 10 337 | 12 172 | 12 413 | 11 753 | 11 725 |
| EBITDA            | 1 877  | 2 039  | 1 883  | 2 102  | 2 102  |
| marża EBITDA      | 18,2%  | 16,8%  | 15,2%  | 17,9%  | 17,9%  |
| EBIT              | 1 176  | 459    | 704    | 812    | 816    |
| Zysk netto        | 739    | -952   | 318    | 409    | 414    |
| P/E               | 4,4    | -      | 10,2   | 7,9    | 7,8    |
| P/BV              | 0,3    | 0,3    | 0,3    | 0,3    | 0,3    |
| EV/EBITDA         | 4,1    | 4,6    | 5,1    | 4,4    | 4,4    |
| DPS               | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,15   |
| DYield            | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 1,9%   |
| Zmiana prognoz    |        |        | 2020P  | 2021P  | 2022P  |
| EBITDA            |        |        | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| Zysk netto        |        |        | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| Energia (PLN/MWh) |        |        | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| Węgiel (PLN/t)    |        |        | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| CO2 (EUR/t)       |        |        | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |

### Rachunek wyników i dane operacyjne

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

### Bilans i CF

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

Notowaniom PGE nie pomaga widoczne złagodzenie kursu węglowego przez Ministerstwo Aktywów Węglowych, które po mocnym sprzeciwie związkowców zrezygnowało z pomysłu zamykania nierentownych kopalni i przesuwania terminu dekarbonizacji energetyki na 2050 r. W naszej opinii oznacza to, że oczekiwana na jesieni aktualizacja strategii PGE nie przyniesie raczej odpowiedzi na pytanie jak ma wyglądać proces transformacji i trudno oczekiwać jakichś konkretnych deklaracji o sygnalizowanej wcześniej separacji aktywów węglowych w ramach samej Grupy (przypominamy, że mogłoby to potencjalnie zwiększyć wartość Grupy do ~15 PLN na akcję - szerzej o tym w naszym komentarzu z czerwca). Może zabraknąć też decyzji ws odkrywki Złoczew, szczególnie że związkowcy z Elektrowni Bełchatów po okresie ciszy stali się już bardziej aktywni (proces przed siedzibą PGE w Warszawie). Oczywiście nadal „w mocy” są zapewnienia o braku zaangażowania PGE w ratowanie PGG czy w projekt budowy elektrowni atomowej, ale wygląda na to, że to „za mało” aby utrzymać pozytywne tendencje na WIG-Energia, szczególnie że Minister Sasin ostatnio podtrzymał swoje stanowisko ws dywidend ze spółek państwowych. Od strony wyników trudno w tym roku oczekiwać jakichś zaskoczeń, ale przyszły rok zapowiada się znacznie lepiej z uwagi na uruchomienie płatności z rynku mocy. Dodatkowym pozytywnym katalizatorem może być propozycja obniżenia obligi giełdowego, która z jednej strony uwolniłaby część gotówki zamrożonej w depozytach na TGE, a z drugiej mogłaby podnieść ceny hurtowe (zmiana korzystna dla koncernów mających pozycję długą w wytwarzaniu: PGE, ENA).

**Cena bieżąca**

5,79 PLN

**Cena docelowa**

-

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

| Podstawowe dane    |              |                   | PGE PW | vs. WIG      |
|--------------------|--------------|-------------------|--------|--------------|
| Ticker             | PGE PW       | Zmiana 1M         | -12,5% | -13,4%       |
| ISIN               | PLPGER000010 | Zmiana YTD        | -27,2% | -15,3%       |
| Liczba akcji (mln) | 1 869,8      | Średni obrót 1M   |        | 11,2 mln PLN |
| MC (mln PLN)       | 10 833,5     | Średni obrót 6M   |        | 26,7 mln PLN |
| EV (mln PLN)       | 22 816,0     | EV/EBITDA 12M fwd | 3,6    | -16,3%       |
| 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               | 7,2    | -      | 7,8    | 3,8    | 4,2    |
| P/BV              | 0,2    | 0,3    | 0,2    | 0,2    | 0,2    |
| EV/EBITDA         | 3,3    | 3,2    | 3,6    | 2,7    | 2,7    |
| DPS               | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,18   | 0,38   |
| DYield            | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 3,2%   | 6,6%   |
| 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        |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>EBITDA skor.</b>          | <b>6 973</b> | <b>6 711</b> | <b>6 483</b> | <b>8 351</b> | <b>8 162</b> |
| 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           |
| <b>Saldo finansowe</b>       | <b>-290</b>  | <b>-528</b>  | <b>-525</b>  | <b>-352</b>  | <b>-427</b>  |
| <b>Produkcja energii TWh</b> | <b>65,9</b>  | <b>58,3</b>  | <b>62,2</b>  | <b>68,9</b>  | <b>70,5</b>  |
| w tym OZE                    | 2,1          | 2,7          | 2,9          | 2,9          | 2,9          |
| <b>Wolumen obrotu TWh</b>    | <b>42,6</b>  | <b>44,0</b>  | <b>42,2</b>  | <b>43,9</b>  | <b>44,3</b>  |
| 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         |
| <b>WRA w mld PLN</b>         | <b>16,4</b>  | <b>16,9</b>  | <b>17,6</b>  | <b>18,2</b>  | <b>18,7</b>  |
| zwrot na WRA (EBIT)          | 7,8%         | 6,5%         | 6,3%         | 5,5%         | 5,6%         |

**Bilans i CF**

| (mln PLN)             | 2018         | 2019          | 2020P         | 2021P         | 2022P         |
|-----------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>CF operacyjny</b>  | <b>5 102</b> | <b>6 820</b>  | <b>7 011</b>  | <b>7 945</b>  | <b>7 600</b>  |
| CFO/EBITDA            | 73%          | 102%          | 108%          | 95%           | 93%           |
| <b>Capex</b>          | <b>6 393</b> | <b>6 907</b>  | <b>6 685</b>  | <b>6 659</b>  | <b>6 486</b>  |
| Kapitał obrotowy      | 5 290        | 7 818         | 6 833         | 6 568         | 6 531         |
| Kapitał własny        | 46 727       | 42 289        | 43 726        | 46 302        | 48 198        |
| <b>Dług netto</b>     | <b>9 427</b> | <b>10 995</b> | <b>11 137</b> | <b>10 492</b> | <b>10 464</b> |
| 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.klischcz@mbank.pl](mailto:kamil.klischcz@mbank.pl)

Tauron zachowuje się relatywnie najmocniej w sektorze, choć w tym wypadku entuzjazm rynku również opadł po tym jak Ministerstwo Aktywów Państwowych pod presją związkowców PGG złagodziło swoje plany dekarbonizacji sektora. Wycofanie się z planów zamykania nierentownych kopalni w PGG oznacza naszym zdaniem również brak zgody na analogiczne ruchy w Tauronie, szczególnie że ostatnio Spółka raportuje poprawę sytuacji w swoim segmencie wydobywczym, zarówno operacyjną (wzrost wydobywania) jak i finansową (choć w dużym stopniu to wymiar księgowy). Jedynym konkretnym pozytywnym katalizatorem może być więc sprzedaż spółki Tauron Ciepło do PGNiG, ale to zostało już w naszej opinii zdyskontowane. Pojawiające się w mediach pomysły konsolidacji sektora przez PGE (wewnętrzne prezentacje z ministerstwa), poprzez wnoszenie akcji Skarbu Państwa aportem, nie muszą być szczególnie korzystne dla akcjonariuszy mniejszościowych, ale nawet nie wiadomo czy to jest wariant bazowy, gdyż rząd nadal nie przedstawił konkretnych rozwiązań i raczej nie zrobi tego szybko (otwarty front z górnikiem z PGG, nadal sprzeczne koncepcje dotyczące miksu energetycznego). W tym kontekście obecna wycena Tauronu, również przy założeniu separacji aktywów węglowych mocno odbiega na wskaźniku EV/EBITDA od pozostałych spółek i stąd implikuje największy potencjał spadku w razie rozczarowania tematem transformacji (choć oczywiście w pozytywnym scenariuszu potencjał wzrostu sięga ~100%).

**Cena bieżąca**

2,31 PLN

**Cena docelowa**

-

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

| Podstawowe dane    |              |                   | TPE PW | vs. WIG      |
|--------------------|--------------|-------------------|--------|--------------|
| Ticker             | TPE PW       | Zmiana 1M         | -10,9% | -11,9%       |
| ISIN               | PLTAURN00011 | Zmiana YTD        | +41,1% | +53,0%       |
| Liczba akcji (mln) | 1 752,5      | Średni obrót 1M   |        | 8,4 mln PLN  |
| MC (mln PLN)       | 4 055,4      | Średni obrót 6M   |        | 17,9 mln PLN |
| EV (mln PLN)       | 18 978,9     | EV/EBITDA 12M fwd | 4,8    | +3,3%        |
| Free float         | 59,6%        | EV/EBITDA 5Y avg  | 4,6    | premia       |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)         | 2018   | 2019   | 2020P  | 2021P  | 2022P  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Przychody         | 18 122 | 20 511 | 20 708 | 19 886 | 19 996 |
| EBITDA            | 3 492  | 3 597  | 3 542  | 3 865  | 4 105  |
| marża EBITDA      | 19,3%  | 17,5%  | 17,1%  | 19,4%  | 20,5%  |
| EBIT              | 791    | 295    | 1 392  | 1 597  | 1 814  |
| Zysk netto        | 205    | -11    | 660    | 1 205  | 1 206  |
| P/E               | 19,8   | -      | 6,1    | 3,4    | 3,4    |
| P/BV              | 0,2    | 0,2    | 0,2    | 0,2    | 0,2    |
| EV/EBITDA         | 4,1    | 5,0    | 5,4    | 4,7    | 4,2    |
| 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%   |
| 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 |
| wydobywanie           | -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 (podtrzymana)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Cyfrowy Polsat zaraportował wyniki za 2Q'20 zgodne z naszymi oczekiwaniami, ale poinformował o poprawie kondycji rynku reklamy TV w Polsce. Ponadto sprzedaż sprzętu po 1H'20 jest na istotnie wyższym poziomie niż zakładaliśmy dotychczas. Aktualizujemy nasz model finansowy (także o wyższą wycenę Asseco Poland – patrz strona z wyceną spółki w niniejszej publikacji) oraz wyższy poziom wskaźników dla peer grupy. Nową cenę docelową wyznaczamy na 26,30 PLN (vs. 24,10 PLN poprzednio), co implikuje 2,3% potencjału spadkowego. Stąd, podtrzymujemy neutralne nastawienie do spółki. Cyfrowy Polsat jest wyceniany na EV/EBITDA'20 = 7,4x, powyżej konkurencyjnych spółek OPL i PLY, jednak dynamika wzrostu wyników jest niższa. Patrząc dodatkowo na potencjalny wpływ klientów payTV oraz na niewyróżniający się od średniej poziom dywidendy, nie widzimy obecnie potencjału wzrostowego dla walorów spółki. Dodatkowym ryzykiem jest zawieszenie trwającego do niedawna postępowania aukcyjnego dot. rozdysponowania częstotliwości 5G. Nie możemy wykluczyć, że warunki w kolejnej aukcji nie pogorszą się. Należy jednak mieć na uwadze, że wyższy niż zakładamy CAPEX na pasma 5G (nasze założenie obecnie to 550 mln PLN w 2020 r. w przypadku każdego operatora) działa mniej negatywnie w przypadku CPS niż na OPL i PLY (z/w na skalę podmiotów).

Cena bieżąca

26,92 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

26,30 PLN

-2,3%

|                    | rekomendacja | cena docelowa     | data wydania |              |
|--------------------|--------------|-------------------|--------------|--------------|
| nowa               | trzymaj      | 26,30 PLN         | 2020-09-02   |              |
| poprzednia         | trzymaj      | 24,10 PLN         | 2020-04-01   |              |
| Podstawowe dane    |              |                   | CPS PW       | vs. WIG      |
| Ticker             | CPS PW       | Zmiana 1M         | -3,3%        | -4,2%        |
| ISIN               | PLCFRPT00013 | Zmiana YTD        | -3,7%        | +8,3%        |
| Liczba akcji (mln) | 639,5        | Średni obrót 1M   |              | 11,1 mln PLN |
| MC (mln PLN)       | 17 216,5     | Średni obrót 6M   |              | 16,8 mln PLN |
| EV (mln PLN)       | 30 003,9     | EV/EBITDA 12M fwd | 6,9          | +2,6%        |
| 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 | 11 739 | 11 945 | 12 207 |
| EBITDA         | 3 698  | 4 197  | 4 066  | 4 293  | 4 389  |
| marża EBITDA   | 34,6%  | 35,9%  | 34,6%  | 35,9%  | 36,0%  |
| EBIT           | 1 727  | 1 967  | 1 784  | 2 116  | 2 308  |
| Zysk netto     | 834    | 1 101  | 1 133  | 1 471  | 1 623  |
| P/E            | 20,7   | 15,6   | 15,2   | 11,7   | 10,6   |
| P/BV           | 1,3    | 1,2    | 1,2    | 1,1    | 1,1    |
| EV/EBITDA      | 7,6    | 7,2    | 7,4    | 6,9    | 6,7    |
| DPS            | 0,00   | 0,93   | 0,35   | 1,58   | 1,25   |
| DYield         | 0,0%   | 3,5%   | 1,3%   | 5,9%   | 4,7%   |
| Zmiana prognoz |        |        | 2020P  | 2021P  | 2022P  |
| Przychody      |        |        | +3,2%  | +2,4%  | +1,7%  |
| EBITDA         |        |        | +1,0%  | +1,4%  | +0,8%  |
| EBIT           |        |        | -3,5%  | -1,9%  | -2,4%  |
| Zysk netto     |        |        | -7,2%  | -1,3%  | -1,5%  |
| CAPEX          |        |        | +21,5% | 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          |
| <b>Przychody</b>     | <b>10 686</b> | <b>11 676</b> | <b>11 739</b> | <b>11 945</b> | <b>12 207</b> |
| zmiana               | 0             | 9,3%          | 0,5%          | 1,8%          | 2,2%          |
| <b>EBIT</b>          | <b>1 727</b>  | <b>1 967</b>  | <b>1 784</b>  | <b>2 116</b>  | <b>2 308</b>  |
| marża                | 16,2%         | 16,8%         | 15,2%         | 17,7%         | 18,9%         |
| <b>EBITDA</b>        | <b>3 698</b>  | <b>4 197</b>  | <b>4 066</b>  | <b>4 293</b>  | <b>4 389</b>  |
| marża                | 34,6%         | 35,9%         | 34,6%         | 35,9%         | 36,0%         |
| Koszty finansowe     | -387          | -466          | -438          | -366          | -374          |
| Inne                 | -34           | -34           | 72            | 87            | 93            |
| <b>Zysk brutto</b>   | <b>1 306</b>  | <b>1 468</b>  | <b>1 419</b>  | <b>1 838</b>  | <b>2 028</b>  |
| Podatek              | -490          | -353          | -270          | -349          | -385          |
| Zyski mniejszości    | -18           | 14            | 16            | 18            | 19            |
| <b>Zysk netto</b>    | <b>834</b>    | <b>1 101</b>  | <b>1 133</b>  | <b>1 471</b>  | <b>1 623</b>  |

#### Model DCF

| (mln PLN)         | 20P    | 21P    | 22P    | 23P    | 24P    | 25P    | 26P    | 27P    | 28P    | 29P    | +      |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Przychody         | 11 739 | 11 945 | 12 207 | 12 400 | 12 583 | 12 770 | 12 961 | 13 157 | 13 356 | 13 549 | 13 549 |
| EBITDA ex. MSSF16 | 3 591  | 3 818  | 3 914  | 3 964  | 4 009  | 4 051  | 4 091  | 4 131  | 4 172  | 4 203  | 4 203  |
| marża EBITDA      | 30,6%  | 32,0%  | 32,1%  | 32,0%  | 31,9%  | 31,7%  | 31,6%  | 31,4%  | 31,2%  | 31,0%  | 31,0%  |
| Amortyzacja       | 1 807  | 1 702  | 1 606  | 1 534  | 1 488  | 1 454  | 1 419  | 1 404  | 1 411  | 1 416  | 1 416  |
| EBIT              | 1 784  | 2 116  | 2 308  | 2 430  | 2 521  | 2 596  | 2 671  | 2 727  | 2 761  | 2 788  | 2 788  |
| Podatek           | 339    | 402    | 439    | 462    | 479    | 493    | 508    | 518    | 525    | 530    | 530    |
| NOPLAT            | 1 445  | 1 714  | 1 870  | 1 969  | 2 042  | 2 103  | 2 164  | 2 209  | 2 236  | 2 258  | 2 258  |
| CAPEX             | -2 385 | -1 308 | -2 303 | -2 639 | -1 645 | -1 370 | -1 199 | -1 390 | -1 411 | -1 429 | -1 429 |
| Kapitał obrotowy  | -258   | -284   | -231   | -204   | -193   | -196   | -199   | -203   | -206   | -208   | -208   |
| FCF               | 609    | 1 824  | 941    | 659    | 1 692  | 1 992  | 1 425  | 2 020  | 2 030  | 2 037  | 2 037  |
| PV FCF            | 596    | 1 671  | 808    | 530    | 1 274  | 1 404  | 940    | 1 245  | 1 169  | 1 095  |        |
| WACC              | 6,7%   | 6,8%   | 6,8%   | 6,7%   | 6,8%   | 6,9%   | 6,9%   | 7,0%   | 7,1%   | 7,2%   | 7,2%   |
| Dług netto / EV   | 36,8%  | 35,5%  | 35,7%  | 36,7%  | 35,7%  | 34,0%  | 33,6%  | 31,8%  | 29,8%  | 27,7%  | 27,7%  |
| 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%   |

\*dotyczy tylko Cyfrowego Polsatu (bez Netii)

#### Bilans i CF

| (mln PLN)                    | 2018          | 2019          | 2020P         | 2021P         | 2022P         |
|------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>CF operacyjny</b>         | <b>2 915</b>  | <b>3 087</b>  | <b>3 136</b>  | <b>3 272</b>  | <b>3 390</b>  |
| CFO/EBITDA                   | 79%           | 74%           | 77%           | 76%           | 77%           |
| <b>Capex</b>                 | <b>-928</b>   | <b>-1 232</b> | <b>-2 385</b> | <b>-1 308</b> | <b>-2 303</b> |
| Aktywa ogółem                | 30 697        | 32 590        | 33 534        | 34 074        | 34 994        |
| Kapitał własny               | 13 227        | 13 811        | 14 720        | 15 180        | 16 003        |
| <b>Dług netto ex. MSSF16</b> | <b>10 092</b> | <b>10 792</b> | <b>10 703</b> | <b>10 116</b> | <b>10 203</b> |
| 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  | 3,3  | 3,0  | 2,7  | 4,5       | 5,4   | 4,6  |
| Maksimum | 21,9 | 12,3 | 12,4 | 86,7      | 343,2 | 74,0 |
| Mediana  | 6,0  | 5,5  | 5,3  | 13,4      | 13,1  | 11,5 |
| waga     | 0%   | 0%   | 0%   | 33%       | 33%   | 33%  |

#### Podsumowanie DCF

| (mln PLN)                        |              |
|----------------------------------|--------------|
| Beta                             | 1,0          |
| Wzrost FCF po prognozie          | 0,0%         |
| Zdyskontowana wartość FCF        | 26 234       |
| Dług netto ex. MSSF16            | 10 792       |
| Inne korekty                     | 1 200        |
| <b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b> | <b>26,02</b> |

#### Wycena

| (PLN)                      | waga | cena         |
|----------------------------|------|--------------|
| Porównawcza                | 33%  | 22,12        |
| DCF                        | 67%  | 26,02        |
| Cena wynikowa              |      | 24,72        |
| Koszt kapitału 9M          |      | 6,4%         |
| <b>Cena docelowa za 9M</b> |      | <b>26,30</b> |



## Netia trzymaj (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Podtrzymujemy neutralne podejście do Netii. Spółka jest narażona na ryzyko COVID-19 w stopniu niskim. Podstawowa usługa Netii, tj. Internet stacjonarny okazał się dobrem niezbędnym w dobie zamrożenia gospodarki i powszechnego lock-down i sądzimy, że popyt na nie będzie widoczny także w kolejnych miesiącach. Spółka nie jest też w znacznym stopniu narażona na zmienność walut (zadłużenie kredytowe w PLN, ryzyko wzrostu nakładów inwestycyjnych realizowanych w walutach obcych). Argumenty za inwestycją w Netię to: (1) atrakcyjna wycena na EV/EBITDA'20 = 4,6x, (2) stabilizacja 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. Z drugiej strony potencjał wzrostu do naszej ceny docelowej już się wyczerpał.

