

piątek, 2 października 2020 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: październik 2020

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

Po wrześniowej korekcie głównych indeksów, podwyższany perspektywę inwestycyjną do neutralnej. Oczekiwane porozumienie ws. pakietu pomocowego w USA poprawi globalny sentyment. Na GPW ostatnia przecena skutkuje atrakcyjnymi wycenami, powrócą na rynek niealokowane środki z IPO Allegro. Głównym czynnikiem nadal COVID-19 i konflikt USA-Chiny.

Ze spółek

Finanse

Nie zmieniamy naszego neutralnego pozycjonowania dla sektora bankowego. W październiku głównym katalizatorem powinny być spływające prognozy wyników kwartalnych, które powinny w pełni pokazać wpływ obniżek stóp procentowych oraz zmniejszyć niepewność dotyczącą kosztów ryzyka w sektorze.

Chemia

Niepewność związana z alokacją darmowych certyfikatów CO₂ oraz rosnące ceny surowców (gaz, węgiel koksowy) negatywnie wpływają na sentyment do spółek chemicznych. Tym niemniej z uwagi na spadki kursów zamknęliśmy pozycjonowanie sektora do równoważ (wcześniej niedoważaj).

Surowce

Duża ilość pozycji spekulacyjnych na miedzi może sygnalizować nadchodzącą korektę cen (negatywnie dla KGHM). Rosnące ceny węgla koksowego sprzyjają JSW.

Paliwa

Makro w sektorze downstream nadal pozostaje bardzo słabe, ale widzimy szanse na odbicie, a ten scenariusz najlepiej rozgrywać przez Lotos. Niezmiennie naszym top-pickiem w sektorze jest PGNiG.

Energetyka

Po ostatniej przecenie WIG-Energia jest już „gotowy” na informacyjne turbulencje dotyczące transformacji i downside jest już ograniczony. W kontekście oczekiwanego wzrostu cen CO₂ preferujemy póki co akcje CEZ.

Telekomunikacja, Media, IT

Po wzroście ceny PLY w wyniku wezwania przez francuski Iliad, ciekawszą propozycją inwestycyjną jest naszym zdaniem OPL. Podtrzymujemy pozytywne podejście do sektora IT, potencjał do wzrostu mają naszym zdaniem zwłaszcza CMR oraz SGN. Obie spółki są notowane na dość niskich wskaźnikach. Pozytywne podejścia mamy również do ACP i ASE.

Gaming

Spółki z segmentu gier wideo odbiły pod koniec miesiąca. Ze spółek z sektora przeważalibyśmy CD Projekt (zbliżająca się premiera) oraz Ten Square Games (dalszy wzrost sprzedaży).

Przemysł

Wyniki 2Q'20 mimo spadku r/r wypadają wyrażnie (69%) powyżej oczekiwań w sektorze przemysłu. Pozostajemy pozytywni na AMC, AST, COG, FMF, KER, STP i TIM. Unikilibyśmy AML.

Handel

Biorąc pod uwagę kontynuację odbudowy sprzedaży i wyników r/r w kolejnych miesiącach w segmencie odzieżowym/obuwniczym przeważalibyśmy LPP i VRG. Z segmentu spółek handlu spożywczego preferowalibyśmy EUR, JMT (oczekiwana poprawa wyników r/r w 2H'20). Unikilibyśmy DNP.

Kluczowe rekomendacje

Pozytywne: ACP, AMC, ASE, AST, CDR, CEZ, COG, EUR, FMF, JMT, KER, LPP, LTS, MOL, OPL, PGN, SGN, STP, TEN, TIM, VRG

Negatywne: AML, DNP, GPW, KGH

Indeksy	Kurs bieżący	1M	YTD
WIG	49 035	-3,7%	-15%
ATX	2 090	-5,6%	-34%
BUX	33 658	-2,4%	-27%
PX	859	-4,4%	-21%

Indeksy sektorowe WIG		1M	YTD
WIG20	1 694	-4,4%	-21%
mWIG40	3 550	-2,5%	-8%
sWIG80	14 137	-2,7%	+20%
Banki	3 692	-2,2%	-45%
Budownictwo	2 990	+1,9%	+31%
Chemia	6 678	-7,5%	-20%
Energia	1 974	+9,3%	+1%
Gaming	32 173	-3,2%	+72%
Górnictwo	3 657	-12,1%	+18%
Informatyka	3 759	-3,1%	+33%
Media	4 836	-6,5%	-10%
Odzież	4 038	-3,6%	-29%
Paliwa	4 079	-7,9%	-37%
Spożywczy	2 999	+3,1%	-4%
Telekomunikacja	908	+7,9%	+4%