**Cena bieżąca**

4,47 PLN

potencjał zmiany

**Cena docelowa**

4,40 PLN

-1,6%

|          | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|----------|--------------|---------------|--------------|
| aktualna | trzymaj      | 4,40 PLN      | 2020-08-04   |

| Podstawowe dane    |              | NET PW            | vs. WIG      |
|--------------------|--------------|-------------------|--------------|
| Ticker             | NET PW       | Zmiana 1M         | +1,4% +0,4%  |
| ISIN               | PLNETIA00014 | Zmiana YTD        | +1,1% +13,1% |
| Liczba akcji (mln) | 337,0        | Średni obrót 1M   | 0,1 mln PLN  |
| MC (mln PLN)       | 1 506,6      | Średni obrót 6M   | 0,1 mln PLN  |
| EV (mln PLN)       | 2 014,9      | EV/EBITDA 12M fwd | 4,2 -13,0%   |
| 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  | 31,7  | 28,8  | 26,0  | 25,0  |
| P/BV           | 0,8   | 0,8   | 0,8   | 0,7   | 0,7   |
| EV/EBITDA      | 4,8   | 4,4   | 4,6   | 4,4   | 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 linie głosowe (tys.) | 937          | 886          | 843          | 805          | 770          |
| ARPU głos wł. infras. (PLN)  | 25,3         | 23,2         | 22,4         | 22,0         | 22,2         |
| ARPU głos WLR + LLU (PLN)    | 38,3         | 35,1         | 34,4         | 34,4         | 34,7         |
| klienci broadband (tys.)     | 608          | 582          | 580          | 588          | 605          |
| ARPU broadband (PLN)         | 56,3         | 56,0         | 56,6         | 57,4         | 58,6         |
| <b>Przychody</b>             | <b>1 373</b> | <b>1 297</b> | <b>1 280</b> | <b>1 278</b> | <b>1 290</b> |
| 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          |
| <b>EBITDA MSSF16</b>         | <b>-</b>     | <b>457</b>   | <b>439</b>   | <b>439</b>   | <b>436</b>   |
| marża                        | -            | 35,2%        | 34,3%        | 34,3%        | 33,8%        |
| <b>Zysk netto</b>            | <b>64,8</b>  | <b>47,6</b>  | <b>52,4</b>  | <b>57,9</b>  | <b>60,2</b>  |

### 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       |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>CF operacyjny</b>  | <b>380</b>  | <b>448</b>  | <b>426</b>  | <b>421</b>  | <b>421</b>  |
| CFO/EBITDA            | -           | 127%        | 123%        | 122%        | 123%        |
| <b>Capex</b>          | <b>-281</b> | <b>-387</b> | <b>-338</b> | <b>-210</b> | <b>-186</b> |
| Aktywa ogółem         | 2 526       | 2 786       | 2 835       | 2 889       | 2 949       |
| Kapitał własny        | 1 867       | 1 913       | 1 965       | 2 023       | 2 083       |
| <b>Dług netto</b>     | <b>-</b>    | <b>489</b>  | <b>508</b>  | <b>404</b>  | <b>277</b>  |
| 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           |
| <b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b> | <b>3,82</b> |

### Wycena

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

## 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 EBITDAaL o ok. 8% w latach 2020 i 2021 w lipcowym raporcie analitycznym. Obecny poziom ceny docelowej to 8,30 PLN, co implikuje blisko 16% potencjał wzrostu. Tym samym podtrzymujemy nasze niekonsensusowe, pozytywne podejście do spółki. Dodatkowo sądzimy, że separacja części sieci FTTH i kontynuacja jej budowy we współpracy z zewnętrznym partnerem powinny 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

7,19 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

8,30 PLN

+15,5%

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

| Podstawowe dane    |              | OPL PW            | vs. WIG      |
|--------------------|--------------|-------------------|--------------|
| Ticker             | OPL PW       | Zmiana 1M         | +2,1% +1,2%  |
| ISIN               | PLTLKPL00017 | Zmiana YTD        | +0,9% +12,8% |
| Liczba akcji (mln) | 1 312,0      | Średni obrót 1M   | 7,7 mln PLN  |
| MC (mln PLN)       | 9 426,7      | Średni obrót 6M   | 12,9 mln PLN |
| EV (mln PLN)       | 17 618,1     | EV/EBITDA 12M fwd | 4,9 +5,4%    |
| 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            | 942,7  | 103,2  | 38,7   | 20,8   | 15,2   |
| P/BV           | 0,9    | 0,9    | 0,9    | 0,9    | 0,8    |
| 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%   | 3,5%   | 3,5%   |
| Zmiana prognoz |        | 2020P  | 2021P  | 2022P  |        |
| Przychody      |        | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |        |
| EBITDA         |        | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |        |
| EBIT           |        | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |        |
| Zysk netto     |        | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |        |
| CAPEX          |        | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |        |

### Rachunek wyników i dane operacyjne

| (mln PLN)                   | 2018          | 2019          | 2020P         | 2021P         | 2022P         |
|-----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| klienci konwergentni (tys.) | 1 547         | 1 697         | 1 807         | 1 908         | 2 005         |
| łącza szerokopasmowe (tys.) | 2 560         | 2 607         | 2 667         | 2 730         | 2 801         |
| <b>Przychody</b>            | <b>11 087</b> | <b>11 406</b> | <b>11 528</b> | <b>11 741</b> | <b>11 905</b> |
| 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         |
| <b>Koszty</b>               | <b>7 980</b>  | <b>8 092</b>  | <b>8 014</b>  | <b>8 043</b>  | <b>8 097</b>  |
| 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          |
| <b>EBITDAaL</b>             | <b>-</b>      | <b>2 718</b>  | <b>2 864</b>  | <b>3 008</b>  | <b>3 147</b>  |
| marża                       | -             | 23,8%         | 24,8%         | 25,6%         | 26,4%         |
| <b>Zysk netto</b>           | <b>10</b>     | <b>74</b>     | <b>244</b>    | <b>454</b>    | <b>622</b>    |

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

### Model DCF\*

| (mln PLN)                | 20P    | 21P    | 22P    | 23P    | 24P    | 25P    | 26P    | 27P    | 28P    | 29P    | +      |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Przychody                | 11 528 | 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        |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>CF operacyjny</b>  | <b>1 812</b> | <b>2 776</b> | <b>2 592</b> | <b>2 631</b> | <b>2 709</b> |
| CFO/EBITDAaL          | -            | 102%         | 90%          | 87%          | 86%          |
| <b>Capex</b>          | <b>2 282</b> | <b>2 140</b> | <b>2 758</b> | <b>1 934</b> | <b>2 973</b> |
| Aktywa ogółem         | 23 295       | 24 340       | 24 539       | 24 659       | 24 908       |
| Kapitał własny        | 10 494       | 10 566       | 10 810       | 10 936       | 11 230       |
| <b>Dług netto</b>     | <b>-</b>     | <b>8 163</b> | <b>8 189</b> | <b>7 580</b> | <b>7 872</b> |
| 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%        |
| Zdykontowana wartość FCF         | 17 199      |
| Dług netto ex. MSSF16            | 6 182       |
| Inne korekty                     | 2           |
| <b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b> | <b>8,40</b> |

### Wycena

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

## Play akumuluj (bez zmian)

Paweł Szpigiel +48 22 438 24 06 [pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)

Podtrzymujemy pozytywne podejście do Play. Spółka zaraportowała dość słabe wyniki za 2Q'20, czego głównym powodem były skutki pandemii COVID-19. Liczba klientów abonamentowych spadła tylko o 34 tys., co było pozytywnym zaskoczeniem, a Zarząd podtrzymał guidance na FCFE > 800 mln PLN. Najwyższa w branży zdolność do generowania gotówki jest głównym argumentem za inwestycją w Play. Kolejnym jest powolna poprawa poziomu cen usług mobilnych w Polsce, która wspierana jest dużym wzrostem popytu na dane. 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**  
**Cena docelowa**

29,98 PLN  
35,70 PLN  
**potencjał zmiany**  
**+19,1%**

|          | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|----------|--------------|---------------|--------------|
| aktualna | akumuluj     | 35,70 PLN     | 2020-08-04   |

| Podstawowe dane    |              | PLY PW            | vs. WIG      |
|--------------------|--------------|-------------------|--------------|
| Ticker             | PLY PW       | Zmiana 1M         | -7,4% -8,3%  |
| ISIN               | LU1642887738 | Zmiana YTD        | -10,1% +1,8% |
| Liczba akcji (mln) | 253,7        | Średni obrót 1M   | 13,0 mln PLN |
| MC (mln PLN)       | 7 605,9      | Średni obrót 6M   | 18,9 mln PLN |
| EV (mln PLN)       | 14 381,6     | EV/EBITDA 12M fwd | 5,4 -7,2%    |
| Free float         | 49,4%        | EV/EBITDA 5Y avg  | 5,8 dyskonto |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)             | 2018  | 2019         | 2020P        | 2021P        | 2022P |
|-----------------------|-------|--------------|--------------|--------------|-------|
| Przychody             | 6 839 | 7 041        | 7 102        | 7 211        | 7 361 |
| EBITDA                | 2 160 | 2 406        | 2 500        | 2 573        | 2 653 |
| marża EBITDA          | 31,6% | 34,2%        | 35,2%        | 35,7%        | 36,0% |
| EBIT                  | 1 371 | 1 500        | 1 567        | 1 574        | 1 627 |
| Zysk netto            | 744   | 867          | 927          | 941          | 944   |
| P/E                   | 10,2  | 8,8          | 8,2          | 8,1          | 8,1   |
| P/BV                  | -     | 23,6         | 9,2          | 5,6          | 4,1   |
| EV/EBITDA             | 6,6   | 5,9          | 5,8          | 5,4          | 5,3   |
| DPS                   | 2,57  | 1,45         | 1,65         | 1,65         | 1,65  |
| DYield                | 8,6%  | 4,8%         | 5,5%         | 5,5%         | 5,5%  |
| <b>Zmiana prognoz</b> |       | <b>2020P</b> | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> |       |
| 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         |
| <b>Przychody</b>       | <b>6 839</b> | <b>7 041</b> | <b>7 102</b> | <b>7 211</b> | <b>7 361</b> |
| 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        |
| <b>Koszty</b>          | <b>4 679</b> | <b>4 635</b> | <b>4 601</b> | <b>4 639</b> | <b>4 708</b> |
| 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          |
| <b>EBITDA skoryg.</b>  | <b>2 159</b> | <b>2 436</b> | <b>2 530</b> | <b>2 603</b> | <b>2 683</b> |
| marża                  | 31,6%        | 34,6%        | 35,6%        | 36,1%        | 36,5%        |
| <b>Zysk netto</b>      | <b>744</b>   | <b>867</b>   | <b>927</b>   | <b>941</b>   | <b>944</b>   |

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

### Analiza porównawcza

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

### Podsumowanie DCF

| (mln PLN)                        |              |
|----------------------------------|--------------|
| Beta                             | 1,3          |
| Wzrost FCF po prognozie          | 0,0%         |
| Zdyskontowana wartość FCF        | 15 604       |
| Skorygowany dług netto           | 6 001        |
| Inne korekty                     | 0            |
| <b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b> | <b>37,85</b> |

### Wycena

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

## 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. Agora zrealizowała dezinvestycję niekluczowych aktywów: Foodio Concept i Auto Centrum. Jednak sądzimy, że spółka nie ma potencjału do wzrostów, a wyniki za słabe odczyty za 2Q'20 będą negatywnie działać na 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 (nie jeszcze szczegółowych wyników segmentów za 2Q'20, gdyż spółka przełożyła termin publikacji raportu za 2Q20). Dodatkowo rynek reklamy (bez TV i Internetu) 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

6,86 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

8,60 PLN

+25,4%

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

| Podstawowe dane    |              |                   | AGO PW | vs. WIG     |
|--------------------|--------------|-------------------|--------|-------------|
| Ticker             | AGO PW       | Zmiana 1M         | -8,5%  | -9,5%       |
| ISIN               | PLAGORA00067 | Zmiana YTD        | -34,0% | -22,1%      |
| Liczba akcji (mln) | 46,6         | Średni obrót 1M   |        | 0,0 mln PLN |
| MC (mln PLN)       | 319,5        | Średni obrót 6M   |        | 0,1 mln PLN |
| EV (mln PLN)       | 1 094,3      | EV/EBITDA 12M fwd | 9,1    | +61,2%      |
| 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            | 69,9  | 90,3  | -     | -     | -     |
| P/BV           | 0,3   | 0,3   | 0,4   | 0,4   | 0,4   |
| EV/EBITDA      | 3,7   | 5,5   | 19,7  | 7,4   | 5,8   |
| DPS            | 0,50  | 0,50  | 0,00  | 0,00  | 0,50  |
| DYield         | 7,3%  | 7,3%  | 0,0%  | 0,0%  | 7,3%  |
| 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        |
|-----------------------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
| 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          |
| <b>Przychody</b>            | <b>1 141</b> | <b>1 250</b> | <b>892</b>    | <b>1 080</b> | <b>1 191</b> |
| 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          |
| <b>EBITDA ex. MSSF16</b>    | <b>86</b>    | <b>104</b>   | <b>-23</b>    | <b>69</b>    | <b>108</b>   |
| marża                       | 7,6%         | 8,4%         | -2,5%         | 6,4%         | 9,0%         |
| <b>Zysk netto</b>           | <b>5,1</b>   | <b>3,5</b>   | <b>-136,9</b> | <b>-42,5</b> | <b>-5,5</b>  |

### Model DCF

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

### Bilans i CF

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

### Analiza porównawcza

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

### Podsumowanie DCF

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

### Wycena

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

## Wirtualna Polska redukuj (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Podtrzymujemy nasze negatywne niekonsensusowe podejście do spółki. Choć odczyty finansowe za 2Q'20 wypadły lepiej niż oczekiwaliśmy to spółka będzie borykać się z segmentem turystyki e-commerce także w 3Q'20, a kolejnym problemem są słabe wyniki Domodi. Spółka relatywnie szybko i stanowczo zareagowała na negatywne skutki pandemii COVID-19, wdrażając szereg akcji oszczędnościowych. Niemniej jednak, spadków w 2Q'20 nie sposób nadrobić do końca roku. W długim terminie kluczowym ryzykiem jest w naszej opinii wejście Cyfrowego Polsatu na główny rynek działalności Wirtualnej Polski. Spółka jest notowana na EV/EBITDA'21 = 11,3x, co naszym zdaniem nie jest atrakcyjnym poziomem, zwłaszcza że CAGR zysku EBITDA 19-21 jest na dość niskim poziomie i wynosi tylko niespełna 2%.

**Cena bieżąca**

74,00 PLN

potencjał zmiany

**Cena docelowa**

63,10 PLN

-14,7%

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

| Podstawowe dane    |              |                   | WPL PW      | vs. WIG |
|--------------------|--------------|-------------------|-------------|---------|
| Ticker             | WPL PW       | Zmiana 1M         | +3,9%       | +3,0%   |
| ISIN               | PLWRTPL00027 | Zmiana YTD        | +6,0%       | +17,9%  |
| Liczba akcji (mln) | 29,7         | Średni obrót 1M   | 0,5 mln PLN |         |
| MC (mln PLN)       | 2 194,2      | Średni obrót 6M   | 1,2 mln PLN |         |
| EV (mln PLN)       | 2 510,2      | EV/EBITDA 12M fwd | 11,1        | +8,6%   |
| Free float         | 53,0%        | EV/EBITDA 5Y avg  | 10,2        | premia  |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)      | 2018  | 2019  | 2020P | 2021P | 2022P |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody      | 567   | 709   | 593   | 729   | 812   |
| EBITDA         | 163   | 209   | 169   | 219   | 243   |
| marża EBITDA   | 28,7% | 29,5% | 28,5% | 30,0% | 29,9% |
| EBIT           | 107   | 130   | 91    | 142   | 164   |
| Zysk netto     | 74    | 69    | 58    | 101   | 121   |
| P/E            | 29,7  | 31,8  | 37,7  | 21,8  | 18,1  |
| P/BV           | 4,7   | 4,3   | 4,1   | 3,6   | 3,2   |
| EV/EBITDA      | 15,4  | 12,1  | 14,9  | 11,3  | 9,9   |
| DPS            | 0,96  | 1,00  | 1,00  | 1,00  | 1,72  |
| DYield         | 1,3%  | 1,3%  | 1,4%  | 1,4%  | 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        |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| <b>Przychody</b>          | <b>567</b>  | <b>709</b>  | <b>593</b>  | <b>729</b>   | <b>812</b>   |
| gotówkowe                 | 526         | 665         | 557         | 687          | 763          |
| barterowe                 | 24,6        | 23,2        | 21,3        | 23,8         | 25,2         |
| <b>Koszty</b>             | <b>460</b>  | <b>579</b>  | <b>501</b>  | <b>587</b>   | <b>649</b>   |
| 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          |
| <b>EBITDA</b>             | <b>163</b>  | <b>208</b>  | <b>169</b>  | <b>219</b>   | <b>243</b>   |
| marża                     | 28,7%       | 29,3%       | 28,5%       | 30,0%        | 29,9%        |
| <b>EBITDA skorygowana</b> | <b>178</b>  | <b>223</b>  | <b>169</b>  | <b>219</b>   | <b>243</b>   |
| marża                     | 31,4%       | 31,5%       | 28,5%       | 30,0%        | 29,9%        |
| <b>EBIT</b>               | <b>107</b>  | <b>130</b>  | <b>91</b>   | <b>142</b>   | <b>164</b>   |
| marża                     | 18,9%       | 18,3%       | 15,4%       | 19,5%        | 20,2%        |
| <b>Zysk netto</b>         | <b>73,9</b> | <b>69,0</b> | <b>58,2</b> | <b>100,7</b> | <b>121,3</b> |

### Bilans i CF

| (mln PLN)             | 2018       | 2019       | 2020P      | 2021P      | 2022P      |
|-----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>CF operacyjny</b>  | <b>156</b> | <b>179</b> | <b>148</b> | <b>180</b> | <b>196</b> |
| CFO/EBITDA            | 96%        | 86%        | 88%        | 82%        | 81%        |
| <b>Capex</b>          | <b>-43</b> | <b>-58</b> | <b>-51</b> | <b>-62</b> | <b>-69</b> |
| Aktywa ogółem         | 1 063      | 1 145      | 1 145      | 1 127      | 1 146      |
| Kapitał własny        | 468        | 513        | 542        | 613        | 683        |
| <b>Dług netto</b>     | <b>299</b> | <b>334</b> | <b>304</b> | <b>261</b> | <b>205</b> |
| 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%         |
| Zdyskontowana wartość FCF        | 2 157        |
| Skor. dług netto ex.MSSF16       | 329          |
| Inne korekty                     | 12           |
| <b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b> | <b>61,23</b> |

### Wycena

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



## IT

## Prognozy i pozycjonowanie spółek IT (mln PLN)

| Spółka         | MCap           | EV     | Diąg netto    | DN/ EBITDA   | Przychody  |             |             | EBITDA      |            |            | EBIT       |            |            | Zysk netto |            |            |
|----------------|----------------|--------|---------------|--------------|------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|                |                |        |               |              | 2019       | 2020        | 2021        | 2019        | 2020       | 2021       | 2019       | 2020       | 2021       | 2019       | 2020       | 2021       |
| Ailleron       | 88             | 75     | -13,0         | -0,8         | 141        | 148         | 160         | 12,4        | 17,1       | 19,2       | 4,0        | 8,8        | 10,9       | 0,5        | 6,2        | 8,0        |
| Asseco BS      | 1 202          | 1 231  | 28,1          | 0,2          | 274        | 282         | 296         | 112,2       | 115,1      | 119,8      | 87,7       | 89,2       | 92,9       | 73,4       | 73,5       | 77,0       |
| Asseco PL      | 5 827          | 9 141  | 704,3         | 0,4          | 10 667     | 11 973      | 12 492      | 1 611,6     | 1 869,0    | 1 950,9    | 976,2      | 1 183,6    | 1 248,9    | 322,4      | 363,1      | 396,5      |
| Asseco SEE     | 2 465          | 2 374  | -93,5         | -0,4         | 881        | 1 024       | 1 157       | 175,7       | 219,4      | 242,3      | 110,0      | 143,1      | 161,3      | 90,9       | 115,4      | 131,3      |
| Atende         | 118            | 132    | 11,0          | 0,6          | 295        | 256         | 273         | 28,1        | 17,3       | 22,6       | 20,0       | 9,3        | 14,6       | 12,1       | 6,6        | 10,9       |
| Comarch        | 1 741          | 1 655  | -104,1        | -0,5         | 1 437      | 1 463       | 1 593       | 228,3       | 212,1      | 232,3      | 143,4      | 125,3      | 144,4      | 104,8      | 73,8       | 103,0      |
| Sygnity        | 195            | 264    | 68,5          | 1,3          | 235        | 235         | 243         | 37,4        | 54,4       | 54,5       | 29,4       | 38,4       | 39,0       | 15,9       | 25,5       | 28,2       |
| Spółka         | Pozycjonowanie |        | Cena docelowa | Cena bieżąca | Zmiana m/m | P/E         |             |             | EV/ EBITDA |            |            | EV/Sales   |            |            | PEG Ratio  |            |
|                | aktualne       | zmiana |               |              |            | 2019        | 2020        | 2021        | 2019       | 2020       | 2021       | 2019       | 2020       | 2021       | 2020       | 2021       |
| Ailleron       | N              | -      | -             | 7,08         | +3,9%      | -           | 14,1        | 11,0        | 6,8        | 4,4        | 3,4        | 0,6        | 0,5        | 0,4        | 0,0        | 0,0        |
| Asseco BS      | N              | ►      | -             | 36,00        | +2,3%      | 16,4        | 16,4        | 15,6        | 11,1       | 10,7       | 10,2       | 4,5        | 4,4        | 4,1        | 6,8        | 6,5        |
| Asseco PL      | OW             | ►      | 80,70         | 70,20        | -2,7%      | 18,1        | 16,0        | 14,7        | 5,7        | 4,9        | 4,6        | 0,9        | 0,8        | 0,7        | 1,5        | 1,3        |
| Asseco SEE     | OW             | -      | -             | 47,50        | -1,0%      | 27,1        | 21,4        | 18,8        | 13,9       | 10,8       | 9,6        | 2,8        | 2,3        | 2,0        | 1,1        | 0,9        |
| Atende         | N              | -      | -             | 3,24         | +2,5%      | 9,7         | 17,9        | 10,8        | 4,9        | 7,6        | 5,5        | 0,5        | 0,5        | 0,5        | -3,3       | -2,0       |
| Comarch        | N              | -      | 220,30        | 214,00       | -3,6%      | 16,6        | 23,6        | 16,9        | 7,4        | 7,8        | 7,0        | 1,2        | 1,1        | 1,0        | -26,8      | -19,2      |
| Sygnity        | OW             | -      | 10,70         | 8,58         | -0,6%      | 12,3        | 7,7         | 6,9         | 7,8        | 4,8        | 4,3        | 1,2        | 1,1        | 1,0        | 0,2        | 0,2        |
| <b>Mediana</b> |                |        |               |              |            | <b>16,5</b> | <b>16,4</b> | <b>14,7</b> | <b>7,4</b> | <b>7,6</b> | <b>5,5</b> | <b>1,2</b> | <b>1,1</b> | <b>1,0</b> | <b>0,2</b> | <b>0,2</b> |

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

## Asseco Business Solutions (równoważ)

Asseco BS zaraportowało zestaw dobrych wyników za 2Q'20, które były wyższe niż nasze oczekiwania. Zysk EBITDA wyniósł 25,4 mln PLN (+7,3% vs. nasze prognozy), zysk netto był na poziomie 15,7 mln PLN (+10,2% vs. nasze prognozy). Kluczowym elementem zaskoczenia były wyższe przychody. Spodziewaliśmy się, że w okresie pandemii Asseco BS zaraportuje stabilne przychody, co i tak będzie dość dobrym wynikiem biorąc pod uwagę znaczną liczbę MŚP wśród klientów. Asseco BS osiągnęło obroty z rynku polskiego były wyższe R/R o 5,8%. Dynamika jest wyższa nawet niż w 1Q'20. Przychody eksportowe wzrosły o 18,1% R/R. Zarząd poinformował, że portfel zamówień jest wyższy R/R o 5%, co przy inflacji płac w sektorze IR powinno przełożyć się na płaskie wyniki R/R. Asseco BS informowało także, że niektórzy klienci mogą być bardziej wstrzemięźliwi w zakresie wydatków IT w najbliższych miesiącach. Stąd konserwatywnie zakładamy, że przychody w 2H'20 będą na stabilnym poziomie. Mimo wszystko podnosimy nasze prognozy finansowe. Zysk EBITDA w 2020/21 wyznaczamy na 115,1/119,8 mln PLN, a zysk netto na 73,5/77,0 mln PLN. Spółka jest notowana obecnie na wskaźnikach EV/EBITDA'20 = 10,7x oraz P/E'20 = 16,4x. Patrząc na tempo wzrostu wyników poziom wskaźników uznajemy za właściwy i podtrzymujemy neutralne podejście do spółki.

## IT

### Asseco Poland

#### kupuj (podwyższona)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Notowania Asseco Poland wzrosły od wydania zalecenie Akumuluj na początku sierpnia'20 o 6%. Spółka zaraportowała zestaw bardzo dobrych wyników za 2Q'20. Zysk netto wyniósł 95,1 mln PLN i był wyższy R/R o 19%. Po dobrych odczytach, nasza prognoza zysku netto była zrealizowana w >55%, a Zarząd poinformował o spodziewanym dobrym 2H'20 na co dowodem jest wartość portfela zamówień. Ten dla całej grupy jest 12% wyższy R/R, jednak dla rynku polskiego aż 16% wyższy R/R. Aktualizujemy nasz model finansowy grupy Asseco po 1H'20. Sądzymy, że Asseco Poland wygeneruje zysk netto na poziomie >360 mln PLN. Nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 80,70 PLN, co implikuje blisko 15% potencjał wzrostu. Stąd, podnosimy zalecenie inwestycyjne do kupuj. Na wzrost ceny docelowej duży wpływ miał także: (1) wzrost wyceny grupy Asseco SEE oraz (2) wzrost wyceny giełdowej grupy Formula Systems. Asseco Poland jest wycenione obecnie na P/E'20 = 16,0x, >25% poniżej mediany dla spółek porównywalnych. Sądzymy, że głównym katalizatorem wzrostu kursu giełdowego grupy będzie wzrost wyników, widoczny także w 3Q' i 4Q'20.

**Cena bieżąca**

70,20 PLN

**potencjał zmiany**

**Cena docelowa**

80,70 PLN

**+15,0%**

|                    | rekomendacja  | cena docelowa   | data wydania |         |
|--------------------|---------------|-----------------|--------------|---------|
| nowa               | kupuj         | 80,70 PLN       | 2020-09-02   |         |
| poprzednia         | akumuluj      | 68,39 PLN       | 2020-08-04   |         |
| Podstawowe dane    |               |                 | ACP PW       | vs. WIG |
| Ticker             | ACP PW        | Zmiana 1M       | +9,7%        | +8,8%   |
| ISIN               | PLSOFTB000016 | Zmiana YTD      | +15,8%       | +27,7%  |
| Liczba akcji (mln) | 83,0          | Średni obrót 1M | 3,8 mln PLN  |         |
| MC (mln PLN)       | 5 826,6       | Średni obrót 6M | 5,9 mln PLN  |         |
|                    |               | P/E 12M fwd     | 15,0         | +17,4%  |
| Free float         | 68,0%         | P/E 5Y avg      | 12,8         | premia  |

#### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)             | 2018  | 2019   | 2020P        | 2021P        | 2022P        |
|-----------------------|-------|--------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody             | 9 329 | 10 667 | 11 973       | 12 492       | 12 940       |
| EBITDA                | 1 256 | 1 612  | 1 869        | 1 951        | 2 022        |
| marża EBITDA          | 13,5% | 15,1%  | 15,6%        | 15,6%        | 15,6%        |
| EBIT                  | 797   | 976    | 1 184        | 1 249        | 1 307        |
| Zysk netto            | 333   | 322    | 363          | 397          | 422          |
| P/E                   | 17,5  | 18,1   | 16,0         | 14,7         | 13,8         |
| P/BV                  | 1,0   | 1,0    | 1,0          | 1,0          | 0,9          |
| P/S                   | 0,62  | 0,55   | 0,49         | 0,47         | 0,45         |
| DPS                   | 3,01  | 3,07   | 3,01         | 3,01         | 3,01         |
| DYield                | 4,3%  | 4,4%   | 4,3%         | 4,3%         | 4,3%         |
| <b>Zmiana prognoz</b> |       |        | <b>2020P</b> | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> |
| Przychody             |       |        | +10,1%       | +14,2%       | +13,8%       |
| EBITDA                |       |        | +15,3%       | +14,0%       | +12,2%       |
| EBIT                  |       |        | +20,6%       | +16,4%       | +13,6%       |
| Zysk brutto           |       |        | +20,2%       | +15,8%       | +13,0%       |
| Zysk netto            |       |        | +13,7%       | +10,8%       | +8,5%        |

#### Rachunek wyników i dane operacyjne

| (mln PLN)               | 2018         | 2019          | 2020P         | 2021P         | 2022P         |
|-------------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Przychody</b>        | <b>9 329</b> | <b>10 667</b> | <b>11 973</b> | <b>12 492</b> | <b>12 940</b> |
| zmiana                  |              | 14,4%         | 12,2%         | 4,3%          | 3,6%          |
| rynek polski            | 1 614        | 1 486         | 1 619         | 1 710         | 1 788         |
| rynek pd-wsch. Europy   | 670          | 890           | 1 033         | 1 166         | 1 256         |
| rynek zachodnioeur.     | 600          | 697           | 820           | 861           | 878           |
| rynek środkowoeur.      | 958          | 1 060         | 1 092         | 1 125         | 1 159         |
| rynek izraelski         | 5 403        | 6 554         | 7 402         | 7 624         | 7 853         |
| rynek wschodnioeur.     | 4            | 8             | 7             | 7             | 7             |
| <b>EBIT</b>             | <b>797</b>   | <b>976</b>    | <b>1 184</b>  | <b>1 249</b>  | <b>1 307</b>  |
| Amortyzacja             | 460          | 635           | 685           | 702           | 715           |
| <b>EBITDA</b>           | <b>1 256</b> | <b>1 612</b>  | <b>1 869</b>  | <b>1 951</b>  | <b>2 022</b>  |
| marża                   | 13,5%        | 15,1%         | 15,6%         | 15,6%         | 15,6%         |
| Jednostki stowarzyszone | -260         | -381          | -561          | -584          | -609          |
| Podatek                 | -182         | -191          | -246          | -253          | -258          |
| <b>Zysk netto</b>       | <b>333</b>   | <b>322</b>    | <b>363</b>    | <b>397</b>    | <b>422</b>    |

#### Bilans i CF

| (mln PLN)             | 2018         | 2019         | 2020P        | 2021P        | 2022P        |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>CF operacyjny</b>  | <b>1 001</b> | <b>1 501</b> | <b>1 436</b> | <b>1 628</b> | <b>1 703</b> |
| CFO/EBITDA            | 80%          | 93%          | 77%          | 83%          | 84%          |
| <b>Capex</b>          | <b>-240</b>  | <b>-320</b>  | <b>-419</b>  | <b>-500</b>  | <b>-518</b>  |
| Aktywa ogółem         | 12 642       | 14 598       | 15 277       | 16 001       | 16 730       |
| Kapitał własny        | 5 718        | 5 762        | 5 876        | 6 022        | 6 195        |
| <b>Dług netto</b>     | <b>305</b>   | <b>1 103</b> | <b>704</b>   | <b>109</b>   | <b>-508</b>  |
| Dług netto/EBITDA (x) | 0,2          | 0,7          | 0,4          | 0,1          | -0,3         |

#### Analiza porównawcza

|         | 20P  | P/E 21P | 22P  |
|---------|------|---------|------|
| Maximum | 28,0 | 26,8    | 24,1 |
| Minimum | 10,5 | 9,0     | 7,5  |
| Mediana | 21,9 | 17,9    | 16,1 |
| waga    | 33%  | 33%     | 33%  |

#### Skrót z modeli DCF

| (mln PLN)                          | 20P   | 21P   | 22P   | 23P   | 24P   | 25P   | 26P   | 27P   | 28P   | 29P   | +     |
|------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Asseco Poland (matka)</b>       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Przychody                          | 888   | 965   | 1 011 | 1 032 | 1 054 | 1 076 | 1 099 | 1 122 | 1 146 | 1 170 | 1 170 |
| EBITDA                             | 191   | 216   | 230   | 233   | 236   | 238   | 241   | 244   | 247   | 250   | 250   |
| NOPLAT                             | 105   | 123   | 133   | 135   | 138   | 140   | 142   | 144   | 147   | 149   | 149   |
| FCF                                | 108   | 127   | 143   | 144   | 145   | 145   | 146   | 146   | 147   | 149   | 149   |
| WACC                               | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  |       |
| <b>Asseco Business Solutions</b>   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 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%  |       |
| <b>Asseco South Eastern Europe</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 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%   | 1 909        |
| ACE                | 12x PE'20 | 93%    | 964          |
| ABS                | DCF       | 43%    | 1 197        |
| ASEE               | DCF       | 51%    | 2 612        |
| R. zachodnioeurop. | 12x PE'20 | 100%   | 301          |
| Formula Systems    | rynek     | 26%    | 5 595        |
| Pozostałe          | 10x PE    | 0%     | 218          |
| <b>Razem</b>       |           |        | <b>6 644</b> |
| Wycena 1 akcji     |           |        | 80,05        |

#### Wycena

| (PLN)                      | waga | cena         |
|----------------------------|------|--------------|
| Porównawcza                | 50%  | 71,67        |
| SOTP                       | 50%  | 80,05        |
| Cena wynikowa              |      | 75,86        |
| Koszt kapitału 9M          |      | 6,4%         |
| <b>Cena docelowa za 9M</b> |      | <b>80,70</b> |

## Comarch trzymaj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Comarch zaraportował wyniki za 2Q'20, które nieco nas rozczarowały. Przychody wyniosły 331,0 mln PLN i były niższe od naszych oczekiwań o blisko 23 mln PLN. Różnica wynika głównie z niższych niż zakładaliśmy obrotów w sektorze TMT na rynku polskim (>22 mln PLN różnicy). Także na rynkach DACH i pozostałych rynkach międzynarodowych oczekiwaliśmy wyższych przychodów z tego segmentu. Wynik EBITDA zaraportowany w 2Q'20 był wyższy od oczekiwań tylko dzięki pozytywnemu saldu na pozostałej działalności operacyjnej (na co wpływ miało m.in. rozwiązanie rezerw na należności). Sam zysk brutto na sprzedaży był w 2Q'20 niższy od naszych oczekiwań o >10 mln PLN i wyniósł 85 mln PLN, co było rezultatem wspomnianej niskiej sprzedaży w segmencie TMT w 2Q'20. Zarząd podał informację o portfelu zamówień wyższym R/R o 7-8%, co zaskoczyło nas nieco negatywnie. Z drugiej strony spółka wygenerowała imponujący CF z działalności operacyjnej, a niedawno informowała także o podpisaniu prestiżowych kontraktów w Nowej Zelandii. Comarch jest też wyceniany na EV/EBITDA'20 = 7,8x, tj. z wyraźnym dyskontem do spółek porównywalnych. Stąd, podtrzymujemy neutralne podejście do spółki.

**Cena bieżąca**  
**Cena docelowa**

214,00 PLN

potencjał zmiany

220,30 PLN

+2,9%

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

| Podstawowe dane    |              |                   | CMR PW | vs. WIG     |
|--------------------|--------------|-------------------|--------|-------------|
| Ticker             | CMR PW       | Zmiana 1M         | -1,8%  | -2,8%       |
| ISIN               | PLCOMAR00012 | Zmiana YTD        | +15,4% | +27,3%      |
| Liczba akcji (mln) | 8,1          | Średni obrót 1M   |        | 0,8 mln PLN |
| MC (mln PLN)       | 1 740,5      | Średni obrót 6M   |        | 1,1 mln PLN |
| EV (mln PLN)       | 1 655,1      | EV/EBITDA 12M fwd | 6,8    | -7,6%       |
| 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            | 56,9  | 16,6  | 23,6  | 16,9  | 16,1  |
| P/BV           | 2,0   | 1,8   | 1,7   | 1,5   | 1,4   |
| EV/EBITDA      | 11,8  | 7,4   | 7,8   | 7,0   | 6,6   |
| 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        |
|--------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Przychody</b>         | <b>1 370</b> | <b>1 437</b> | <b>1 463</b> | <b>1 593</b> | <b>1 692</b> |
| 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          |
| <b>EBIT</b>              | <b>88</b>    | <b>143</b>   | <b>125</b>   | <b>144</b>   | <b>151</b>   |
| marża                    | 6,4%         | 10,0%        | 8,6%         | 9,1%         | 8,9%         |
| <b>Zysk netto</b>        | <b>30,6</b>  | <b>104,8</b> | <b>73,8</b>  | <b>103,0</b> | <b>107,9</b> |

### 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       |
|-----------------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>CF operacyjny</b>  | <b>160</b> | <b>179</b> | <b>182</b>  | <b>170</b>  | <b>183</b>  |
| CFO/EBITDA            | 105%       | 78%        | 86%         | 73%         | 76%         |
| <b>Capex</b>          | <b>-87</b> | <b>-45</b> | <b>-79</b>  | <b>-107</b> | <b>-107</b> |
| Aktywa ogółem         | 1 740      | 1 843      | 1 920       | 2 058       | 2 192       |
| Kapitał własny        | 876        | 971        | 1 032       | 1 123       | 1 219       |
| <b>Dług netto</b>     | <b>46</b>  | <b>-58</b> | <b>-104</b> | <b>-132</b> | <b>-173</b> |
| 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            |
| <b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b> | <b>191,60</b> |

### Wycena

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

## Sygnity kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Wczoraj rozpoczęliśmy pokrycie analityczne Sygnity. Spółka jest producentem oprogramowania IT dla różnych sektorów gospodarki w Polsce. Niegdyś Sygnity było drugą co do wielkości grupą IT w Polsce z rocznymi obrotami 1,2 mld PLN. W latach 2014-17 sytuacja finansowa podmiotu znacznie pogorszyła się. W 3Q'17 Sygnity naruszyło kowenanty i podpisało umowę standstill z bankami i obligatariuszami. W czerwcu'18 podpisano umowę restrukturyzacyjną z podmiotami finansującymi i partnerami biznesowymi, a wkrótce doszło do dwóch podwyższeń kapitału. Z pozyskanych środków częściowo spłacono obligatariuszy. Przez ostatnie kilka kwartałów spółka realizowała szereg inicjatyw mających na celu: (1) racjonalizację kosztów, (2) zmianę struktury przychodów w kierunku rozwiązań własnych, (3) segmentową dywersyfikację przychodów oraz (4) wygaszanie nierentownych projektów i dostaw sprzętu. Dziś, Sygnity ze stabilnymi R/R przychodami na poziomie 250 mln PLN osiąga wysoką rentowność (ok. 30% marża brutto na sprzedaży), generowaną głównie z rozwiązań własnych, bez problematycznego podwykonawstwa. Dzięki temu Sygnity generuje wysoki FCFE = 27-32 mln PLN, co implikuje wysoki Yield rzędu 16-19%. Stąd, nawet biorąc pod uwagę niechlubną historię finansową spółki i inne ryzyka, uważamy że walory spółki mają wysoki potencjał wzrostu. Sygnity jest notowane na atrakcyjnych poziomach EV/EBITDA'19/20 i P/E'19/20 = 4,8x oraz 7,7x odpowiednio.

**Cena bieżąca**

8,58 PLN

**potencjał zmiany**

**Cena docelowa**

10,70 PLN

**+24,7%**

|          | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|----------|--------------|---------------|--------------|
| aktualna | kupuj        | 10,70 PLN     | 2020-09-01   |

| Podstawowe dane    | SGN PW       | vs. WIG                      |
|--------------------|--------------|------------------------------|
| Ticker             | SGN PW       | Zmiana 1M +24,3% +23,4%      |
| ISIN               | PLCMPLD00016 | Zmiana YTD +237,8% +249,7%   |
| Liczba akcji (mln) | 22,8         | Średni obrót 1M 0,3 mln PLN  |
| MC (mln PLN)       | 195,3        | Średni obrót 6M 0,2 mln PLN  |
| EV (mln PLN)       | 263,7        | EV/EBITDA 12M fwd 4,3 +37,3% |
| Free float         | 100,0%       | EV/EBITDA 5Y avg 3,1 premia  |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)             | 17/18 | 18/19 | 19/20P        | 20/21P        | 21/22P        |
|-----------------------|-------|-------|---------------|---------------|---------------|
| Przychody             | 288   | 235   | 235           | 243           | 255           |
| EBITDA                | 1     | 37    | 54            | 55            | 55            |
| marża EBITDA          | 0,3%  | 15,9% | 23,2%         | 22,4%         | 21,5%         |
| EBIT                  | -7    | 29    | 38            | 39            | 39            |
| Zysk netto            | -11   | 16    | 25            | 28            | 29            |
| P/E                   | -     | 12,3  | 7,7           | 6,9           | 6,8           |
| P/BV                  | 5,9   | 3,0   | 2,1           | 1,6           | 1,3           |
| EV/EBITDA             |       | 7,8   | 4,8           | 4,3           | 3,7           |
| DPS                   | 0,00  | 0,00  | 0,00          | 0,00          | 0,00          |
| DYield                | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          |
| <b>Zmiana prognoz</b> |       |       | <b>19/20P</b> | <b>20/21P</b> | <b>21/22P</b> |
| 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)                      | 17/18        | 18/19        | 19/20P       | 20/21P       | 21/22P       |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Przychody</b>               | <b>288,3</b> | <b>234,6</b> | <b>235,0</b> | <b>243,4</b> | <b>255,1</b> |
| COGS                           | 249,4        | 164,3        | 162,6        | 169,9        | 180,1        |
| <b>Zysk brutto na sprzedaż</b> | <b>38,9</b>  | <b>70,3</b>  | <b>72,4</b>  | <b>73,5</b>  | <b>75,0</b>  |
| marża                          | 13,5%        | 30,0%        | 30,8%        | 30,2%        | 29,4%        |
| K. sprzedaży i mark.           | 12,1         | 7,4          | 9,5          | 9,6          | 10,1         |
| K. ogólnego zarządu            | 31,7         | 26,1         | 25,3         | 25,3         | 26,1         |
| Poz. dział. operacyjna         | -2,4         | -7,4         | 0,9          | 0,5          | 0,2          |
| <b>EBIT</b>                    | <b>-7,3</b>  | <b>29,4</b>  | <b>38,4</b>  | <b>39,0</b>  | <b>39,0</b>  |
| marża                          | -2,5%        | 12,5%        | 16,3%        | 16,0%        | 15,3%        |
| Amortyzacja                    | 8,1          | 8,0          | 16,0         | 15,5         | 15,9         |
| <b>EBITDA</b>                  | <b>0,7</b>   | <b>37,4</b>  | <b>54,4</b>  | <b>54,5</b>  | <b>54,9</b>  |
| Dział. Finansowa               | -4,3         | -10,6        | -7,9         | -5,2         | -4,6         |
| <b>Zysk brutto</b>             | <b>-11,7</b> | <b>18,7</b>  | <b>30,6</b>  | <b>33,7</b>  | <b>34,4</b>  |
| Podatek                        | 0,4          | -0,2         | -5,1         | -5,6         | -5,7         |
| <b>Zysk netto</b>              | <b>-11,3</b> | <b>15,9</b>  | <b>25,5</b>  | <b>28,2</b>  | <b>28,7</b>  |

### Model DCF

| (mln PLN)        | 19/20P | 20/21P | 21/22P | 22/23P | 23/24P | 24/25P | 25/26P | 26/27P | 27/28P | 28/29P | +  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----|
| Przychody        | 235    | 243    | 255    | 265    | 275    | 286    | 296    | 306    | 317    | 327    |    |
| EBITDA           | 54     | 55     | 55     | 55     | 55     | 56     | 56     | 57     | 57     | 57     |    |
| marża EBITDA     | 23,2%  | 22,4%  | 21,5%  | 20,7%  | 20,1%  | 19,6%  | 19,0%  | 18,5%  | 17,9%  | 17,4%  |    |
| Amortyzacja      | 7      | 7      | 7      | 7      | 8      | 8      | 9      | 9      | 9      | 10     |    |
| EBIT             | 38     | 39     | 39     | 39     | 39     | 39     | 39     | 39     | 38     | 38     |    |
| Podatek          | 7      | 7      | 7      | 7      | 7      | 7      | 7      | 7      | 7      | 7      |    |
| NOPLAT           | 31     | 32     | 32     | 31     | 32     | 32     | 31     | 31     | 31     | 31     |    |
| CAPEX            | -2     | -5     | -6     | -7     | -7     | -8     | -8     | -9     | -9     | -10    |    |
| Kapitał obrotowy | -6     | -1     | -1     | -1     | -1     | -2     | -2     | -2     | -2     | -2     |    |
| FCF              | 30     | 33     | 31     | 31     | 31     | 30     | 30     | 30     | 29     | 29     | 29 |
| PV FCF           | 30     | 29     | 26     | 23     | 21     | 19     | 17     | 16     | 14     | 13     |    |
| WACC             | 7,7%   | 8,4%   | 9,2%   | 9,5%   | 9,5%   | 9,5%   | 9,5%   | 9,5%   | 9,5%   | 9,5%   |    |
| Dług netto / EV  | 29,5%  | 18,4%  | 3,8%   | 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)             | 17/18        | 18/19       | 19/20P      | 20/21P      | 21/22P      |
|-----------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>CF operacyjny</b>  | <b>-11,6</b> | <b>18,9</b> | <b>45,1</b> | <b>47,9</b> | <b>48,1</b> |
| CFO/EBITDA            | -            | 51%         | 83%         | 88%         | 88%         |
| <b>Capex</b>          | <b>-1,2</b>  | <b>-1,1</b> | <b>-1,8</b> | <b>-4,6</b> | <b>-6,3</b> |
| Aktywa ogółem         | 341,0        | 294,0       | 299,3       | 313,2       | 327,2       |
| Kapitał własny        | 33,1         | 65,8        | 91,2        | 119,4       | 148,1       |
| <b>Dług netto</b>     | <b>-</b>     | <b>95,3</b> | <b>68,5</b> | <b>37,0</b> | <b>6,4</b>  |
| Dług netto/EBITDA (x) | -            | 2,5         | 1,3         | 0,7         | 0,1         |

### Analiza porównawcza

|          | P/E  |      |      | EV/EBITDA |      |      |
|----------|------|------|------|-----------|------|------|
|          | 20P  | 21P  | 22P  | 20P       | 21P  | 22P  |
| Minimum  | 14,7 | 11,0 | 9,2  | 4,6       | 3,6  | 2,7  |
| Maksimum | 21,6 | 19,0 | 17,3 | 11,5      | 10,9 | 10,1 |
| Mediana  | 18,1 | 15,8 | 14,6 | 7,4       | 6,3  | 5,9  |
| waga     | 17%  | 17%  | 17%  | 17%       | 17%  | 17%  |

### Podsumowanie DCF

| (mln PLN)                        |             |
|----------------------------------|-------------|
| Beta                             | 1,2         |
| Wzrost FCF po prognozie          | 0,0%        |
| Zdyskontowana wartość FCF        | 208         |
| Skor. dług netto                 | 134         |
| Inne korekty                     | 3           |
| <b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b> | <b>9,21</b> |

### Wycena

| (PLN)                      | waga | cena         |
|----------------------------|------|--------------|
| Porównawcza                | 15%  | 14,42        |
| DCF                        | 85%  | 9,21         |
| cena wynikowa              |      | 9,99         |
| koszt kapitału 9M          |      | 7,1%         |
| <b>cena docelowa za 9M</b> |      | <b>10,70</b> |

## Gaming

### 11 bit studios

#### trzymaj (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Kurs spółki nie uległ istotnej zmianie w ciągu ostatniego miesiąca. Wyniki 2Q'20 były wspierane przez utrzymującą się wysoką sprzedaż gier z własnego portfela oraz portfela wydawniczego. Dodatkowo spółka poinformowała o zmianie sposobu księgowania kosztów programu motywacyjnego, która zakłada zaksięgowanie całego kosztu programu w latach 2017-19 i w rezultacie brak księgowania tego kosztu w 1H'20. Dodatkowo spółka poinformowała o rozpoczęciu rozpoznawania ulgi IP Box kwartalnie. W sierpniu 2020 premierę miał trzeci dodatek do Frostpunk pod nazwą On The Edge. Dodatek zebrał najgorsze oceny ze trzech dodatków wydanych do Frostpunk. Średnia z 701 ocen na Steam wynosi 39%. Pomimo w większości negatywnych ocen, dodatek wspierał sprzedaż gry Frostpunk co będzie wspierało wyniki Q3 2020. Biorąc pod uwagę rezultaty spółki za 1H'20 podnieśliśmy nasze oczekiwania EBITDA i wyniku netto dla 2020 roku. Biorąc pod uwagę plany wydawnicze spółki kolejna premiera gry od 11B będzie miała miejsce w 2021 roku (mobilna wersja Frostpunk oraz projekt wydawniczy). Uwzględniając wyższe prognozy podnosimy naszą cenę docelową i pozostawiamy rekomendację trzymaj.