Top 5 / Worst 5		1M	YTD
Krynica Vitamin	28,10	+319,4%	+466%
JSW	25,00	+64,7%	+17%
Play	38,72	+29,2%	+16%
Libet	2,59	+23,9%	+383%
Pamapol	1,39	+20,9%	+32%
Trakcja	1,65	-17,5%	-1%
Prairie Mining	0,66	-17,7%	+2%
Stalprodukt	188,80	-17,9%	+4%
Idea Bank	1,46	-18,2%	-39%
Braster	0,60	-21,6%	+7%

Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
CD Projekt	akumuluj ▲	429,10 PLN ►
CEZ	kupuj ▲	514,80 CZK ►
Ciech	trzymaj ►	30,10 PLN ▼
ING BSK	trzymaj ▲	117,78 PLN ►
JSW	trzymaj ►	25,96 PLN ▲
KGHM	redukuj ▼	103,84 PLN ▼
Komercni Banka	kupuj ▲	618,97 CZK ►
Lotos	kupuj ▲	47,09 PLN ►
LPP	kupuj ▲	7900 PLN ►
Play	redukuj ▼	35,20 PLN ►
PlayWay	trzymaj ▼	549,00 PLN ►

Spis treści

1. Rynek akcji	3
2. Sektory	5
3. Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu	9
4. Zaskoczenia na wynikach spółek w poszczególnych kwartałach	10
5. Prognozy i rekomendacje Biura maklerskiego mBanku na tle konsensusu	13
6. Aktualne rekomendacje Biura maklerskiego mBanku	14
7. Statystyki rekomendacji	15
8. Kalendarium wydarzeń	16
9. Makroekonomia	17
10. Finanse	19
10.1. Alior Bank	19
10.2. Handlowy	20
10.3. ING BSK	21
10.4. Millennium	22
10.5. Pekao	23
10.6. PKO BP	24
10.7. Santander Bank Polska	25
10.8. 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. Kruk	32
10.15. Skarbiec Holding	33
10.16. GPW	34
11. Chemia	35
11.1. Ciech	35
11.2. Grupa Azoty	36
12. Surowce	37
12.1. JSW	37
12.2. KGHM	38
13. Paliwa	39
13.1. Lotos	39
13.2. MOL	40
13.3. PGNiG	41
13.4. PKN Orlen	42
14. Energetyka	43
14.1. CEZ	43
14.2. Enea	44
14.3. Energa	45
14.4. PGE	46
14.5. Tauron	47
15. Telekomunikacja	48
15.1. Cyfrowy Polsat	48
15.2. Netia	49
15.3. Orange Polska	50
15.4. Play	51
16. Media	52
16.1. Agora	52
16.2. Wirtualna Polska	53
17. IT	54
17.1. Asseco Poland	54
17.2. Comarch	55
17.3. Sygnty	56
18. Gaming	57
18.1. 11 bit studios	57
18.2. CD Projekt	58
18.3. PlayWay	59
18.4. Ten Square Games	60
19. Przemysł, surowce	61
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
20. Handel	67
20.1. Dino	67
20.2. Eurocash	68
20.3. Jeronimo Martins	69
20.4. LPP	70
20.5. VRG	71

Rynek akcji

Wrzesień przyniósł oczekiwaną korektę indeksów na rynkach bazowych. W naszej ocenie, jej główną przyczyną był brak zatwierdzenia przez Kongres czwartego pakietu pomocowego dla gospodarki amerykańskiej, co skutecznie pogarszało sentyment inwestorów nawet przy poprawiających się danych makro. Dalszy klincz w tej sprawie nie jest w interesie ani Demokratów (zwycięstwo Bidena jest prawie pewne), ani Republikanów (nie mają nic do stracenia). Uważamy, że porozumienie zostanie osiągnięte przed wyborami prezydenckimi i pozwoli rynkom odreagować spadki z września i początku października. Same wybory – jeżeli nie dojdzie do „problematicznych” deklaracji ze strony Trumpa w kampanii, a ostateczny wynik głosowania nie będzie remisowy (mała przewaga i ryzyko podważania wyborów) – powinny mieć neutralny wpływ na rynki. Informacja o chorobie Trumpa (COVID-19) nie powinna prowadzić do zmiany terminu wyborów, zwiększa szanse Bidena i umacnia pozycję Demokratów w sondażach. Naszym zdaniem, w krótkiej perspektywie głównym czynnikiem ryzyka pozostaje rozprzestrzenianie się COVID-19 (Europa, kolejna fala spodziewana w USA, jesienna skłonność ludności do zachorowań). Lockdown analogiczny do kwietnia-maja jest mało prawdopodobny, ale szereg ograniczeń negatywnie wpływających na gospodarkę i sentyment inwestorów już tak. Odreagowania spadków spodziewamy się również na GPW. Atrakcyjne wyceny banków i spółek TMT oraz powrót niezalokowanego kapitału z IPO Allegro powinny wesprzeć notowania na GPW. Biorąc to pod uwagę, ale i nadal aktualne czynniki ryzyka (oprócz COVID-19 także sytuacja geopolityczna), podwyższamy alokację do 50%.