Cena bieżąca

482,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

493,00 PLN

+2,3%

|                    | rekomendacja | cena docelowa     | data wydania   |
|--------------------|--------------|-------------------|----------------|
| nowa               | trzymaj      | 493,00 PLN        | 2020-09-02     |
| poprzednia         | trzymaj      | 476,00 PLN        | 2020-06-03     |
| Podstawowe dane    |              |                   | 11B PW vs. WIG |
| Ticker             | 11B PW       | Zmiana 1M         | -3,5% -4,4%    |
| ISIN               | PL11BTS00015 | Zmiana YTD        | +20,5% +32,4%  |
| Liczba akcji (mln) | 2,4          | Średni obrót 1M   | 3,3 mln PLN    |
| MC (mln PLN)       | 1 174,7      | Średni obrót 6M   | 7,1 mln PLN    |
| EV (mln PLN)       | 1 080,6      | EV/EBITDA 12M fwd | 33,2 +129,5%   |
| Free float         | 79,4%        | EV/EBITDA 5Y avg  | 14,4 premia    |

#### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)      | 2018  | 2019  | 2020P  | 2021P  | 2022P  |
|----------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| Przychody      | 82,1  | 71,2  | 93,1   | 76,2   | 205,6  |
| EBITDA         | 51,4  | 30,3  | 53,6   | 36,6   | 154,1  |
| marża EBITDA   | 62,6% | 42,5% | 57,6%  | 48,0%  | 75,0%  |
| EBIT           | 46,9  | 23,9  | 43,3   | 25,7   | 138,5  |
| Zysk netto     | 49,6  | 20,8  | 38,8   | 24,4   | 121,2  |
| P/E            | 22,2  | 56,4  | 30,2   | 48,2   | 9,7    |
| P/BV           | 12,3  | 9,8   | 7,4    | 6,4    | 3,9    |
| EV/EBITDA      | 20,6  | 36,4  | 20,2   | 29,3   | 6,4    |
| 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         |       |       | +30,7% | +40,3% | +7,4%  |
| Zysk netto     |       |       | +31,6% | +50,9% | -2,4%  |
| Frostpunk (S)  |       |       | +39,1% | +28,7% | +28,5% |
| Projekt 8 (S)  |       |       | 0,0%   | 0,0%   | +0,3%  |
| Wydawnicza (S) |       |       | +0,4%  | +0,4%  | +0,0%  |

#### Wyniki i przepływy operacyjne

| (mln PLN)              | 2018         | 2019         | 2020P        | 2021P        | 2022P        |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| TWOM (S)               | 18,3         | 13,7         | 17,2         | 16,2         | 15,4         |
| Frostpunk (S)          | 53,8         | 44,3         | 57,2         | 27,4         | 26,4         |
| Projekt 8 (S)          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 125,4        |
| Zewn. projekty (S)     | 15,2         | 25,5         | 21,6         | 47,1         | 94,6         |
| Usługi obce            | -16,5        | -26,4        | -26,3        | -27,6        | -39,4        |
| OCF/EBITDA             | 75,9%        | 137,5%       | 87,8%        | 104,6%       | 73,9%        |
| <b>Przepływy oper.</b> | <b>39,0</b>  | <b>41,6</b>  | <b>47,0</b>  | <b>38,3</b>  | <b>113,9</b> |
| Amortyzacja            | 4,5          | 6,4          | 10,3         | 10,9         | 15,6         |
| Kapitał obrotowy       | -8,0         | -1,9         | 1,2          | 3,0          | -22,9        |
| <b>Przepływy inv.</b>  | <b>-55,6</b> | <b>-49,3</b> | <b>-24,2</b> | <b>-27,8</b> | <b>-30,6</b> |
| CAPEX                  | -26,6        | -14,4        | -25,2        | -27,8        | -30,6        |
| CFO/EBITDA             | 1260%        | -167%        | -72%         | 0%           | 0%           |
| FCF                    | 22,8         | 6,3          | 14,8         | -4,7         | 94,0         |
| FCF/EBITDA             | 44%          | 21%          | 28%          | -13%         | 61%          |
| FCF Yield              | 2%           | 1%           | 1%           | 0%           | 9%           |

#### 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.)        | 1 008 | 669   | 636   | 477   | 358   | 268   | 174   | 174   | 174   | 174   | 0     |
| Kolejne projekty (tys. szt.) | 0     | 1 750 | 2 711 | 2 169 | 2 116 | 3 140 | 2 709 | 2 477 | 2 265 | 0     | 0     |
| Przychody                    | 93    | 76    | 206   | 247   | 208   | 171   | 215   | 217   | 179   | 130   | 137   |
| EBITDA                       | 54    | 37    | 154   | 190   | 151   | 113   | 155   | 160   | 124   | 93    | 98    |
| marża EBITDA                 | 57,5% | 48,0% | 75,0% | 77,0% | 72,4% | 65,9% | 72,0% | 73,6% | 69,1% | 71,3% | 71,3% |
| EBIT                         | 43    | 26    | 139   | 171   | 135   | 100   | 141   | 146   | 120   | 89    | 94    |
| Podatek                      | 3     | 3     | 14    | 17    | 14    | 10    | 14    | 15    | 12    | 9     | 9     |
| CAPEX                        | -25   | -28   | -31   | -34   | -37   | -41   | -45   | -50   | -55   | -60   | -34   |
| Kapitał obrotowy             | -10   | -11   | -16   | -19   | -15   | -13   | -14   | -14   | -4    | -4    | -4    |
| FCF                          | 15    | -5    | 94    | 121   | 85    | 49    | 82    | 82    | 53    | 20    | 55    |
| PV FCF                       | 14    | -4    | 78    | 92    | 60    | 32    | 49    | 45    | 27    | 9     | -     |
| 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  | 66,4  | 83,4   | 98,4   |
| Należności            | 14,6  | 17,8  | 16,5  | 13,5   | 36,4   |
| Produkcja w toku      | 17,1  | 24,9  | 34,3  | 51,2   | 66,2   |
| Środki pieniężne      | 24,3  | 14,9  | 37,0  | 47,4   | 130,7  |
| Lokaty                | 27,0  | 67,3  | 66,3  | 66,3   | 66,3   |
| Dług netto            | -45,0 | -71,8 | -94,1 | -104,5 | -187,7 |
| Dług netto/EBITDA (x) | -0,3  | -0,1  | -0,5  | -1,0   | -0,8   |

#### Analiza porównawcza

|          | P/E 12M fwd 4Y avg | EV/EBIT 12M fwd 4Y avg |
|----------|--------------------|------------------------|
| Minimum  | 16,0               | 5,7                    |
| Maksimum | 26,7               | 13,7                   |
| Mediana  | 20,3               | 10,2                   |
| waga     | 50%                | 50%                    |

#### Podsumowanie DCF

| (mln PLN)                        |               |
|----------------------------------|---------------|
| Beta                             | 1,0           |
| Wzrost FCF po prognozie          | 5,0%          |
| Zdyskontowana wartość FCF        | 1 149         |
| Dług netto                       | -72           |
| Inne korekty                     | 0             |
| <b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b> | <b>500,80</b> |

#### Wycena

| (PLN)                      | waga | cena          |
|----------------------------|------|---------------|
| Porównawcza                | 50%  | 426,00        |
| DCF                        | 50%  | 500,80        |
| cena wynikowa              |      | 463,40        |
| koszt kapitału 9M          |      | 6,4%          |
| <b>cena docelowa za 9M</b> |      | <b>493,00</b> |



## CD Projekt trzymaj (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Kurs CDR istotnie wzrósł po zapowiedzi gry mobilnej The Witcher: Monster Hunter. Gra ma wykorzystywać technologię rozszerzonej rzeczywistości. Więcej informacji na temat potencjalnej daty premiery ma się pojawić jeszcze w 2020 roku a obecnie soft launch jest prowadzony w Nowej Zelandii. Za grę jest odpowiedzialne studio Spokko, w którym CD Projekt ma 75% udziałów. Dnia 3 września CD Projekt opublikuje wyniki za 2Q 2020. Oczekujemy wzrostu sprzedaży o 23% r/r oraz wzrostu EBIT o 60% r/r w 2Q'20. Podczas telekonferencji po wynikach spółka może opublikować dodatkowe informacje dotyczące nowej gry mobilnej. Na 19 listopada zapowiedziana jest premiera Cyberpunk 2077. Oczekujemy, że zwiększenie aktywności marketingowej spółki przed premierą może wspierać zachowanie się kursu CDR. W naszych szacunkach uwzględniliśmy założenia dotyczące sprzedaży z nowej gry mobilnej na poziomie 70/180 mln PLN w 2020/21 roku oraz zysk netto dla CDR na poziomie 19/49 mln PLN w 2021/22. Uwzględniając nasze zrewidowane prognozy podnosimy naszą cenę docelową i podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

**Cena bieżąca**

440,70 PLN

**potencjał zmiany**
**Cena docelowa**

429,10 PLN

**-2,6%**

|                        | rekomendacja   | cena docelowa     | data wydania      |
|------------------------|----------------|-------------------|-------------------|
| <b>nowa</b>            | <b>trzymaj</b> | <b>429,10 PLN</b> | <b>2020-09-02</b> |
| poprzednia             | trzymaj        | 388,10 PLN        | 2020-06-03        |
| <b>Podstawowe dane</b> |                |                   |                   |
| Ticker                 | CDR PW         | Zmiana 1M         | +9,6% +8,7%       |
| ISIN                   | PLOPTTC00011   | Zmiana YTD        | +57,7% +69,6%     |
| Liczba akcji (mln)     | 102,1          | Średni obrót 1M   | 116,6 mln PLN     |
| MC (mln PLN)           | 45 004,3       | Średni obrót 6M   | 135,1 mln PLN     |
| EV (mln PLN)           | 42 089,5       | EV/EBITDA 12M fwd | 19,1 -20,7%       |
| Free float             | 70,1%          | EV/EBITDA 5Y avg  | 24,1 dyskonto     |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)             | 2018  | 2019  | 2020P  | 2021P | 2022P  |
|-----------------------|-------|-------|--------|-------|--------|
| Przychody             | 363   | 521   | 3 372  | 2 450 | 1 944  |
| EBITDA                | 117   | 188   | 2 852  | 1 908 | 1 383  |
| marża EBITDA          | 32,3% | 36,1% | 84,6%  | 77,9% | 71,1%  |
| EBIT                  | 112   | 180   | 2 843  | 1 899 | 1 374  |
| Zysk netto            | 109   | 175   | 2 606  | 1 738 | 1 249  |
| P/E                   | -     | -     | 17,3   | 25,9  | 36,0   |
| P/BV                  | 42,2  | 38,3  | 12,1   | 8,2   | 6,7    |
| EV/EBITDA             | 355,9 | 222,3 | 14,8   | 21,9  | 30,0   |
| DPS                   | 0,00  | 1,05  | 0,00   | 12,76 | 0,00   |
| DYield                | 0,0%  | 0,2%  | 0,0%   | 2,9%  | 0,0%   |
| <b>Zmiana prognoz</b> |       |       |        |       |        |
| EBITDA                |       |       | -11,8% | -0,2% | +21,9% |
| Zysk netto            |       |       | -11,9% | -0,6% | +20,2% |
| W3 (S)                |       |       | -      | -     | -      |
| Gwint (S)             |       |       | 0,0%   | 0,0%  | 0,0%   |
| C2077 (S)             |       |       | -12,2% | -1,4% | +15,5% |

### Wyniki i przepływy operacyjne

| (mln PLN)                   | 2018        | 2019        | 2020P        | 2021P        | 2022P        |
|-----------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| Prod. Gier (S)              | 228         | 369         | 3 198        | 2 279        | 1 764        |
| Prod. Gier (EBIT)           | 114         | 177         | 2 833        | 1 891        | 1 364        |
| Prod. Gier (marża)          | 49,8%       | 47,9%       | 88,6%        | 83,0%        | 77,3%        |
| 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%         |
| <b>Przepływy oper.</b>      | <b>133</b>  | <b>217</b>  | <b>2 606</b> | <b>1 842</b> | <b>1 292</b> |
| Amortyzacja                 | 5           | 8           | 9            | 9            | 9            |
| Kapitał obrotowy            | 46          | -128        | -65          | 39           | 21           |
| <b>Przepływy inv.</b>       | <b>-105</b> | <b>-174</b> | <b>-212</b>  | <b>-170</b>  | <b>-182</b>  |
| CAPEX                       | -15         | -92         | -13          | -11          | -12          |
| <b>Nakłady na produkcję</b> | <b>-98</b>  | <b>-165</b> | <b>-166</b>  | <b>-159</b>  | <b>-170</b>  |
| FCF                         | 40          | -180        | 2 389        | 1 686        | 1 144        |
| FCF/EBITDA                  | 83%         | 85%         | 80%          | 84%          | 85%          |
| CFO/EBITDA                  | 91%         | 93%         | 91%          | 87%          | 89%          |

### 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.)   | 22 000 | 16 100 | 11 500 | 8 050 | 4 600 | 3 450  | 2 300  | 1 500  | 0      | 0      | 0     |
| Gra AAA (tys. szt.) |        |        |        |       |       | 24 200 | 14 300 | 11 000 | 25 000 | 15 000 | 0     |
| Przychody           | 3 372  | 2 450  | 1 944  | 4 348 | 3 084 | 5 827  | 4 196  | 3 393  | 4 942  | 3 268  | 3 268 |
| EBITDA              | 2 878  | 1 981  | 1 424  | 3 566 | 2 186 | 4 637  | 2 980  | 2 142  | 3 514  | 1 840  | 1 840 |
| marża EBITDA        | 85,4%  | 80,9%  | 73,3%  | 82,0% | 70,9% | 79,6%  | 71,0%  | 63,1%  | 71,1%  | 56,3%  | 56,3% |
| EBIT                | 2 843  | 1 899  | 1 374  | 3 306 | 2 031 | 4 377  | 2 890  | 1 782  | 3 503  | 1 829  | 1 829 |
| Podatek             | 245    | 164    | 119    | 285   | 176   | 378    | 251    | 156    | 304    | 161    | 161   |
| CAPEX               | -179   | -170   | -182   | -196  | -206  | -207   | -213   | -220   | -227   | -235   | -235  |
| Kapitał obrotowy    | -65    | 39     | 21     | -101  | 53    | -115   | 68     | 34     | -65    | 70     | 70    |
| FCF                 | 2 389  | 1 686  | 1 144  | 2 984 | 1 857 | 3 937  | 2 584  | 1 799  | 2 917  | 1 514  | 2 281 |
| PV FCF              | 2 262  | 1 471  | 920    | 2 212 | 1 269 | 2 479  | 1 500  | 963    | 1 438  | 688    | -     |
| 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

| (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    | 2 833  | 2 084  | 1 399  |
| Produkcja w toku      | 243  | 386  | 529    | 614    | 744    |
| Środki pieniężne      | 104  | 49   | 2 450  | 2 836  | 3 102  |
| Dług netto            | -659 | -461 | -2 893 | -3 279 | -3 545 |
| Dług netto/EBITDA (x) | -5,1 | -2,1 | -1,0   | -1,7   | -2,5   |

### Analiza porównawcza

|          | P/E 12M fwd 4Y avg | EV/EBIT 12M fwd 4Y avg |
|----------|--------------------|------------------------|
| Minimum  | 16,0               | 5,7                    |
| Maksimum | 21,3               | 11,9                   |
| Mediana  | 20,1               | 9,4                    |
| waga     | 50%                | 50%                    |

### Podsumowanie DCF

| (mln PLN)                        |               |
|----------------------------------|---------------|
| Beta                             | 1,0           |
| Wzrost FCF po prognozie          | 5,0%          |
| Zdyskontowana wartość FCF        | 31 894        |
| Dług netto                       | -461          |
| Inne korekty                     | 0             |
| <b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b> | <b>465,70</b> |

### Wycena

| (PLN)                      | waga | cena          |
|----------------------------|------|---------------|
| Porównawcza                | 50%  | 341,00        |
| DCF                        | 50%  | 465,70        |
| cena wynikowa              |      | 403,40        |
| koszt kapitału 9M          |      | 6,4%          |
| <b>cena docelowa za 9M</b> |      | <b>429,10</b> |

## PlayWay akumuluj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

W sierpniu zainicjowaliśmy wydawanie rekomendacji na PLW z zaleceniem akumuluj. Oczekujemy zintensyfikowania liczby premier w Q4 2020 i w 2021 roku. Zgodnie z najnowszymi aktualnościami spółki, na początku września pojawi się prolog do gry Junkyard od spółki Rebelia Games (79% udziału PLW), a dnia 17 września gra powinna mieć premierę (szacujemy wishlist gry na ponad 122 tys. graczy). W pierwszej połowie września powinna zostać udostępniona mobilna wersja gry House Flipper (ponad 200 tys. wishlist na Android oraz około 25 tys. na iOS). Ponadto dnia 24 września będzie miała premierę gra Lust From Beyond od Movie Games (33,43% udziału PLW; szacowana wishlista ponad 165 tys. graczy). Dnia 30 września zostaną opublikowane wyniki spółki za 2Q'20. Oczekujemy wzrostu sprzedaży o 26% r/r oraz wzrostu zysku netto o 101% r/r w 2Q'20. Pozytywny wpływ na zysk netto powinny mieć transakcja sprzedaży części akcji Games Operators oraz zyski rozpoznane metodą praw własności. W 2020 r. z istotnych premier oczekujemy wydania Occupy Mars: The Game, BUM Simulator, Alaskan Truck Simulator oraz I'am Your President. Zgodnie z zebranymi przez nas danymi Grupa ma zapowiedzianych 110 gier na kolejne lata, co stanowi około 12% ogólnej liczby gier na Steam Wishlist. Biorąc pod uwagę wysoką ilość premier w 2021 roku, coraz lepsze budowanie wishlist oraz promocję gier, widzimy wysoki potencjał do dalszego wzrostu wyników spółki w latach 2020/21.

Cena bieżąca

495,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

549,00 PLN

+10,9%

|          | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|----------|--------------|---------------|--------------|
| aktualna | akumuluj     | 549,00 PLN    | 2020-08-25   |

| Podstawowe dane    |              |                   | PLW PW  | vs. WIG     |
|--------------------|--------------|-------------------|---------|-------------|
| Ticker             | PLW PW       | Zmiana 1M         | -1,4%   | -2,3%       |
| ISIN               | PLPLAYW00015 | Zmiana YTD        | +115,6% | +127,6%     |
| Liczba akcji (mln) | 6,6          | Średni obrót 1M   |         | 2,3 mln PLN |
| MC (mln PLN)       | 3 267,0      | Średni obrót 6M   |         | 7,2 mln PLN |
| EV (mln PLN)       | 3 153,8      | EV/EBITDA 12M fwd | 18,2    | +50,1%      |
| Free float         | 18,2%        | EV/EBITDA 5Y avg  | 12,1    | premia      |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)        | 2018  | 2019  | 2020P | 2021P | 2022P |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody        | 79    | 131   | 174   | 359   | 369   |
| EBITDA           | 50    | 83    | 121   | 297   | 306   |
| marża EBITDA     | 63,6% | 63,5% | 69,3% | 82,8% | 82,8% |
| EBIT             | 50    | 82    | 120   | 296   | 305   |
| Zysk netto       | 47    | 87    | 105   | 182   | 183   |
| P/E              | 69,5  | 37,6  | 31,2  | 17,9  | 17,9  |
| P/BV             | 33,5  | 18,7  | 14,8  | 9,9   | 8,5   |
| EV/EBITDA        | 64,2  | 38,4  | 26,1  | 10,4  | 10,0  |
| DPS              | 2,38  | 3,22  | 9,41  | 11,12 | 19,31 |
| DYield           | 0,5%  | 0,6%  | 1,9%  | 2,2%  | 3,9%  |
| 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%  |
| Sprzedaż PC      |       |       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| Sprzedaż konsole |       |       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |

### Wyniki i przepływy operacyjne

| (mln PLN)               | 2018       | 2019       | 2020P      | 2021P      | 2022P       |
|-------------------------|------------|------------|------------|------------|-------------|
| Zapasy                  | 17         | 24         | 32         | 66         | 67          |
| Należności              | 7          | 14         | 18         | 37         | 38          |
| Zobowiązania            | 1          | 3          | 4          | 7          | 8           |
| Jednostki Stowarzyszone | 22         | 46         | 42         | 42         | 42          |
| <b>Przepływy oper.</b>  | <b>36</b>  | <b>43</b>  | <b>83</b>  | <b>134</b> | <b>181</b>  |
| Amortyzacja             | 0          | 1          | 1          | 1          | 1           |
| Kapitał obrotowy        | -9         | -28        | -13        | -49        | -3          |
| <b>Przepływy inw.</b>   | <b>0</b>   | <b>-2</b>  | <b>19</b>  | <b>-1</b>  | <b>-1</b>   |
| CAPEX                   | 0          | -1         | -1         | -1         | -1          |
| <b>Przepływy fin.</b>   | <b>-13</b> | <b>-12</b> | <b>-61</b> | <b>-73</b> | <b>-127</b> |
| Emisje                  | 2,16       | 10,994     | 0,815      | 0          | 0           |
| Dywidenda/buyback       | -16        | -21        | -62        | -73        | -127        |
| FCF                     | 26         | 37         | 78         | 132        | 178         |
| FCF/EBITDA              | 51%        | 44%        | 65%        | 44%        | 58%         |
| CFO/EBITDA              | 72%        | 52%        | 69%        | 45%        | 59%         |

### Wskaźniki

| (mln PLN)             | 2018  | 2019  | 2020P | 2021P | 2022P |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Koszty usług obcych   | 17    | 30    | 37    | 43    | 43    |
| narzut na sprzedaż    | 22,2% | 23,3% | 21,2% | 11,8% | 11,8% |
| Koszty wynagrodzeń    | 9     | 14    | 14    | 15    | 16    |
| narzut na sprzedaż    | 12,1% | 10,5% | 8,2%  | 4,2%  | 4,3%  |
| Środki pieniężne      | 70    | 99    | 139   | 199   | 251   |
| Dług netto            | -69   | -99   | -139  | -199  | -251  |
| Dług netto/EBITDA (x) | -1,4  | -1,2  | -1,2  | -0,7  | -0,8  |

### Analiza porównawcza

|          | P/E   |       |       | EV/EBITDA |      |      |
|----------|-------|-------|-------|-----------|------|------|
|          | 20P   | 21P   | 22P   | 20P       | 21P  | 22P  |
| Minimum  | 9,5   | 10,6  | 11,9  | 5,5       | 4,6  | 4,3  |
| Maksimum | 197,3 | 187,2 | 166,1 | 26,0      | 43,3 | 20,9 |
| Mediana  | 29,7  | 29,4  | 28,2  | 16,5      | 13,2 | 12,1 |
| waga     | 17%   | 17%   | 17%   | 17%       | 17%  | 17%  |

### Model DCF

| (mln PLN)           | 20P  | 21P  | 22P  | 23P  | 24P  | 25P  | 26P  | 27P  | 28P  | 29P  | +    |
|---------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Sprzedaż PC         | 179  | 295  | 303  | 317  | 319  | 337  | 373  | 392  | 404  | 415  | 0    |
| Sprzedaż konsole    | 218  | 359  | 369  | 387  | 389  | 411  | 455  | 479  | 493  | 506  | 0    |
| Udziałowcy mniejsz. | 18   | 87   | 94   | 99   | 99   | 106  | 119  | 125  | 129  | 133  | 0    |
| Przychody           | 174  | 359  | 369  | 387  | 389  | 411  | 455  | 479  | 493  | 506  | 519  |
| EBITDA              | 121  | 297  | 306  | 321  | 321  | 342  | 384  | 405  | 417  | 428  | 439  |
| marża EBITDA        | 69%  | 83%  | 83%  | 83%  | 83%  | 83%  | 84%  | 85%  | 85%  | 85%  | 85%  |
| EBIT                | 120  | 296  | 305  | 320  | 320  | 340  | 382  | 403  | 416  | 427  | 437  |
| Podatek             | 12   | 30   | 30   | 32   | 32   | 34   | 38   | 40   | 42   | 43   | 44   |
| CAPEX               | -1   | -1   | -1   | -1   | -1   | -1   | -2   | -2   | -2   | -2   | -2   |
| Kapitał obrotowy    | -13  | -49  | -3   | -5   | -1   | -6   | -12  | -6   | -4   | -4   | -4   |
| FCF                 | 78   | 132  | 178  | 185  | 190  | 196  | 215  | 233  | 243  | 250  | 390  |
| PV FCF              | 76   | 118  | 147  | 141  | 133  | 127  | 128  | 128  | 123  | 117  | -    |
| WACC                | 8,5% | 8,5% | 8,5% | 8,5% | 8,5% | 8,5% | 8,5% | 8,5% | 8,5% | 8,5% | 8,5% |
| Risk-free rate      | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% |

### Podsumowanie DCF

| (mln PLN)                 |        |
|---------------------------|--------|
| Beta                      | 1,0    |
| Wzrost FCF po prognozie   | 2,5%   |
| Zdykontowana wartość FCF  | 3 229  |
| Dług netto                | -99    |
| Inne korekty              | 0      |
| Wycena DCF na akcję (PLN) | 504,20 |

### Wycena

| (PLN)                      | waga | cena          |
|----------------------------|------|---------------|
| Porównawcza                | 50%  | 528,80        |
| DCF                        | 50%  | 504,20        |
| cena wynikowa              |      | 516,50        |
| koszt kapitału 9M          |      | 6,4%          |
| <b>cena docelowa za 9M</b> |      | <b>549,00</b> |

## Ten Square Games akumuluj (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Spółka zaraportowała wyniki za 2Q'20, które były nieznacznie poniżej oczekiwań rynkowych. Spółka w 2Q'20 odnotowała 240% r/r wzrostu sprzedaży oraz 96% wzrostu zysku netto. Istotnie niższa dynamika zysku netto r/r wynikała z poniesienia wysokich nakładów na marketing, których pozytywny wpływ na sprzedaż powinien się utrzymywać w kolejnych miesiącach. Przy okazji publikacji raportu za 2Q'20 TEN poinformował o sprzedaży oraz nakładach na marketing Fishing Clash w lipcu, które wynosiły odpowiednio 59/11 mln PLN. Zgodnie z naszymi szacunkami TEN wypracował około 26 mln PLN zysku netto w lipcu vs. 31,6 mln PLN oczyszczonego zysku netto w 2Q'20. Naszym zdaniem spółka powinna utrzymać wysoki poziom przychodów w kolejnych miesiącach przy spadających nakładach na marketing, co przełoży się na istotny wzrost wyniku. Na konferencji po wynikach zarząd poinformował, że Hunting Clash oraz Solitales weszły w fazę global launch, a miesięczne nakłady na marketing związane z nowymi produkcjami wynoszą 1,5 mln USD. Naszym zdaniem istnieje wysoka szansa na sukces komercyjny przynajmniej jednej z nowych produkcji (naszym zdaniem największy potencjał ma Hunting Clash). Jednocześnie TEN pozostaje aktywne na polu M&A i nie wyklucza transakcji w średnim terminie. Nieznacznie korygujemy nasze prognozy po wynikach 2Q'20, podnosimy naszą cenę docelową i podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

**Cena bieżąca**

548,00 PLN

**potencjał zmiany**
**Cena docelowa**

623,00 PLN

**+13,7%**

|                    | rekomendacja    | cena docelowa     | data wydania      |         |
|--------------------|-----------------|-------------------|-------------------|---------|
| <b>nowa</b>        | <b>akumuluj</b> | <b>623,00 PLN</b> | <b>2020-09-02</b> |         |
| poprzednia         | akumuluj        | 592,00 PLN        | 2020-07-02        |         |
| Podstawowe dane    |                 |                   | TEN PW            | vs. WIG |
| Ticker             | TEN PW          | Zmiana 1M         | -0,4%             | -1,3%   |
| ISIN               | PLTSQGM00016    | Zmiana YTD        | +182,2%           | +194,1% |
| Liczba akcji (mln) | 7,4             | Średni obrót 1M   | 9,6 mln PLN       |         |
| MC (mln PLN)       | 4 058,0         | Średni obrót 6M   | 12,3 mln PLN      |         |
| EV (mln PLN)       | 3 850,0         | EV/EBITDA 12M fwd | 15,7              | +21,6%  |
| Free float         | 49,9%           | EV/EBITDA 5Y avg  | 12,9              | premia  |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)                   | 2018  | 2019  | 2020P  | 2021P  | 2022P  |
|-----------------------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| Przychody                   | 115,3 | 241,1 | 651,4  | 865,0  | 982,1  |
| EBITDA                      | 45,0  | 85,7  | 212,9  | 280,8  | 306,5  |
| marża EBITDA                | 39,1% | 35,6% | 32,7%  | 32,5%  | 31,2%  |
| EBIT                        | 44,3  | 84,6  | 210,0  | 277,0  | 302,1  |
| Zysk netto                  | 36,5  | 76,4  | 189,7  | 249,3  | 271,9  |
| P/E                         | -     | 52,2  | 21,4   | 16,3   | 14,9   |
| P/BV                        | 94,7  | 43,3  | 15,5   | 11,0   | 8,9    |
| EV/EBITDA                   | 87,7  | 45,6  | 18,1   | 13,4   | 12,0   |
| DPS                         | 0,87  | 3,75  | 3,70   | 19,21  | 25,25  |
| DYield                      | 0,2%  | 0,7%  | 0,7%   | 3,5%   | 4,6%   |
| Zmiana prognoz              |       |       | 2020P  | 2021P  | 2022P  |
| Sprzedaż                    |       |       | +10,8% | +10,5% | +10,9% |
| EBITDA                      |       |       | +6,6%  | +7,4%  | +4,8%  |
| Zysk netto                  |       |       | +6,2%  | +7,6%  | +4,9%  |
| Sprzedaż (Fishing Clash)    |       |       | +10,3% | +10,3% | +10,3% |
| Sprzedaż (pozostałe tytuły) |       |       | +10,6% | +4,1%  | +10,4% |

### Wyniki i przepływy operacyjne

| (mln PLN)                | 2018      | 2019       | 2020P      | 2021P       | 2022P       |
|--------------------------|-----------|------------|------------|-------------|-------------|
| Sprzedaż (Fishing Clash) | 89        | 207        | 599        | 778         | 856         |
| Sprzedaż (Let's Fish)    | 16        | 15         | 16         | 16          | 16          |
| Sprzedaż (Wild Hunt)     | 5         | 10         | 17         | 19          | 21          |
| Sprzedaż (pozostałe)     | 6         | 11         | 20         | 51          | 88          |
| MBNS                     | 93,6%     | 95,3%      | 96,0%      | 96,0%       | 96,0%       |
| <b>Przepływy oper.</b>   | <b>41</b> | <b>66</b>  | <b>164</b> | <b>238</b>  | <b>268</b>  |
| Amortyzacja              | 1         | 1          | 3          | 4           | 4           |
| Kapitał obrotowy         | -4        | -12        | -34        | -15         | -8          |
| <b>Przepływy inv.</b>    | <b>-2</b> | <b>-4</b>  | <b>-4</b>  | <b>-6</b>   | <b>-6</b>   |
| CAPEX                    | -2        | -3         | -4         | -6          | -6          |
| <b>Przepływy fin.</b>    | <b>-6</b> | <b>-27</b> | <b>-27</b> | <b>-142</b> | <b>-187</b> |
| Dywidenda/buyback        | -6        | -27        | -27        | -142        | -187        |
| FCF                      | 31        | 62         | 154        | 233         | 262         |
| FCF/EBITDA               | 69%       | 73%        | 72%        | 83%         | 85%         |
| CFO/EBITDA               | 92%       | 77%        | 77%        | 85%         | 87%         |

### Model DCF (bez MSSF 16)

| (mln PLN)              | 20P   | 21P   | 22P   | 23P   | 24P   | 25P   | 26P   | 27P   | 28P   | 29P   | +     |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Sprzedaż (Fishing Clc) | 599   | 778   | 856   | 899   | 944   | 991   | 892   | 803   | 723   | 650   | 0     |
| Sprzedaż (Wild Hunt)   | 17    | 19    | 21    | 23    | 26    | 28    | 31    | 34    | 38    | 41    | 0     |
| Sprzedaż (Pozostałe)   | 20    | 51    | 88    | 150   | 193   | 234   | 266   | 299   | 336   | 375   | 0     |
| Przychody              | 651   | 865   | 982   | 1 088 | 1 178 | 1 269 | 1 204 | 1 151 | 1 111 | 1 080 | 1 113 |
| EBITDA                 | 213   | 281   | 306   | 327   | 347   | 364   | 336   | 312   | 294   | 279   | 287   |
| marża EBITDA           | 32,7% | 32,5% | 31,2% | 30,1% | 29,4% | 28,7% | 27,9% | 27,1% | 26,4% | 25,8% | 25,8% |
| EBIT                   | 210   | 277   | 302   | 323   | 342   | 359   | 330   | 307   | 289   | 274   | 282   |
| Podatek                | 21    | 28    | 30    | 32    | 34    | 36    | 33    | 31    | 29    | 27    | 28    |
| CAPEX                  | -4    | -6    | -6    | -7    | -8    | -8    | -8    | -7    | -7    | -5    | -5    |
| Kapitał obrotowy       | -34   | -15   | -8    | -7    | -6    | -6    | 5     | 4     | 3     | 2     | 2     |
| FCF                    | 154   | 233   | 262   | 281   | 299   | 314   | 300   | 278   | 261   | 249   | 256   |
| PV FCF                 | 150   | 209   | 216   | 214   | 210   | 203   | 179   | 153   | 132   | 116   | -     |
| 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    | 193   | 251   | 289   |
| narzut na sprzedaż         | 0     | 26,8% | 29,6% | 29,1% | 29,4% |
| Pozostałe koszty sprzedaży | 35    | 72    | 198   | 270   | 316   |
| narzut na sprzedaż         | 30,0% | 30,1% | 30,4% | 31,2% | 32,1% |
| Środki pieniężne           | 40    | 75    | 208   | 298   | 373   |
| Dług netto                 | -40   | -75   | -208  | -298  | -373  |
| 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          | 3,0%          |
| Zdykontowana wartość FCF         | 3 957         |
| Dług netto                       | -75           |
| Inne korekty                     | 0             |
| <b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b> | <b>544,50</b> |

### Wycena

| (PLN)                      | waga | cena          |
|----------------------------|------|---------------|
| Porównawcza                | 50%  | 625,90        |
| DCF                        | 50%  | 544,50        |
| Cena wynikowa              |      | 585,20        |
| Koszt kapitału 9M          |      | 6,4%          |
| <b>Cena docelowa za 9M</b> |      | <b>623,00</b> |

## Przemysł Cognor kupuj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Epidemia COVID-19 i w efekcie schłodzenie światowej koniunktury negatywnie przekłada się na otoczenie w przemyśle stalowym. 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. W efekcie lepszych od oczekiwań wyników w 1H'20 Cognor w 2020 roku utrzyma wskaźnik długu netto do EBITDA na poziomie 2,2x, co naszym zdaniem pozwoli na powrót do wypłaty dywidendy w 2021 roku. Dodatkowo outlook Zarządu na 3Q'20 implikuje, że nadchodzącym kwartale Spółka przerwie spadkowy trend wyników finansowych obserwowany w ostatnich okresach. Wyniki 2Q'20 okazały się wyższe od naszych prognoz, uwagę zwraca niższy ostateczny dług netto i przyzwoity w tych warunkach przepływ gotówki z działalności operacyjnej. Nie zmieniamy naszej ceny docelowej (1,98 PLN/akcja) oraz rekomendacji (kupuj) dla Grupy Cognor.

Cena bieżąca

1,22 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

1,98 PLN

+62,3%

|          | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|----------|--------------|---------------|--------------|
| aktualna | kupuj        | 1,98 PLN      | 2020-08-04   |

| Podstawowe dane    |              | COG PW            | vs. WIG       |
|--------------------|--------------|-------------------|---------------|
| Ticker             | COG PW       | Zmiana 1M         | +33,5% +32,5% |
| ISIN               | PLCNTSL00014 | Zmiana YTD        | -1,6% +10,3%  |
| Liczba akcji (mln) | 175,0        | Średni obrót 1M   | 0,3 mln PLN   |
| MC (mln PLN)       | 213,5        | Średni obrót 6M   | 0,1 mln PLN   |
| EV (mln PLN)       | 456,3        | EV/EBITDA 12M fwd | 3,8 +1,7%     |
| Free float         | -            | EV/EBITDA 5Y avg  | 3,7 premia    |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)              | 2018  | 2019  | 2020P | 2021P | 2022P |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody              | 2 082 | 1 902 | 1 697 | 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.              | 2,3   | 19,0  | 8,0   | 9,8   | 10,8  |
| P/BV                   | 0,8   | 0,8   | 0,7   | 0,7   | 0,7   |
| EV/EBITDA skor.        | 2,2   | 4,9   | 4,6   | 4,7   | 4,7   |
| DPS                    | 0,07  | 0,21  | 0,00  | 0,08  | 0,06  |
| DYield                 | 5,6%  | 16,9% | 0,0%  | 6,2%  | 5,1%  |
| Zmiana prognoz         |       | 2020P | 2021P | 2022P |       |
| Przychody ze sprzedaży |       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |       |
| EBITDA                 |       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |       |
| Zysk netto             |       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |       |
| Wolumen sprzedaży      |       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |       |
| Ceny produktów         |       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |       |
| Ceny złomu             |       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |       |

### Wyniki i przepływy operacyjne

| (mln PLN)                 | 2018        | 2019       | 2020P      | 2021P      | 2022P      |
|---------------------------|-------------|------------|------------|------------|------------|
| Wol. Ferrostał (tys. ton) | 401         | 424        | 399        | 470        | 505        |
| Wol. HSJ (tys. ton)       | 237         | 237        | 213        | 223        | 228        |
| Wol. Złomrex (tys. ton)   | 173         | 142        | 130        | 137        | 140        |
| Spread Ferrostał (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      |
| <b>Przepływy oper.</b>    | <b>232</b>  | <b>142</b> | <b>71</b>  | <b>88</b>  | <b>83</b>  |
| Amortyzacja               | 44          | 46         | 48         | 47         | 45         |
| Kapitał obrotowy          | 44          | 61         | -22        | 1          | 0          |
| <b>Przepływy inw.</b>     | <b>-38</b>  | <b>-56</b> | <b>-50</b> | <b>-33</b> | <b>-35</b> |
| CAPEX                     | 38          | 56         | 50         | 33         | 35         |
| <b>Przepływy fin.</b>     | <b>-196</b> | <b>-84</b> | <b>-24</b> | <b>-33</b> | <b>-30</b> |
| 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 | 2 054 | 2 067 | 2 080 | 2 092 | 2 103 | 2 113 | 2 123 | 2 133 | 2 141 | 2 149 |
| 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%        |
| <b>Cena docelowa za 9M</b> |      | <b>1,98</b> |

## Famur kupuj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto: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 zanotował 3% q/q poprawę wyniku EBITDA dzięki aktywnej redukcji kosztów (osobowych w ramach tarczy antykryzysowej oraz zmiany systemów bonusów). Wynikiem towarzyszył wyraźny wzrost udziału przychodów z działalności powtarzalnej (55% vs. 43% w 2Q'19) oraz wyraźny spadek zadłużenia (0,32 PLN gotówki netto na bilansie na koniec 1H'20). W obliczu ryzyka zmniejszenia rynku krajowego w przyszłości Zarząd podtrzymuje chęć dywersyfikacji działalności poprzez akwizycje podmiotów działających na rynku. Gdyby jednak plan akwizycji się nie powiódł (a w przeszłości główny właściciel był raczej powściągliwy w tym aspekcie) Zarząd zakłada wypłatę dywidendy do akcjonariuszy lub inną redystrybucję nadwyżek finansowych. W krótkim terminie szansa na poprawę sentymentu do Spółki daje prawdopodobna pomoc w ramach tarczy antykryzysowej dla największych klientów Famur (PGG i JSW). Pozostawiamy nasze konserwatywne prognozy bez zmian. Pozostawiamy bez zmian naszą cenę docelową (2,86 PLN/akcja) oraz rekomendację kupuj.

**Cena bieżąca**

1,85 PLN

**potencjał zmiany**

**Cena docelowa**

2,86 PLN

**+54,6%**

|          | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|----------|--------------|---------------|--------------|
| aktualna | kupuj        | 2,86 PLN      | 2020-08-04   |

| Podstawowe dane    |              |                   | FMF PW      | vs. WIG  |
|--------------------|--------------|-------------------|-------------|----------|
| Ticker             | FMF PW       | Zmiana 1M         | +13,6%      | +12,7%   |
| ISIN               | PLFAMUR00012 | Zmiana YTD        | -37,9%      | -26,0%   |
| Liczba akcji (mln) | 574,8        | Średni obrót 1M   | 1,1 mln PLN |          |
| MC (mln PLN)       | 1 063,3      | Średni obrót 6M   | 1,1 mln PLN |          |
| EV (mln PLN)       | 1 162,7      | EV/EBITDA 12M fwd | 3,2         | -42,0%   |
| 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                   | 5,1   | 4,3   | 7,8          | 9,9          | 9,2          |
| P/BV                  | 0,7   | 0,7   | 0,6          | 0,6          | 0,6          |
| EV/EBITDA             | 2,7   | 2,7   | 3,5          | 3,5          | 3,3          |
| DPS                   | 0,44  | 0,53  | 0,00         | 0,12         | 0,14         |
| DYield                | 23,8% | 28,7% | 0,0%         | 6,4%         | 7,6%         |
| <b>Zmiana prognoz</b> |       |       | <b>2020P</b> | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> |
| Przychody             |       |       | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| EBITDA                |       |       | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| Zysk netto            |       |       | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| Oroty 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       |
|---------------------------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|
| Oroty 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           |
| <b>Przepływy oper.</b>    | <b>215</b>  | <b>504</b>  | <b>202</b> | <b>302</b>  | <b>274</b>  |
| Amortyzacja               | 191         | 182         | 160        | 151         | 148         |
| Kapitał obrotowy          | -127        | 66          | -131       | 22          | -6          |
| <b>Przepływy inw.</b>     | <b>-138</b> | <b>-15</b>  | <b>-50</b> | <b>-120</b> | <b>-122</b> |
| CAPEX                     | 141         | 38          | 120        | 120         | 122         |
| <b>Przepływy fin.</b>     | <b>-458</b> | <b>-185</b> | <b>-24</b> | <b>-90</b>  | <b>-197</b> |
| 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          |
| <b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b> | <b>2,02</b> |

### Wycena

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



## Grupa Kęty trzymaj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Ostateczne wyniki finansowe 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. Spółka na spotkaniu z inwestorami po wynikach za 2Q'20 zwraca uwagę na pojawiającą się presję kosztową w 3Q'20 oraz presję na ceny ze strony odbiorców produktów. Mimo tego zakładamy, że w 2H'20 Grupa poprawi r/r wyniki finansowe. Wysoka na tle spółek przemysłowych dywidenda (7%) oraz perspektywa poprawy r/r rezultatów w dwóch kolejnych kwartałach powoduje, że Grupa Kęty pozytywnie wyróżnia się na tle sektora. Ryzykiem w długim terminie pozostaje spadek zainteresowania inwestycjami w obiekty użyteczności publicznej (restauracje, hotele, biurowce), a w efekcie spadek popytu na systemy aluminiowe. Aktualizujemy naszą prognozę dywidendy w 2020 i 2021 roku oraz wycenę spółek porównywalnych. Podwyższamy naszą cenę docelową do 465,74 PLN/akcja (wcześniej 453,70 PLN/akcja) oraz podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Cena bieżąca

482,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

465,74 PLN

-3,5%

|                        | rekomendacja | cena docelowa     | data wydania  |
|------------------------|--------------|-------------------|---------------|
| nowa                   | trzymaj      | 465,74 PLN        | 2020-09-02    |
| poprzednia             | trzymaj      | 453,70 PLN        | 2020-06-25    |
| <b>Podstawowe dane</b> |              |                   |               |
|                        |              | KTY PW            | vs. WIG       |
| Ticker                 | KTY PW       | Zmiana 1M         | +11,0% +10,1% |
| ISIN                   | PLKETY000011 | Zmiana YTD        | +39,5% +51,4% |
| Liczba akcji (mln)     | 9,6          | Średni obrót 1M   | 4,5 mln PLN   |
| MC (mln PLN)           | 4 623,2      | Średni obrót 6M   | 2,4 mln PLN   |
| EV (mln PLN)           | 5 486,6      | EV/EBITDA 12M fwd | 9,7 +7,6%     |
| 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        | 3 349        | 3 381        |
| EBITDA                     | 463   | 523   | 625          | 546          | 541          |
| marża EBITDA               | 15,5% | 16,3% | 19,1%        | 16,3%        | 16,0%        |
| EBIT                       | 338   | 385   | 484          | 402          | 404          |
| Zysk netto                 | 268   | 295   | 378          | 311          | 312          |
| P/E                        | 17,2  | 15,6  | 12,2         | 14,9         | 14,8         |
| P/BV                       | 3,3   | 3,1   | 3,0          | 3,0          | 2,9          |
| EV/EBITDA                  | 11,6  | 10,2  | 8,8          | 10,1         | 10,1         |
| DPS                        | 23,94 | 23,99 | 35,00        | 31,56        | 25,95        |
| DYield                     | 5,0%  | 5,0%  | 7,3%         | 6,5%         | 5,4%         |
| <b>Zmiana prognoz</b>      |       |       | <b>2020P</b> | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> |
| EBITDA                     |       |       | +0,3%        | -0,1%        | -0,1%        |
| Zysk netto                 |       |       | +0,3%        | -0,7%        | -0,7%        |
| Aluminium (PLN/t)          |       |       | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| Premia produkcyjna (USD/t) |       |       | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| EBITDA SOG                 |       |       | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| EBITDA SWW                 |       |       | 0,0%         | -0,2%        | -0,2%        |
| 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         | 145         | 146         |
| EBITDA SSA             | 190         | 237         | 263         | 238         | 237         |
| EBITDA pozostałe       | -8          | -14         | -12         | -12         | -12         |
| EBITDA/użyte aluminium | 5           | 6           | 6           | 5           | 5           |
| <b>Przepływy oper.</b> | <b>293</b>  | <b>563</b>  | <b>367</b>  | <b>451</b>  | <b>453</b>  |
| Amortyzacja            | 126         | 138         | 141         | 144         | 137         |
| Kapitał obrotowy       | -114        | 86          | -113        | -20         | -10         |
| <b>Przepływy inw.</b>  | <b>-229</b> | <b>-244</b> | <b>-175</b> | <b>-150</b> | <b>-120</b> |
| CAPEX                  | 229         | 244         | 175         | 150         | 120         |
| <b>Przepływy fin.</b>  | <b>-43</b>  | <b>-316</b> | <b>-275</b> | <b>-270</b> | <b>-317</b> |
| Dywidenda/buyback      | -229        | -229        | -334        | -302        | -249        |
| FCF                    | 72          | 296         | 248         | 304         | 338         |
| FCF/EBITDA             | 15%         | 57%         | 40%         | 56%         | 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) | 100   | 102   | 104   | 105   | 107   | 109   | 110   | 112   | 114   | 116   | 118   |
| Przychody            | 3 275 | 3 349 | 3 381 | 3 418 | 3 455 | 3 493 | 3 532 | 3 571 | 3 611 | 3 652 | 3 694 |
| EBITDA               | 625   | 546   | 541   | 536   | 534   | 534   | 534   | 535   | 537   | 538   | 540   |
| marża EBITDA         | 19,1% | 16,3% | 16,0% | 15,7% | 15,5% | 15,3% | 15,1% | 15,0% | 14,9% | 14,7% | 14,6% |
| EBIT                 | 484   | 402   | 404   | 403   | 401   | 401   | 399   | 398   | 397   | 400   | 405   |
| Podatek              | 89    | 73    | 73    | 73    | 73    | 73    | 73    | 73    | 73    | 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                  | 248   | 304   | 338   | 329   | 325   | 322   | 320   | 318   | 317   | 317   | 318   |
| PV FCF               | 242   | 275   | 282   | 255   | 232   | 213   | 196   | 180   | 165   | 153   |       |
| WACC                 | 7,9%  | 7,9%  | 8,0%  | 8,0%  | 8,0%  | 8,1%  | 8,1%  | 8,1%  | 8,1%  | 8,2%  | 8,2%  |
| Risk-free rate       | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  |

### Bilans

| (mln PLN)               | 2018  | 2019  | 2020P | 2021P | 2022P |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Aktywa                  | 2 780 | 2 779 | 2 911 | 2 975 | 2 989 |
| Aktywa trwałe           | 1 575 | 1 680 | 1 770 | 1 779 | 1 766 |
| Kapitał własny          | 1 396 | 1 477 | 1 521 | 1 530 | 1 593 |
| Udział mniejszości      | 1     | 1     | 2     | 2     | 3     |
| Dług netto              | 774   | 703   | 862   | 881   | 815   |
| Dług netto/EBITDA (x)   | 1,7   | 1,3   | 1,4   | 1,6   | 1,5   |
| Dług netto/kap. wł. (x) | 0,6   | 0,5   | 0,6   | 0,6   | 0,5   |

### Analiza porównawcza

|          | P/E    |      |      | EV/EBITDA |      |      |
|----------|--------|------|------|-----------|------|------|
|          | 20P    | 21P  | 22P  | 20P       | 21P  | 22P  |
| Minimum  | 7,5    | 4,4  | 4,1  | 3,8       | 3,7  | 3,8  |
| Maksimum | 2045,7 | 64,2 | 38,8 | 33,8      | 13,6 | 10,7 |
| Mediana  | 21,3   | 13,5 | 11,1 | 10,2      | 7,2  | 5,8  |
| waga     | 17%    | 17%  | 17%  | 17%       | 17%  | 17%  |

### Podsumowanie DCF

| (mln PLN)                        |               |
|----------------------------------|---------------|
| Beta                             | 1,0           |
| Wzrost FCF po prognozie          | 2,0%          |
| Zdykontowana wartość FCF         | 2 192         |
| Dług netto                       | 703           |
| Inne korekty                     | 0             |
| <b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b> | <b>413,32</b> |

### Wycena

| (PLN)                      | waga | cena          |
|----------------------------|------|---------------|
| Porównawcza                | 50%  | 462,89        |
| DCF                        | 50%  | 413,32        |
| Cena wynikowa              |      | 438,10        |
| Koszt kapitału 9M          |      | 6,3%          |
| <b>Cena docelowa za 9M</b> |      | <b>465,74</b> |

## Kernel trzymaj (bez zmian)

Jakub Szkopek +48 22 438 24 03 [jakub.szkopek@mbank.pl](mailto: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.

|                      |           |                         |
|----------------------|-----------|-------------------------|
| <b>Cena bieżąca</b>  | 38,85 PLN | <b>potencjał zmiany</b> |
| <b>Cena docelowa</b> | 44,58 PLN | <b>+14,7%</b>           |

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

| Podstawowe dane    |              |                   | KER PW      | vs. WIG |
|--------------------|--------------|-------------------|-------------|---------|
| Ticker             | KER PW       | Zmiana 1M         | -1,5%       | -2,5%   |
| ISIN               | LU0327357389 | Zmiana YTD        | -13,7%      | -1,7%   |
| Liczba akcji (mln) | 84,0         | Średni obrót 1M   | 1,2 mln PLN |         |
| MC (mln PLN)       | 3 264,6      | Średni obrót 6M   | 2,0 mln PLN |         |
| EV (mln PLN)       | 7 872,3      | EV/EBITDA 12M fwd | 5,7         | +21,3%  |
| Free float         | 60,1%        | EV/EBITDA 5Y avg  | 4,7         | premia  |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln USD)                         | 17/18 | 18/19 | 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   | 9,1    | 6,2    | 5,6    |
| P/BV                              | 0,7   | 0,6   | 0,6    | 0,6    | 0,5    |
| EV/EBITDA                         | 6,7   | 4,5   | 6,0    | 5,8    | 5,5    |
| DPS                               | 0,25  | 0,25  | 0,25   | 0,25   | 0,25   |
| DYield                            | 2,3%  | 2,3%  | 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      | 21/22P      |
|------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 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          |
| <b>Przepływy oper.</b> | <b>82</b>   | <b>189</b>  | <b>78</b>   | <b>195</b>  | <b>219</b>  |
| Amortyzacja            | 83          | 76          | 91          | 109         | 108         |
| Kapitał obrotowy       | -63         | -305        | -172        | -114        | -130        |
| <b>Przepływy inw.</b>  | <b>-156</b> | <b>-241</b> | <b>-225</b> | <b>-227</b> | <b>-105</b> |
| CAPEX                  | 179         | 234         | 225         | 227         | 105         |
| <b>Przepływy fin.</b>  | <b>76</b>   | <b>29</b>   | <b>143</b>  | <b>-14</b>  | <b>-21</b>  |
| Dywidenda/buyback      | -20         | -20         | -21         | -21         | -21         |
| FCF                    | -14         | -205        | -40         | 44          | 172         |
| FCF/EBITDA             | -6%         | -59%        | -11%        | 11%         | 41%         |
| CFO/EBITDA             | 37%         | 55%         | 22%         | 49%         | 52%         |

### Model DCF

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

### Bilans

| (mln USD)               | 17/18 | 18/19 | 19/20P | 20/21P | 21/22P |
|-------------------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 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         |
| <b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b> | <b>23,05</b> |

### Wycena

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

## PKP Cargo trzymaj (podwyższona)

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

Lipcowe dane UTK potwierdziły kontynuację negatywnych trendów w PKP Cargo: przewieziona masa spadła o -17% r/r (rynek o -9%), praca przewozowa o -21% r/r (rynek -11%). Grupa zaraportowała słabe wyniki operacyjne za 2Q'20 (wynik EBITDA 117 mln PLN, strata netto -78 mln PLN), które były wsparte tarczą antykrzysową (+34 mln PLN) i obniżką wynagrodzeń wśród pracowników. Również w 3Q'20 spółka zanotuje pozytywny wpływ zdarzeń jednorazowych (ok. +86 mln PLN wpływów z tarczy), a niewykluczone, że utrzymane zostaną obniżone wynagrodzenia. Problematyczna staje się kwestia, na którą wskazywaliśmy przy naszych ostatnich publikacjach – rosnąca wysokość zadłużenia Grupy. Co prawda spółka w sprawozdaniu za 2Q'20 poinformowała, że „na 30 czerwca zapisy umów kredytowych nie zostały naruszone” (DN/EBITDA bez MSSF16 <3,0x; zadłużenie/aktywa <60%), to jednak w naszej opinii wynika to jedynie z przyjętej metodologii, a na koniec 2020 r. kowenanty już zostaną naruszone. Zwracamy uwagę że PKP Cargo, utrzymując generowanie bardzo niskich wyników operacyjnych, może być beneficjentem dodatkowej rządowej pomocy, do czego przygotowaniem mogą być niedawne powołania do RN i Zarządu ludzi związanych z Ministerstwem Aktywów Państwowych. Aktualizujemy nasze prognozy m.in. o: wyniki 2Q'20, niższe przewozy w 2020-21, przesunięcia w CAPEX, dostosowanie kosztów, wpływ dofinansowania antykrzysowego. Dwa z trzech wskaźników porównawczych wskazują na ujemną wartość przedsiębiorstwa, także rezygnujemy z wyceny porównawczej. Pomimo niższych oczekiwań na najbliższe lata, długoterminowa wycena modelem DCF nieznacznie zwiększa cenę docelową do poziomu 12,80 PLN, co implikuje rekomendację trzymaj.

|                      |           |                         |
|----------------------|-----------|-------------------------|
| <b>Cena bieżąca</b>  | 12,38 PLN | <b>potencjał zmiany</b> |
| <b>Cena docelowa</b> | 12,80 PLN | +3,4%                   |

|                    | rekomendacja | cena docelowa     | data wydania |         |
|--------------------|--------------|-------------------|--------------|---------|
| nowa               | trzymaj      | 12,80 PLN         | 2020-09-02   |         |
| poprzednia         | redukuj      | 12,37 PLN         | 2020-07-02   |         |
| Podstawowe dane    |              |                   | PKP PW       | vs. WIG |
| Ticker             | PKP PW       | Zmiana 1M         | -4,5%        | -5,4%   |
| ISIN               | PLPKPCR00011 | Zmiana YTD        | -39,6%       | -27,7%  |
| Liczba akcji (mln) | 44,8         | Średni obrót 1M   | 0,6 mln PLN  |         |
| MC (mln PLN)       | 554,5        | Średni obrót 6M   | 2,2 mln PLN  |         |
| EV (mln PLN)       | 2 764,3      | EV/EBITDA 12M fwd | 4,0          | +4,4%   |
| Free float         | 67,0%        | EV/EBITDA 5Y avg  | 3,8          | premija |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)                  | 2018  | 2019  | 2020P         | 2021P        | 2022P        |
|----------------------------|-------|-------|---------------|--------------|--------------|
| Przychody                  | 5 183 | 4 782 | 4 014         | 4 422        | 4 778        |
| EBITDA skor.               | 901   | 830   | 439           | 577          | 722          |
| marża EBITDA               | 17,4% | 17,4% | 10,9%         | 13,0%        | 15,1%        |
| EBIT skor.                 | 272   | 114   | -336          | -224         | -36          |
| Zysk netto skor.           | 242   | 6     | -369          | -244         | -89          |
| P/E skor.                  | 2,3   | 97,3  | -             | -            | -            |
| P/BV                       | 0,2   | 0,2   | 0,2           | 0,2          | 0,2          |
| EV/EBITDA skor.            | 1,5   | 3,2   | 6,3           | 5,1          | 4,3          |
| DPS                        | 0,00  | 1,50  | 0,00          | 0,00         | 0,00         |
| DYield                     | 0,0%  | 12,1% | 0,0%          | 0,0%         | 0,0%         |
| <b>Zmiana prognoz</b>      |       |       | <b>2020P</b>  | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> |
| Przychody ze sprzedaży     |       |       | <b>-5,4%</b>  | <b>-2,8%</b> | <b>-0,0%</b> |
| EBITDA skor.               |       |       | <b>-12,5%</b> | <b>-5,7%</b> | <b>+4,9%</b> |
| Zysk netto                 |       |       | -             | -            | -            |
| Praca przewozowa (mln tkm) |       |       | <b>-4,9%</b>  | <b>-3,0%</b> | <b>-0,0%</b> |
| Masa towarowa (mln ton)    |       |       | <b>-4,6%</b>  | <b>-3,4%</b> | <b>-0,8%</b> |
| Koszty / tkm               |       |       | <b>-0,3%</b>  | <b>+0,3%</b> | <b>+0,8%</b> |

### Wyniki i przepływy operacyjne

| (mln PLN)                | 2018        | 2019        | 2020P       | 2021P       | 2022P       |
|--------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Energia trakcyjna        | 405         | 407         | 354         | 379         | 404         |
| Paliwo trakcyjne         | 211         | 177         | 127         | 148         | 166         |
| Wynagrodzenia            | 1 651       | 1 737       | 1 682       | 1 788       | 1 864       |
| Dostęp do infrastruktury | 732         | 573         | 490         | 558         | 609         |
| Pozostałe                | 1 292       | 1 065       | 932         | 972         | 1 014       |
| <b>Przepływy oper.</b>   | <b>863</b>  | <b>807</b>  | <b>514</b>  | <b>656</b>  | <b>767</b>  |
| Amortyzacja              | 629         | 717         | 775         | 801         | 758         |
| Kapitał obrotowy         | 20          | 16          | -91         | 18          | 16          |
| <b>Przepływy inw.</b>    | <b>-612</b> | <b>-815</b> | <b>-573</b> | <b>-778</b> | <b>-788</b> |
| CAPEX                    | -695        | -1 028      | -595        | -785        | -795        |
| <b>Przepływy fin.</b>    | <b>-323</b> | <b>111</b>  | <b>21</b>   | <b>19</b>   | <b>-33</b>  |
| Dywidenda/buyback        | 0           | -67         | 0           | 0           | 0           |
| FCF                      | 173         | -188        | -82         | -129        | -27         |
| FCF/EBITDA               | 13%         | -7%         | -3%         | -4%         | -1%         |
| CFO/EBITDA               | 95%         | 94%         | 92%         | 114%        | 106%        |

### Model DCF

| (mln PLN)        | 20P    | 21P    | 22P    | 23P    | 24P    | 25P    | 26P    | 27P    | 28P    | 29P    | +      |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Praca przewozowa | 22 666 | 25 058 | 26 792 | 26 750 | 26 754 | 26 911 | 27 079 | 27 197 | 27 322 | 27 453 | 27 591 |
| Średnie ceny     | 147    | 147    | 149    | 152    | 154    | 156    | 159    | 161    | 163    | 166    | 168    |
| Koszt / tkm      | 192    | 185    | 180    | 181    | 184    | 185    | 187    | 189    | 190    | 192    | 192    |
| Przychody        | 4 014  | 4 422  | 4 778  | 4 841  | 4 912  | 5 011  | 5 114  | 5 210  | 5 309  | 5 411  | 5 511  |
| EBITDA           | 559    | 577    | 722    | 723    | 724    | 730    | 753    | 765    | 777    | 765    | 774    |
| marża EBITDA     | 13,9%  | 13,0%  | 15,1%  | 14,9%  | 14,7%  | 14,6%  | 14,7%  | 14,7%  | 14,6%  | 14,1%  | 14,0%  |
| EBIT             | -216   | -224   | -36    | -13    | -3     | 27     | 50     | 80     | 118    | 144    | 207    |
| Podatek          | -46    | -61    | -30    | -24    | -22    | -14    | -9     | -1     | 9      | 15     | 31     |
| CAPEX            | -595   | -785   | -795   | -589   | -621   | -568   | -692   | -536   | -574   | -563   | -567   |
| Kapitał obrotowy | -91    | 18     | 16     | 3      | 3      | 4      | 5      | 4      | 4      | 5      | 5      |
| FCF              | -82    | -129   | -27    | 162    | 128    | 181    | 75     | 234    | 199    | 191    | 182    |
| PV FCF           | -79    | -118   | -24    | 134    | 101    | 135    | 53     | 157    | 126    | 115    |        |
| WACC             | 5,8%   | 5,5%   | 5,2%   | 5,2%   | 5,3%   | 5,3%   | 5,3%   | 5,3%   | 5,4%   | 5,4%   | 5,4%   |
| Risk-free rate   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   |

### Bilans

| (mln PLN)               | 2018  | 2019  | 2020P | 2021P | 2022P |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Aktywa                  | 6 806 | 7 991 | 7 669 | 7 617 | 7 658 |
| Aktywa trwałe           | 5 187 | 6 504 | 6 324 | 6 308 | 6 346 |
| Kapitał własny          | 3 484 | 3 423 | 3 174 | 2 930 | 2 840 |
| Udział mniejszości      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Dług netto              | 779   | 2 072 | 2 210 | 2 413 | 2 516 |
| Dług netto/EBITDA (x)   | 0,9   | 2,4   | 4,0   | 4,2   | 3,5   |
| Dług netto/kap. wł. (x) | 0,2   | 0,6   | 0,7   | 0,8   | 0,9   |

### Analiza porównawcza

|          | P/E  |      |      | EV/EBITDA |      |      | FCF/EV |
|----------|------|------|------|-----------|------|------|--------|
|          | 20P  | 21P  | 22P  | 20P       | 21P  | 22P  | 17-23P |
| Minimum  | 3,8  | 3,5  | 3,1  | 4,7       | 3,9  | 3,5  | -4%    |
| Maksimum | 60,2 | 29,8 | 25,0 | 16,4      | 14,2 | 13,5 | 8%     |
| Mediana  | 23,0 | 18,1 | 15,1 | 8,3       | 8,6  | 9,7  | 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)               | 2 612        |
| Dług netto                       | 2 072        |
| Inne korekty                     | 0            |
| <b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b> | <b>12,04</b> |

### Wycena

| (PLN)                      | waga | cena         |
|----------------------------|------|--------------|
| Porównawcza                | 0%   | 50,52        |
| DCF                        | 100% | 12,04        |
| Cena wynikowa              |      | 12,04        |
| Koszt kapitału 9M          |      | 6,3%         |
| <b>Cena docelowa za 9M</b> |      | <b>12,80</b> |

## Stalprodukt kupuj (bez zmian)

Jakub Szkopek +48 22 438 24 03 [jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)

Z końcem 2020 roku Stalprodukt zakończy działalność największej kopalni cynku Olkusz Pomorzany (ponad 70% dostaw rudy w Grupie). Wydobywana ruda zostanie zastąpione przez uruchomione w końcówce 2019 roku instalacje recyklingu cynku (do 30% produkcji cynku w Grupie) oraz rudy zakupywanej z zewnątrz (do 70% zapotrzebowania). Według naszych szacunków, gdyby Stalprodukt zbliżył się do parametrów, jakie osiąga lider europejskiego rynku odzysku cynku Befesa, to wówczas uruchomione instalacje recyklingu mają potencjał generowania 120-175 mln PLN EBITDA w skali roku. Działalność oparta o przetop i recykling cynku jest mniej wrażliwa, niż w przypadku produkcji górniczej, na zmiany cen metalu, co przekładać się będzie na niższą zmienność wyników w przyszłości. Naszym zdaniem to powodować będzie, że wycena Stalprodukt będzie dywergować w kierunku implikowanej wyceny spółek porównywalnych (13,5x P/E'20-22 i 7,4x EV/EBITDA'20-22). Mocną stroną Spółki jest również silny bilans (gotówka netto na koniec 2020 roku wyniesie 50 PLN/akcja) oraz duża zdolność do generowania gotówki (FCF/EV na poziomie ponad 10% rocznie w 2020 i 2021 roku). Stalprodukt sprzyja obserwowane w ostatnim czasie odbicie cen cynku na giełdach oraz wzrost premii hutniczej w 1H'20. Pozostawiamy bez zmian naszą cenę docelową na poziomie 336,15 PLN/akcja oraz rekomendację kupuj.

|                      |            |                         |
|----------------------|------------|-------------------------|
| <b>Cena bieżąca</b>  | 230,00 PLN | <b>potencjał zmiany</b> |
| <b>Cena docelowa</b> | 336,15 PLN | <b>+46,2%</b>           |

|          | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|----------|--------------|---------------|--------------|
| aktualna | kupuj        | 336,15 PLN    | 2020-08-07   |

| Podstawowe dane    |              |                   | STP PW | vs. WIG     |
|--------------------|--------------|-------------------|--------|-------------|
| Ticker             | STP PW       | Zmiana 1M         | +53,3% | +52,4%      |
| ISIN               | PLSTLPD00017 | Zmiana YTD        | +26,7% | +38,6%      |
| Liczba akcji (mln) | 5,6          | Średni obrót 1M   |        | 1,6 mln PLN |
| MC (mln PLN)       | 1 283,5      | Średni obrót 6M   |        | 0,7 mln PLN |
| EV (mln PLN)       | 1 122,7      | EV/EBITDA 12M fwd | 3,8    | -1,4%       |
| Free float         | -            | EV/EBITDA 5Y avg  | 3,9    | dyskonto    |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)    | 2018  | 2019  | 2020P | 2021P | 2022P |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody    | 3 957 | 3 816 | 3 159 | 3 174 | 3 269 |
| EBITDA       | 449   | 371   | 324   | 354   | 329   |
| marża EBITDA | 11,3% | 9,7%  | 10,3% | 11,2% | 10,1% |
| EBIT         | 300   | 204   | 166   | 186   | 168   |
| Zysk netto   | 270   | 142   | 118   | 131   | 118   |
| P/E          | 4,7   | 9,0   | 10,9  | 9,8   | 10,9  |
| P/BV         | 0,5   | 0,5   | 0,5   | 0,5   | 0,4   |
| EV/EBITDA    | 2,8   | 3,4   | 3,5   | 3,0   | 3,2   |
| DPS          | 4,38  | 6,37  | 0,00  | 8,43  | 11,76 |
| DYield       | 1,9%  | 2,8%  | 0,0%  | 3,7%  | 5,1%  |

### Wyniki i przepływy operacyjne

| (mln PLN)              | 2018        | 2019        | 2020P       | 2021P       | 2022P       |
|------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Blachy trans. (tys. t) | 124         | 132         | 119         | 130         | 133         |
| Pyły cynkowe (tys. t)  | 0           | 0           | 150         | 170         | 190         |
| Cynk (tys. t)          | 156         | 154         | 121         | 121         | 121         |
| Kształtowniki (tys. t) | 188         | 184         | 150         | 175         | 169         |
| Bariera drog. (tys. t) | 26          | 21          | 17          | 20          | 25          |
| <b>Przepływy oper.</b> | <b>350</b>  | <b>370</b>  | <b>301</b>  | <b>257</b>  | <b>184</b>  |
| Amortyzacja            | 149         | 168         | 159         | 168         | 162         |
| Kapitał obrotowy       | -176        | 33          | 34          | -74         | -98         |
| <b>Przepływy inw.</b>  | <b>-337</b> | <b>-235</b> | <b>-150</b> | <b>-120</b> | <b>-100</b> |
| CAPEX                  | 242         | 243         | 150         | 120         | 100         |
| <b>Przepływy fin.</b>  | <b>-39</b>  | <b>-203</b> | <b>-5</b>   | <b>-52</b>  | <b>-71</b>  |
| Dywidenda/buyback      | -24         | -36         | 0           | -47         | -66         |
| FCF                    | -37         | 141         | 176         | 124         | 99          |
| FCF/EBITDA skor.       | -8%         | 36%         | 54%         | 35%         | 30%         |
| CFO/EBITDA skor.       | 80%         | 93%         | 93%         | 72%         | 56%         |

### Model DCF

| (mln PLN)             | 20P   | 21P   | 22P   | 23P   | 24P   | 25P   | 26P   | 27P   | 28P   | 29P   | +     |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Blacha trans. (PLN/t) | 7 400 | 7 200 | 7 380 | 7 380 | 7 380 | 7 380 | 7 380 | 7 380 | 7 380 | 7 380 | 7 380 |
| Cynk (PLN/t)          | 8 200 | 8 280 | 8 280 | 8 280 | 8 280 | 8 280 | 8 280 | 8 280 | 8 280 | 8 280 | 8 280 |
| Ołów (PLN/t)          | 6 800 | 6 840 | 7 560 | 7 560 | 7 560 | 7 560 | 7 560 | 7 560 | 7 560 | 7 560 | 7 560 |
| Przychody             | 3 159 | 3 174 | 3 269 | 3 314 | 3 372 | 3 370 | 3 369 | 3 369 | 3 370 | 3 372 | 3 386 |
| EBITDA                | 324   | 354   | 329   | 341   | 355   | 356   | 356   | 355   | 356   | 355   | 346   |
| marża EBITDA          | 10,3% | 11,2% | 10,1% | 10,3% | 10,5% | 10,5% | 10,6% | 10,5% | 10,6% | 10,5% | 10,2% |
| EBIT                  | 166   | 186   | 168   | 184   | 201   | 203   | 204   | 211   | 210   | 215   | 205   |
| Podatek               | 32    | 36    | 32    | 36    | 39    | 40    | 40    | 41    | 41    | 42    | 40    |
| CAPEX                 | -150  | -120  | -100  | -105  | -110  | -116  | -122  | -128  | -134  | -141  | -141  |
| Kapitał obrotowy      | 34    | -74   | -98   | -44   | -49   | -31   | -31   | -31   | 0     | 0     | -4    |
| FCF                   | 176   | 124   | 99    | 156   | 157   | 170   | 164   | 155   | 181   | 172   | 161   |
| PV FCF                | 169   | 109   | 79    | 114   | 105   | 104   | 92    | 79    | 84    | 73    |       |
| WACC                  | 9,5%  | 9,5%  | 9,5%  | 9,5%  | 9,5%  | 9,5%  | 9,5%  | 9,5%  | 9,5%  | 9,5%  | 9,5%  |
| 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                  | 4 357 | 4 345 | 4 380 | 4 423 | 4 413 |
| Aktywa trwałe           | 2 313 | 2 407 | 2 399 | 2 351 | 2 290 |
| Kapitał własny          | 2 594 | 2 650 | 2 743 | 2 841 | 2 879 |
| Udział mniejszości      | 106   | 108   | 118   | 131   | 144   |
| Dług netto              | -141  | -134  | -279  | -363  | -376  |
| Dług netto/EBITDA skor. | -0,3  | -0,3  | -0,9  | -1,0  | -1,1  |
| Dług netto/kap. wł. (x) | -0,1  | -0,1  | -0,1  | -0,1  | -0,1  |

### Analiza porównawcza

|          | P/E  |      |      | EV/EBITDA |      |      |
|----------|------|------|------|-----------|------|------|
|          | 20P  | 21P  | 22P  | 20P       | 21P  | 22P  |
| Minimum  | 7,4  | 8,6  | 5,2  | 5,1       | 3,7  | 3,0  |
| Maksimum | 33,8 | 26,8 | 44,5 | 40,2      | 12,8 | 11,2 |
| Mediana  | 15,1 | 13,9 | 11,6 | 8,8       | 8,2  | 5,4  |
| waga     | 17%  | 17%  | 17%  | 17%       | 17%  | 17%  |

### Podsumowanie DCF

| (mln PLN)                 |        |
|---------------------------|--------|
| Beta                      | 1,2    |
| Wzrost FCF po prognozie   | 0,0%   |
| Zdyskontowana wartość FCF | 1 731  |
| Dług netto                | -134   |
| Inne korekty              | 108    |
| Wycena DCF na akcję (PLN) | 314,77 |

### Wycena

| (PLN)                      | waga | cena          |
|----------------------------|------|---------------|
| Porównawcza                | 50%  | 313,28        |
| DCF                        | 50%  | 314,77        |
| Cena wynikowa              |      | 314,03        |
| Koszt kapitału 9M          |      | 7,0%          |
| <b>Cena docelowa za 9M</b> |      | <b>336,15</b> |

## Handel

## Dino

## sprzedaj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Dino zaraportowało wyniki 2Q'20 powyżej oczekiwań rynkowych. Dynamika sprzedaży była zgodna z oczekiwaniami, a głównym powodem zaskoczenia była wyższa marża brutto na sprzedaży. Pozytywnie na rentowność sprzedaży wpływała poprawa warunków zakupowych, spadek cen mięsa wieprzowego r/r oraz niższe ceny paliwa. Jednocześnie spółka pogorszyła cykl konwersji gotówki o 13 dni do -39 dni na koniec Q2'20, za co głównie odpowiadało pogorszenie cyklu konwersji zobowiązań. Skrócenie terminów płatności mogło również wspierać rentowność sprzedaży w okresie. Zarząd spółki nie chciał skomentować czynników wpływających na poprawę marży brutto na sprzedaży na konferencji po wynikach. Jednocześnie zarząd podtrzymał cel poprawy sprzedaży porównywalnej na poziomie kilkunastu procent w 2020 roku, otwarcia o 20% więcej sklepów w 2020 roku niż w 2019 roku oraz poprawy EBITDA r/r w 2020 roku. W 2Q'20 pogorszeniu uległ współczynnik pokrycia nakładów inwestycyjnych przez przepływy operacyjne. W sierpniu spółka poinformowała o rozważaniu emisji obligacji w ramach uchwalonego programu emisji obligacji do 500 mln PLN. Ze względu na efekt bazy oczekujemy spowolnienia wzrostu lfl w kolejnych kwartałach co powinno wpłynąć na zmniejszenie dynamiki poprawy wyników r/r.

Cena bieżąca

218,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

155,60 PLN

-28,6%

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

| Podstawowe dane    |              |                   | DNP PW       | vs. WIG |
|--------------------|--------------|-------------------|--------------|---------|
| Ticker             | DNP PW       | Zmiana 1M         | +4,9%        | +4,0%   |
| ISIN               | PLDINPL00011 | Zmiana YTD        | +51,4%       | +63,3%  |
| Liczba akcji (mln) | 98,0         | Średni obrót 1M   | 37,1 mln PLN |         |
| MC (mln PLN)       | 21 372,7     | Średni obrót 6M   | 39,2 mln PLN |         |
| EV (mln PLN)       | 21 613,6     | EV/EBITDA 12M fwd | 19,7         | +20,0%  |
| Free float         | 48,9%        | EV/EBITDA 5Y avg  | 16,4         | 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            | 69,5  | 53,0     | 38,5     | 28,8     | 23,6   |
| P/BV           | 17,6  | 13,2     | 9,8      | 7,3      | 5,6    |
| EV/EBITDA      | 40,5  | 30,3     | 22,8     | 17,8     | 14,4   |
| 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%     |        |
| 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           |
| <b>Przepływy oper.</b>    | <b>643</b>  | <b>799</b>  | <b>1 087</b> | <b>1 333</b>  | <b>1 575</b>  |
| Amortyzacja               | 112         | 164         | 198          | 241           | 293           |
| Kapitał obrotowy          | 125         | 153         | 265          | 296           | 322           |
| <b>Przepływy inw.</b>     | <b>-634</b> | <b>-828</b> | <b>-957</b>  | <b>-1 068</b> | <b>-1 078</b> |
| CAPEX                     | -636        | -830        | -958         | -1 068        | -1 078        |
| <b>Przepływy fin.</b>     | <b>82</b>   | <b>155</b>  | <b>22</b>    | <b>-252</b>   | <b>-48</b>    |
| 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%   |
| Zdyskontowana wartość FCF | 10 735 |
| Dług netto                | 592    |
| Inne korekty              | 0      |
| Wycena DCF na akcję (PLN) | 151,92 |

## Wycena

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



## Eurocash kupuj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Wyniki za 2Q'20 okazały się lepsze niż oczekiwania rynkowe. Niemniej kurs pozostał przy niskich poziomach ze względu na ostrożny komentarz zarządu dotyczący oczekiwań wyników spółki w kolejnych kwartałach. W 2Q'20 segment hurtowy odnotował płaski r/r wynik EBITDA MSR 17 pomimo spadku sprzedaży w EC Dystrybucja oraz w EC Gastronomia. Dalsza implementacja platformy eurocash.pl u klientów pozwala na poprawę rentowności segmentu. Pogorszenie wyniku EBITDA MSR17 odnotował segment detaliczny ze względu na istotny spadek sprzedaży w inmedio oraz dodatkowe koszty związane z COVID-19. Mocne ograniczenie straty r/r nastąpiło w segmencie Projekty, gdzie coraz lepszy wynik generuje sieć sklepów alkoholowych Duży Ben. Zgodnie z komentarzem zarządu spółka będzie się koncentrowała na utrzymywaniu dodatniej sprzedaży porównywalnej w kolejnych miesiącach, w czym może pomóc normalizacja wskaźnika średniego paragonu oraz brak wprowadzania dodatkowych restrykcji w związku z COVID-19. W segmencie detal prowadzone są dalsze prace ukierunkowane na integrację posiadanych sieci, co powinno 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).

|                      |           |                         |
|----------------------|-----------|-------------------------|
| <b>Cena bieżąca</b>  | 15,50 PLN | <b>potencjał zmiany</b> |
| <b>Cena docelowa</b> | 19,90 PLN | <b>+28,4%</b>           |

|          | 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         | -1,4%  | -2,3%       |
| ISIN               | PLEURCH00011 | Zmiana YTD        | -29,0% | -17,1%      |
| Liczba akcji (mln) | 139,2        | Średni obrót 1M   |        | 6,0 mln PLN |
| MC (mln PLN)       | 2 157,0      | Średni obrót 6M   |        | 8,9 mln PLN |
| EV (mln PLN)       | 2 770,4      | EV/EBITDA 12M fwd | 5,6    | -39,4%      |
| Free float         | 56,0%        | EV/EBITDA 5Y avg  | 9,3    | 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.             | 32,2   | 21,4   | 17,0         | 12,5         | 10,9         |
| P/BV                  | 2,1    | 2,2    | 2,5          | 2,6          | 2,7          |
| EV/EBITDA skor.       | 7,5    | 6,8    | 6,4          | 6,0          | 5,5          |
| DPS                   | 0,76   | 1,03   | 0,50         | 0,50         | 0,50         |
| DYield                | 4,9%   | 6,6%   | 3,2%         | 3,2%         | 3,2%         |
| <b>Zmiana prognoz</b> |        |        | <b>2020P</b> | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> |
| 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        |
| <b>Przepływy oper.</b> | <b>582</b>  | <b>683</b>  | <b>468</b>  | <b>528</b>  | <b>551</b>  |
| D&A                    | 204         | 222         | 232         | 242         | 252         |
| D&A (leasing)          |             | 328         | 83          | 0           | 0           |
| Kapitał obrotowy       | 196         | -14         | 12          | 23          | 17          |
| <b>Przepływy inv.</b>  | <b>-462</b> | <b>-300</b> | <b>-205</b> | <b>-215</b> | <b>-217</b> |
| CAPEX                  | -445        | -237        | -188        | -215        | -217        |
| <b>Przepływy fin.</b>  | <b>-126</b> | <b>-433</b> | <b>-262</b> | <b>-311</b> | <b>-399</b> |
| 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%         |
| Zdyskontowana wartość FCF        | 2 998        |
| Dług netto                       | 502          |
| Inne korekty                     | 61           |
| <b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b> | <b>18,62</b> |

### Wycena

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

## Jeronimo Martins akumuluj (bez zmian)

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. W sierpniu 2020 UOKiK poinformował o nałożeniu 115 mln PLN kary na sieć Biedronka z powodu różnic w cenach między półką a kasą. JMT zapowiedziało odwołanie się od tej decyzji. Podsumowując, uważamy że największy wpływ COVID-19 na działalność sieci Hebe, Recheio i Pingo Doce miał miejsce w 2Q'20.

Cena bieżąca

13,86 EUR

potencjał zmiany

Cena docelowa

15,30 EUR

+10,4%

|          | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|----------|--------------|---------------|--------------|
| aktualna | akumuluj     | 15,30 EUR     | 2020-08-04   |

| Podstawowe dane    |              |                   | JMT PL       | vs. WIG  |
|--------------------|--------------|-------------------|--------------|----------|
| Ticker             | JMT PL       | Zmiana 1M         | -3,1%        | -4,0%    |
| ISIN               | PTJMT0AE0001 | Zmiana YTD        | -4,2%        | +7,8%    |
| Liczba akcji (mln) | 629,3        | Średni obrót 1M   | 7,7 mln EUR  |          |
| MC (mln EUR)       | 8 718,9      | Średni obrót 6M   | 18,1 mln EUR |          |
| EV (mln EUR)       | 8 765,9      | EV/EBITDA 12M fwd | 6,5          | -29,4%   |
| Free float         | 38,9%        | EV/EBITDA 5Y avg  | 9,2          | dyskonto |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

| (mln EUR)               | 2018   | 2019     | 2020P    | 2021P    | 2022P  |
|-------------------------|--------|----------|----------|----------|--------|
| Przychody               | 17 336 | 18 638   | 19 710   | 21 257   | 22 376 |
| EBITDA skor.            | 960    | 1 045    | 1 058    | 1 209    | 1 264  |
| marża EBITDA            | 5,5%   | 5,6%     | 5,4%     | 5,7%     | 5,6%   |
| EBIT skor.              | 588    | 632      | 624      | 757      | 798    |
| Zysk netto skor.        | 401    | 523      | 451      | 531      | 561    |
| P/E skor.               | 21,7   | 16,7     | 19,3     | 16,4     | 15,5   |
| P/BV                    | 4,9    | 4,4      | 4,1      | 3,7      | 3,4    |
| EV/EBITDA skor.         | 9,4    | 8,4      | 8,3      | 7,0      | 6,5    |
| DPS                     | 0,64   | 0,35     | 0,26     | 0,33     | 0,35   |
| DYield                  | 4,6%   | 2,5%     | 1,9%     | 2,3%     | 2,5%   |
| 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          |
| <b>Przepływy oper.</b>  | <b>849</b>  | <b>1 492</b> | <b>1 322</b> | <b>1 646</b> | <b>1 647</b> |
| D&A                     | 372         | 413          | 432          | 452          | 466          |
| D&A (leasing)           | 0           | 391          | 403          | 421          | 438          |
| <b>Kapitał obrotowy</b> | <b>-43</b>  | <b>329</b>   | <b>33</b>    | <b>216</b>   | <b>156</b>   |
| Przepływy inw.          | -700        | -567         | -621         | -628         | -565         |
| <b>Przepływy fin.</b>   | <b>-273</b> | <b>-549</b>  | <b>-884</b>  | <b>-924</b>  | <b>-808</b>  |
| 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          |
| <b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b> | <b>16,19</b> |

### Wycena

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

## LPP

### akumuluj (bez zmian)

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 zaksięgowoło 135 mln PLN rezerwy na restrukturyzację sklepów w Niemczech. Pod koniec sierpnia zarząd LPP poinformował o zakończeniu procesu restrukturyzacji biznesu niemieckiego, w wyniku czego spółce udało się przenegocjować umowy najmu na tym rynku. Zgodnie z komentarzem spółki finalna wysokość rezerwy na rynek niemiecki będzie istotnie niższa niż 135 mln PLN, co wskazuje na pozytywne zakończenie negocjacji czynszowych u większej ilości partnerów niż pierwotnie zakładano. W wyniku poprawy warunków najmu biznes niemiecki ma wysokie szanse wyjścia na rentowność (według naszych szacunków w poprzednich latach generował kilkadziesiąt mln PLN straty rocznie). 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.

**Cena bieżąca**

7 145,00 PLN

**potencjał zmiany**

**Cena docelowa**

7 900,00 PLN

**+10,6%**

|          | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|----------|--------------|---------------|--------------|
| aktualna | akumuluj     | 7 900,00 PLN  | 2020-08-04   |

| Podstawowe dane    |              | LPP PW            | vs. WIG       |
|--------------------|--------------|-------------------|---------------|
| Ticker             | LPP PW       | Zmiana 1M         | +3,6% +2,6%   |
| ISIN               | PLLPP0000011 | Zmiana YTD        | -19,0% -7,1%  |
| Liczba akcji (mln) | 1,9          | Średni obrót 1M   | 13,2 mln PLN  |
| MC (mln PLN)       | 13 235,6     | Średni obrót 6M   | 22,8 mln PLN  |
| EV (mln PLN)       | 13 624,1     | EV/EBITDA 12M fwd | 12,4 -1,0%    |
| 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.             | 26,2  | 23,3         | 274,9        | 25,9         | 16,5   |
| P/BV                  | 4,7   | 4,1          | 5,0          | 6,0          | 6,3    |
| EV/EBITDA skor.       | 11,2  | 9,3          | 25,0         | 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%  |
| <b>Zmiana prognoz</b> |       | <b>2020P</b> | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> |        |
| EBITDA                |       | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |        |
| Zysk netto            |       | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |        |
| Sprzedaż det/mkw.     |       | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |        |
| SG&A/mkw.             |       | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |        |
| Powierzchnia          |       | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |        |

### Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

| (mln PLN)                     | 2018         | 2019         | 2020P       | 2021P         | 2022P        |
|-------------------------------|--------------|--------------|-------------|---------------|--------------|
| Sprzedaż 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%          |
| <b>Przepływy oper. (bez M</b> | <b>1 212</b> | <b>2 424</b> | <b>381</b>  | <b>789</b>    | <b>1 136</b> |
| D&A                           | 349          | 431          | 489         | 527           | 609          |
| D&A (MSSF 16)                 | 0            | 603          | 677         | 733           | 814          |
| Kapitał obrotowy              | 125          | -25          | -218        | -41           | -43          |
| <b>Przepływy inw.</b>         | <b>-704</b>  | <b>-910</b>  | <b>-930</b> | <b>-1 226</b> | <b>-714</b>  |
| <b>Przepływy fin.</b>         | <b>21</b>    | <b>-560</b>  | <b>-618</b> | <b>-401</b>   | <b>-857</b>  |
| 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            |
| <b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b> | <b>8 600</b> |

### Wycena

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

## VRG

## akumuluj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Spółka zaraportowała wyniki za 2Q'20, które były zgodne ze wstępnymi szacunkami (te były powyżej oczekiwań rynkowych). Głównym powodem zaskoczenia były niższe niż oczekiwane koszty SG&A, na które pozytywny wpływ miało otrzymanie dotacji oraz brak płatności czynszów w okresie lockdown. Na koniec 2Q'20 dług netto wyniósł 79 mln PLN vs. 150 mln PLN w analogicznym okresie poprzedniego roku, a wskaźnik DN/EBITDA wyniósł 1,1x na koniec 2Q'20. Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej wyniosły 64,4 mln PLN w 2Q'20 (oczyszczone o wpływ MSSF 16) vs. 27,5 mln PLN w 2Q'19, a poprawa wyniku przede wszystkim z optymalizacji kapitału obrotowego (zmniejszenie poziomu zapasów i wydłużenie płatności zobowiązań). Zgodnie z informacjami podanymi podczas wideokonferencji, sprzedaż w okresie 1-23 sierpnia spadła o 3% r/r (dodatnia dynamika r/r w segmencie jubilerskim i ujemna dynamika r/r w segmencie odzieżowym). Świadczy to o utrzymaniu podobnych tendencji co w lipcu. Zarząd spółki podtrzymał cele na 2020 rok zakładające 25% udziału online w sprzedaży w 2020 roku, spadek sprzedaży o nie więcej niż 20% r/r, utrzymanie kosztów SG&A pod kontrolą oraz wypracowanie dodatniej EBITDA MSR17 w 2020 roku. Ograniczenie spadku sprzedaży r/r oraz utrzymanie dyscypliny kosztowej powinno wspierać odbudowę wyniku spółki w kolejnych kwartałach.

Cena bieżąca

2,33 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

2,43 PLN

+4,5%

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

| Podstawowe dane    |              |                   | VRG PW      | vs. WIG  |
|--------------------|--------------|-------------------|-------------|----------|
| Ticker             | VRG PW       | Zmiana 1M         | +2,4%       | +1,5%    |
| ISIN               | PLVSTLA00011 | Zmiana YTD        | -42,5%      | -30,5%   |
| Liczba akcji (mln) | 234,5        | Średni obrót 1M   | 0,5 mln PLN |          |
| MC (mln PLN)       | 545,1        | Średni obrót 6M   | 0,9 mln PLN |          |
| EV (mln PLN)       | 613,2        | EV/EBITDA 12M fwd | 6,3         | -25,3%   |
| Free float         | 40,1%        | EV/EBITDA 5Y avg  | 8,4         | 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               | 10,2  | 8,3   | -     | 50,1  | 11,8  |
| P/BV              | 0,7   | 0,6   | 0,7   | 0,7   | 0,6   |
| EV/EBITDA skor.   | 6,8   | 5,5   | 103,3 | 11,3  | 6,7   |
| DPS               | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  |
| DYield            | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| Zmiana prognoz    |       | 2020P | 2021P | 2022P |       |
| EBITDA            |       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |       |
| Zysk netto        |       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |       |
| Sprzedaż det/mkw. |       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |       |
| SG&A/mkw.         |       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |       |
| Powierzchnia      |       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |       |

## Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

| (mln PLN)                 | 2018       | 2019        | 2020P      | 2021P       | 2022P       |
|---------------------------|------------|-------------|------------|-------------|-------------|
| Segment odzieżowy (S)     | 483        | 692         | 525        | 656         | 761         |
| Segment odzieżowy (EBIT)  | 33         | 43          | -22        | 2           | 28          |
| Segment jubilerski (S)    | 323        | 376         | 298        | 376         | 394         |
| Segment jubilerski (EBIT) | 39,4       | 44,5        | 5,9        | 28,5        | 37,6        |
| MBNS                      | 51,2%      | 52,1%       | 47,9%      | 48,8%       | 49,0%       |
| <b>Przepływy oper.</b>    | <b>54</b>  | <b>109</b>  | <b>98</b>  | <b>145</b>  | <b>90</b>   |
| D&A                       | 17         | 24          | 22         | 21          | 22          |
| Dodatkowy D&A (MSSF 16)   |            | 87          | 85         | 86          | 90          |
| Kapitał obrotowy          | -21        | -75         | 33         | 30          | -64         |
| <b>Przepływy inw.</b>     | <b>-19</b> | <b>-17</b>  | <b>-16</b> | <b>-21</b>  | <b>-23</b>  |
| <b>Przepływy fin.</b>     | <b>-18</b> | <b>-100</b> | <b>10</b>  | <b>-128</b> | <b>-117</b> |
| Kredyty/pozyczki          | 8          | -5          | 95         | -42         | -28         |
| FCF                       | 37         | -6          | 23         | 54          | -11         |
| FCF/EBITDA                | 41%        | -6%         | 380%       | 106%        | -12%        |
| CFO/EBITDA                | 60%        | 19%         | 230%       | 116%        | 1%          |

## Model DCF (bez MSSF 16)

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

## Wskaźniki (bez MSSF 16)

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

## Analiza porównawcza

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

## Podsumowanie DCF

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

## Wycena

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

## Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

**EV** – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)  
**EBIT** – zysk operacyjny  
**EBITDA** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją  
**BOOK VALUE** – wartość księgowa  
**WNDB** – wynik na działalności bankowej  
**P/CE** – cena do zysku wraz z amortyzacją  
**MC/S** – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży  
**EBIT/EV** – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej  
**P/E** – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję  
**ROE** – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych  
**P/BV** – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję  
**Dług netto** – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalenty  
**Marża EBITDA** – EBITDA / przychody ze sprzedaży

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

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

**KUPUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%  
**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%  
**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%  
**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%  
**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, Sygnity, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), które przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: [https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/program\\_wsparcia\\_pokrycia\\_analitycznego\\_gpw](https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw)

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

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

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

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

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

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

Sporządzanie nowych rekomendacji zakończyło się 2 września 2020 o godzinie 8:35.  
Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 2 września 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, BOŚ, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Erbud, Ergis, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Globalworth Poland, GPW, Groclin, Helio SA, i2 Development, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kruk, LW Bogdanka, MCI Capital, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NVAI Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pfeiderer Group, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primetech, Prochem, Projproem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawiplug, 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: BOŚ, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Ergis, Globalworth Poland, Helio SA, MCI Capital, Mostostal Warszawa, NVAI Dom Maklerski, Pfeiderer Group, Primetech.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Biura maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: [http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/analiza\\_fundamentalna/rekomendacje?recent\\_filter\\_active=true&lang=pl](http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl)

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

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

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

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

## Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

**Zdyskontowanych dywidend (DDM)** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

**Zysków ekonomicznych** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

**Zdyskontowanych aktywów netto (NAV)** – wyliczona w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.



## Grupy porównawcze wykorzystywane w wycenie poszczególnych spółek

|                         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|-------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>11 bit studios</b>   | Activision, Blizzard, CAPCOM, Electronic Arts, Paradox Interactive, Take Two Interactive, Ubisoft Entertainment                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| <b>Agora</b>            | Axel Springer, Cinemark Holdings, Cineworld, Daily Mail&General, IMAX Corp, JC Decaux, Lagardere, Sanoma, Schibsted, Stroeer Media                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>AmRest</b>           | Alsea, Autogrill, Chipotle Mexican, Collins Foods, Jack In The Box, McDonalds, Mitchells & Butlers, Starbucks, Texas Roadhouse, Wendy's, Yum! Brands                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| <b>Asseco Poland</b>    | Atos, CAP Gemini, Comarch, Computacenter, Fiserv, Indra Sistemas, Oracle, Sage Group, SAP, Software AG                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| <b>CCC</b>              | Adidas, Asos, Boohoo.com, Caleries, Crocs, Foot Locker, Geox, Nike, Steven Madden, Tod's, Zalando                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| <b>CD Projekt</b>       | Activision, Blizzard, CAPCOM, Electronic Arts, Take Two Interactive, Ubisoft Entertainment                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <b>CEZ</b>              | EDF, EDP, Endesa, Enea, Enel, Energa, EON, Innogy, PGE, RWE, Tauron                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <b>Ciech</b>            | 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                                                                                                                                                                                                |
| <b>Cognor</b>           | 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                                                                                  |
| <b>Comarch</b>          | Asseco Poland, Atos, CAP Gemini, Computacenter, Fiserv INC, Indra Sistemas, Oracle Corp, Sage Group, SAP, Software AG, Tieto                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| <b>Cyfrowy Polsat</b>   | 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 Hizmetleri, Vodafone Group                                                                                                                                            |
| <b>Dino</b>             | Carrefour, Eurocash, Jeronimo Martins, Magnit, Metro, O'Key Group, Tesco, X5                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| <b>Eurocash</b>         | Carrefour, Dino, Jeronimo Martins, Magnit, Metro, O'Key Group, Tesco, X5                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <b>Famur</b>            | Caterpillar, Epiroc, Komatsu, Sandvik, Weir Group, Metso, Flsmidth                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>Grupa Azoty</b>      | Acron, Agrium, CF Industries, Israel Chemicals, K+S, Mosaic, Phosagro, Potash, Yara                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <b>Jeronimo Martins</b> | BIM, Carrefour, Dino, Eurocash, Magnit, Metro, O'Key, Group, Tesco, X5                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| <b>JSW</b>              | 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                                                      |
| <b>Kernel</b>           | ADM, Andersnons, Astarta, Avangard, Bunge, China Agri Industries, Felda Global, Golden Agri Resources, GrainCorp, IMC, MHP, Milkiland, Nisshin Oillio Group, Ovostar, Wilmar                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| <b>Kęty</b>             | 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                                                                                                                                                                                                                                                           |
| <b>KGHM</b>             | 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                                                                                                                                                                                                              |
| <b>Kruk</b>             | Arrow Global, Collection House, Credit Corp, Encore Capital, Intrum, PRA Group                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>Lotos, MOL</b>       | 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                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <b>LPP</b>              | CCC, H&M, Hugo Boss, Inditex, Marks & Spencer, Next, Tom Tailor                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| <b>Netia</b>            | 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 Hizmetleri, Vodafone Group                                                                                                                                                                 |
| <b>Orange Polska</b>    | 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 Hizmetleri, Vodafone Group                                                                                                                                                                         |
| <b>PGNiG</b>            | 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                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| <b>PKN Orlen</b>        | 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                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>PKP Cargo</b>        | 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 |
| <b>Play</b>             | 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 Hizmetleri, Vimpel, Vodafone Group                                                                                                                                                 |
| <b>PlayWay</b>          | Activision, Blizzard, CAPCOM, Electronic Arts, Hasbro, Konami, SEGA Sammy, Take Two Interactive, Ubisoft Entertainment, Gungho Online, Squasre Enix, Playtech, 11 bit studios                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>Skarbiec Holding</b> | 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                                                                                                                                                                             |
| <b>Stalprodukt</b>      | Baoshan Iron and Steel, Befesa, Boliden, Cleveland Cliffs, Gem, Hinustan Zinc, Kloeckner, Korea Zinc, Material Technologies, Novolipetsk Steel, Nyrstar, Posco, Salgitter, SSAB, Tata Steel, ThyssenKrupp, Umicore, United States Steel, Vallourec, VoestAlpine, Yechiu Metal Recycling                                                                                                                                                                   |
| <b>Sygnity</b>          | AiLeron, Asseco Business Solutions, Asseco Poland, Asseco South Eastern Europe, Atende, Comarch                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| <b>Ten Square Games</b> | Nexon, NetEase, IGG, Gree, NHN, Naver, Koei, Wuhu, Tencent, Zynga                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| <b>Wirtualna Polska</b> | eBay, Facebook, Google, Mail.ru, Sina, Yahoo Japan, Yandex                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <b>VRG</b>              | 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    | trzymaj    | kupuj      | kupuj      |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2020-09-02 | 2020-06-03 | 2020-05-05 | 2020-02-05 | 2019-12-05 | 2019-11-06 |
| cena docelowa (PLN)      | 493,00     | 476,00     | 422,00     | 439,00     | 454,00     | 483,00     |
| kurs z dnia rekomendacji | 482,00     | 475,00     | 408,50     | 440,00     | 360,50     | 332,00     |

**AC**

| rekomendacja             | równoważ   | równoważ   | równoważ   | równoważ   | równoważ   |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2020-06-29 | 2020-05-21 | 2020-04-01 | 2019-12-05 | 2019-10-30 |
| cena docelowa (PLN)      | -          | -          | -          | -          | -          |
| kurs z dnia rekomendacji | 38,50      | 36,50      | 39,00      | 43,20      | 41,00      |

**Agora**

| rekomendacja             | trzymaj    | akumuluj   | kupuj      |
|--------------------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2020-06-03 | 2020-04-15 | 2019-10-30 |
| cena docelowa (PLN)      | 8,60       | 8,60       | 17,00      |
| kurs z dnia rekomendacji | 8,36       | 7,74       | 9,50       |

**Aiileron**

| rekomendacja             | równoważ   | równoważ   | równoważ   |
|--------------------------|------------|------------|------------|
| 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   |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 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 |
| cena docelowa (PLN)      | -          | -          | -          | -          | -          | -          | -          | -          |
| kurs z dnia rekomendacji | 38,00      | 40,10      | 37,00      | 34,60      | 43,50      | 42,80      | 39,30      | 35,40      |

**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   | równoważ   | przeważaj  | równoważ   |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2020-09-02 | 2020-05-05 | 2020-04-23 | 2020-01-30 | 2019-12-05 |
| cena docelowa (PLN)      | -          | -          | -          | -          | -          |
| kurs z dnia rekomendacji | 36,00      | 35,80      | 35,80      | 32,60      | 27,60      |

**Asseco Poland**

| rekomendacja             | kupuj      | akumuluj   | trzymaj    | trzymaj    | trzymaj    |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2020-09-02 | 2020-08-04 | 2020-06-03 | 2020-05-05 | 2019-12-05 |
| cena docelowa (PLN)      | 80,70      | 68,39      | 68,39      | 63,90      | 59,20      |
| kurs z dnia rekomendacji | 70,20      | 66,50      | 72,60      | 64,70      | 57,35      |

**Asseco SEE**

| rekomendacja             | przeważaj  | przeważaj  | przeważaj  | przeważaj  | przeważaj  |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2020-08-07 | 2020-05-05 | 2020-02-28 | 2019-12-05 | 2019-10-10 |
| cena docelowa (PLN)      | -          | -          | -          | -          | -          |
| kurs z dnia rekomendacji | 43,70      | 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    | trzymaj    | akumuluj   | akumuluj   | akumuluj   |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2020-09-02 | 2020-06-03 | 2020-05-05 | 2020-02-05 | 2019-12-05 | 2019-11-06 | 2019-09-05 |
| cena docelowa (PLN)      | 429,10     | 388,10     | 342,50     | 284,20     | 281,30     | 276,40     | 272,50     |
| kurs z dnia rekomendacji | 440,70     | 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    | trzymaj    | redukuj    |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2020-09-02 | 2020-04-01 | 2020-03-04 | 2019-11-14 |
| cena docelowa (PLN)      | 26,30      | 24,10      | 26,10      | 26,10      |
| kurs z dnia rekomendacji | 26,92      | 23,82      | 26,24      | 28,86      |

**Dino**

| rekomendacja             | sprzedaż   | redukuj    | redukuj    | trzymaj    | redukuj    | akumuluj   |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2020-07-02 | 2020-06-03 | 2020-05-05 | 2020-03-04 | 2020-02-05 | 2019-11-25 |
| cena docelowa (PLN)      | 155,60     | 155,60     | 151,60     | 152,30     | 149,70     | 148,60     |
| kurs z dnia rekomendacji | 199,10     | 185,70     | 173,70     | 155,00     | 164,70     | 134,00     |

**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   |
|--------------------------|------------|------------|
| data wydania             | 2019-12-05 | 2019-10-30 |
| cena docelowa (PLN)      | -          | -          |
| kurs z dnia rekomendacji | 3,84       | 3,20       |

**Erste Group**

| rekomendacja             | kupuj      | kupuj      | akumuluj   |
|--------------------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2020-08-10 | 2020-03-04 | 2019-12-05 |
| cena docelowa (EUR)      | 26,00      | 36,61      | 36,61      |
| kurs z dnia rekomendacji | 19,85      | 29,44      | 32,20      |

**Eurocash**

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

**Famur**

| rekomendacja             | kupuj      | trzymaj    | kupuj      | kupuj      |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2020-08-04 | 2020-04-30 | 2020-03-04 | 2019-12-05 |
| cena docelowa (PLN)      | 2,86       | 2,20       | 4,58       | 5,18       |
| kurs z dnia rekomendacji | 1,70       | 2,08       | 2,73       | 2,98       |

**Forte**

| rekomendacja             | przeważa   | przeważa   | równoważ   | niedoważa  | niedoważa  | niedoważa  | równoważ   | równoważ   |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2020-08-28 | 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 | 28,85      | 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    | trzymaj    | kupuj      | kupuj      | kupuj      | trzymaj    | trzymaj    | trzymaj    | trzymaj    |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2020-09-02 | 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 |
| cena docelowa (PLN)      | 25,83      | 29,90      | 28,42      | 30,55      | 30,31      | 30,31      | 32,75      | 37,12      | 34,09      | 39,77      |
| kurs z dnia rekomendacji | 25,30      | 30,45      | 28,00      | 22,24      | 27,50      | 26,10      | 30,00      | 36,58      | 31,18      | 39,98      |

**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      |

**ING BSK**

| rekomendacja             | sprzedaj   | sprzedaj   | sprzedaj   | sprzedaj   | trzymaj    | trzymaj    | akumuluj   |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2020-06-03 | 2020-04-16 | 2020-03-30 | 2020-02-04 | 2019-12-05 | 2019-10-07 | 2019-09-05 |
| cena docelowa (PLN)      | 117,78     | 114,14     | 126,36     | 170,00     | 187,77     | 197,53     | 197,53     |
| kurs z dnia rekomendacji | 145,20     | 141,00     | 153,80     | 202,00     | 190,80     | 194,80     | 187,40     |

**Jeronimo 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    | trzymaj    | sprzedaj   | trzymaj    | trzymaj    | trzymaj    | kupuj      | kupuj      |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2020-09-02 | 2020-08-04 | 2020-03-27 | 2020-03-04 | 2020-02-05 | 2020-01-20 | 2019-12-05 | 2019-09-05 |
| cena docelowa (PLN)      | 15,82      | 16,41      | 9,78       | 15,34      | 18,41      | 23,32      | 28,04      | 39,29      |
| kurs z dnia rekomendacji | 15,18      | 17,40      | 12,85      | 15,15      | 19,78      | 22,68      | 18,80      | 26,50      |

**Kernel**

| rekomendacja             | trzymaj    | trzymaj    | trzymaj    | redukuj    |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2020-06-03 | 2020-02-05 | 2019-12-05 | 2019-10-07 |
| cena docelowa (PLN)      | 44,58      | 47,25      | 41,60      | 40,76      |
| kurs z dnia rekomendacji | 43,80      | 47,20      | 41,20      | 42,90      |

**Grupa Kęty**

| rekomendacja             | trzymaj    | trzymaj    | trzymaj    | trzymaj    | trzymaj    | trzymaj    | trzymaj    | trzymaj    |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2020-09-02 | 2020-06-25 | 2020-04-07 | 2020-03-04 | 2019-12-05 | 2019-11-06 | 2019-10-07 | 2019-09-05 |
| cena docelowa (PLN)      | 465,74     | 453,70     | 335,96     | 360,29     | 335,44     | 333,45     | 298,64     | 327,11     |
| kurs z dnia rekomendacji | 482,50     | 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   |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 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 |
| cena docelowa (PLN)      | 124,67     | 62,94      | 46,83      | 46,83      | 76,92      | 86,33      | 85,54      | 96,13      | 96,14      | 90,12      |
| kurs z dnia rekomendacji | 129,45     | 88,10      | 74,00      | 54,64      | 77,82      | 96,44      | 88,66      | 96,70      | 91,64      | 79,92      |

**Komercni Banka**

| rekomendacja             | akumuluj   | kupuj      | kupuj      |
|--------------------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2020-09-02 | 2020-08-10 | 2019-12-05 |
| cena docelowa (CZK)      | 618,97     | 618,97     | 928,20     |
| kurs z dnia rekomendacji | 534,00     | 529,00     | 792,00     |

**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             | akumuluj   | trzymaj    | trzymaj    | redukuj    | trzymaj    | redukuj    | redukuj    |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2020-09-02 | 2020-07-02 | 2020-06-03 | 2020-04-07 | 2020-03-04 | 2020-02-05 | 2019-12-05 |
| cena docelowa (PLN)      | 47,09      | 55,87      | 60,39      | 59,22      | 67,19      | 68,47      | 77,80      |
| kurs z dnia rekomendacji | 39,22      | 60,14      | 60,52      | 65,10      | 61,06      | 76,78      | 85,20      |

**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    |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 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 |
| cena docelowa (PLN)      | 3,72       | 3,38       | 4,06       | 5,47       | 5,47       | 5,47       | 5,18       | 5,18       |
| kurs z dnia rekomendacji | 2,64       | 3,28       | 3,30       | 5,06       | 5,91       | 5,49       | 6,40       | 5,48       |

**MOL**

| rekomendacja             | kupuj      | kupuj      | akumuluj   | trzymaj    | trzymaj    | akumuluj   | akumuluj   | akumuluj   | akumuluj   | kupuj      |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2020-09-02 | 2020-08-04 | 2020-07-02 | 2020-06-03 | 2020-03-31 | 2020-03-04 | 2020-02-05 | 2019-11-27 | 2019-11-06 | 2019-10-07 |
| cena docelowa (HUF)      | 1 976,00   | 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   |
| kurs z dnia rekomendacji | 1 686,00   | 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   |

**Moneta Money Bank**

| rekomendacja             | kupuj      |
|--------------------------|------------|
| data wydania             | 2020-08-10 |
| cena docelowa (CZK)      | 79,68      |
| kurs z dnia rekomendacji | 54,20      |

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

**OTP Bank**

| rekomendacja             | akumuluj   | trzymaj    | trzymaj    | akumuluj   |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2020-09-02 | 2020-08-10 | 2019-12-05 | 2019-11-06 |
| cena docelowa (HUF)      | 11 039,00  | 11 039,00  | 14 681,00  | 14 681,00  |
| kurs z dnia rekomendacji | 9 950,00   | 10 430,00  | 14 870,00  | 13 860,00  |

**Pekao**

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

**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             | akumuluj   | kupuj      | kupuj      | kupuj      | kupuj      | trzymaj    | trzymaj    | trzymaj    | kupuj      | kupuj      |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2020-09-02 | 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 |
| cena docelowa (PLN)      | 5,94       | 5,94       | 5,23       | 4,91       | 4,44       | 3,24       | 3,88       | 4,06       | 5,64       | 6,33       |
| kurs z dnia rekomendacji | 5,15       | 5,10       | 4,63       | 4,31       | 3,48       | 3,14       | 3,20       | 3,86       | 5,07       | 4,49       |

**PKN Orlen**

| rekomendacja             | trzymaj    | trzymaj    | trzymaj    | trzymaj    | akumuluj   | trzymaj    | redukuj    | trzymaj    | redukuj    |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2020-09-02 | 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)      | 56,37      | 67,72      | 66,85      | 58,61      | 58,61      | 66,70      | 68,03      | 94,17      | 94,17      |
| kurs z dnia rekomendacji | 50,32      | 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   |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2020-06-03 | 2020-04-16 | 2020-03-30 | 2020-03-04 | 2020-02-05 | 2019-12-05 |
| cena docelowa (PLN)      | 22,58      | 24,85      | 26,90      | 39,69      | 39,69      | 39,50      |
| kurs z dnia rekomendacji | 22,06      | 22,14      | 22,75      | 33,10      | 36,00      | 34,99      |

**PKP Cargo**

| rekomendacja             | trzymaj    | redukuj    | trzymaj    | trzymaj    | redukuj    | redukuj    | redukuj    |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2020-09-02 | 2020-07-02 | 2020-05-05 | 2020-02-26 | 2020-02-05 | 2019-12-05 | 2019-11-26 |
| cena docelowa (PLN)      | 12,80      | 12,37      | 12,37      | 13,89      | 16,40      | 18,13      | 20,44      |
| kurs z dnia rekomendacji | 12,38      | 14,04      | 11,46      | 13,66      | 17,50      | 20,00      | 22,40      |

**Play**

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

**PlayWay**

| rekomendacja             | akumuluj   |
|--------------------------|------------|
| data wydania             | 2020-08-25 |
| cena docelowa (PLN)      | 549,00     |
| kurs z dnia rekomendacji | 484,00     |

**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             | kupuj      | akumuluj   | trzymaj    |
|--------------------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2020-08-10 | 2019-12-05 | 2019-11-06 |
| cena docelowa (EUR)      | 17,67      | 23,05      | 23,05      |
| kurs z dnia rekomendacji | 15,20      | 21,24      | 22,83      |

**Santander Bank Polska**

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

**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      |

**Stalprodukt**

| rekomendacja             | kupuj      |
|--------------------------|------------|
| data wydania             | 2020-08-07 |
| cena docelowa (PLN)      | 336,15     |
| kurs z dnia rekomendacji | 186,00     |

**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       |

**Sygnity**

| rekomendacja             | kupuj      |
|--------------------------|------------|
| data wydania             | 2020-09-01 |
| cena docelowa (PLN)      | 10,70      |
| kurs z dnia rekomendacji | 7,20       |

**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   | akumuluj   | kupuj      | akumuluj   | trzymaj    | kupuj      |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2020-09-02 | 2020-07-02 | 2020-06-03 | 2020-05-26 | 2020-05-05 | 2020-04-23 |
| cena docelowa (PLN)      | 623,00     | 592,00     | 592,00     | 592,00     | 462,00     | 462,00     |
| kurs z dnia rekomendacji | 548,00     | 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             | 2020-09-02 | 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 Kliszczyk  
 dyrektor  
 +48 22 438 24 02  
[kamil.kliscz@mbank.pl](mailto:kamil.kliscz@mbank.pl)  
 paliwa, energetyka

Jakub Szkopek  
 +48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
 przemysł, chemia, metale

Aleksandra Szklarczyk  
 +48 22 438 24 04  
[aleksandra.szklarczyk@mbank.pl](mailto:aleksandra.szklarczyk@mbank.pl)  
 budownictwo, deweloperzy

Michał Marczak  
 +48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
 strategia

Paweł Szpigel  
 +48 22 438 24 06  
[pawel.szpigel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigel@mbank.pl)  
 media, IT, telekomunikacja

Piotr Poniąkowski  
 +48 22 438 24 09  
[piotr.poniakowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniakowski@mbank.pl)  
 przemysł

Michał Konarski  
 +48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
 banki, finanse

Piotr Bogusz  
 +48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
 handel, gaming

Mikołaj Lemańczyk  
 +48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
 banki, finanse

## Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

### Maklerzy

Piotr Gawron  
 dyrektor  
 +48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

Adam Prokop  
 +48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mbank.pl](mailto:adam.prokop@mbank.pl)

Krzysztof Bodek  
 +48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

Magdalena Bernacik  
 +48 22 697 47 35  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

Tomasz Jakubiec  
 +48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

Andrzej Sychowski  
 +48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

### Sprzedaż rynki zagraniczne

Bartosz Orzechowski  
 +48 22 697 48 47  
[bartosz.orzechowski@mbank.pl](mailto:bartosz.orzechowski@mbank.pl)

Jędrzej Łukomski  
 +48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

## Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański  
 dyrektor  
 +48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

Jarosław Banasiak  
 wicedyrektor  
 +48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)