COVID-19 – mimo kolejnej fali zachorowań coraz bardziej w tle dla rynków

Kolejna fala nowych zachorowań stała się faktem. W okresie powakacyjnym przyrost chorych widoczny jest szczególnie w Europie, gdzie w niektórych krajach osiągane są historycznie najwyższe dzienne przyrosty (Francja, Wielka Brytania, Hiszpania, Holandia, Czechy, Polska). Zgodnie z oczekiwaniami na razie nie powoduje to wprowadzania restrykcji analogicznych do okresu wiosennego, a rządy skupiają się na gaszeniu lokalnych ognisk zapalnych, poprzez ograniczenia w skali mikro. Takie podejście wynika m.in. z faktu, że na COVID-19 chorują osoby coraz młodsze, a więc odsetek ciężkich i śmiertelnych przypadków jest niższy niż kilka miesięcy temu. Naszym zdaniem, istnieje poziom (trudny do oszacowania w przypadku poszczególnych krajów) powyżej którego będzie „włączać się” presja na znaczące (wpływ na gospodarkę) zaostrzenie restrykcji i sentyment konsumentów (strach przed zarażeniem), czego przykładem mogą być Czechy czy Wielka Brytania. Jedną z poważnych konsekwencji jest ponowne zamknięcie szkół.

Dane dotyczące wskaźnika Ro (*transmission rate*, liczba zarażeń z pojedynczego przypadku) wskazują, że w USA również rozpoczyna się kolejna fala wzrostu zachorowań. Po spadku dziennej liczby nowych przypadków do ok 45 tys. (z ok. 75 tys. w lipcu), od sierpnia wskaźnik Ro nadal rośnie i dla obszaru obejmującego 51% amerykańskiej populacji wynosi ponad 1,0 (w sierpniu poniżej 5% populacji). Oznacza to, że w kolejnych tygodniach dzienne dane będą wskazywały na kolejny boom epidemii. Dotyczy to m.in. stanów, w których wirus wydawał się opanowany, a władze znosiły kolejne obostrzenia (np. Nowy Jork). Według najnowszego raportu CDC, analitycy szacują że dotychczas niespełna 10% Amerykanów wykształciło przeciwciała na COVID-19, co

oznacza nadal duży potencjał rozwoju choroby jeżeli na rynek nie trafi szybko skuteczna szczepionka.

Wybory w USA

Do wyborów prezydenckich w USA pozostał miesiąc (3 listopada). Naszym zdaniem ostatnie tygodnie będą miały znaczący wpływ na zachowanie indeksów giełdowych (wysoka zmienność) z kilku powodów: konsekwencje zarażenia się przez Trumpa (-), presja administracji Trumpa na wprowadzenie szczepionki przed wyborami (+), słabe sondaże Trumpa mogą wywołać próbę ratowania wyniku za wszelką cenę (+/-), Biden kojarzony z wyższymi podatkami (-), klincz ws. wprowadzenia pakietu pomocowego (-), mała różnica głosów w wyniku wyborów (-).

Obecnie sondaże wyborcze wskazują na dosyć wyraźną przewagę Bidena (50%) nad Trumpem (43%). Przewaga jest na tyle duża, że na tą chwilę trudno oczekiwać na inny wynik w listopadzie. Pierwsza debata publiczna obu kandydatów została oceniona na „remis ze wskazaniem na Bidena” (Trump nie wykorzystał szansy na zmianę sondaży). Raczej mało prawdopodobna jest też powtórka z poprzednich wyborów, kiedy sondaże dawały przewagę Clinton. Ta ostatecznie zebrała o 3 mln głosów więcej niż Trump, jednak ten ostatni ze względu na system wyborczy zgromadził więcej głosów elektorskich wygrywając w kluczowych stanach (innych niż głosujących tradycyjnie na określoną frakcję). Obecnie rozkład głosów w tych stanach (na podstawie sondaży) daje zwycięstwo Bidenowi (tabela poniżej).

Sondaże wyborcze w wybranych stanach, które mogą rozstrzygnąć wynik wyborów (30 września)

Stan	Biden	Trump	Kto wygrał w 2016?
New Hampshire	51,3%	42,8%	Clinton (+0,4%)
Virginia	51,3%	40,3%	Clinton (+5,4%)
Minnesota	50,4%	41,0%	Clinton (+1,5%)
Wisconsin	49,8%	44,3%	Trump (+0,8%)
Pensylwania	49,6%	43,9%	Trump (+0,7%)
Michigan	49,2%	44,0%	Trump (+0,2%)
Nevada	49,0%	43,7%	Clinton (+2,4%)
Ohio	49,0%	45,7%	Trump (+8,2%)
Arizona	48,0%	45,2%	Trump (+3,6%)
Floryda	47,8%	46,7%	Trump (+1,2%)
Karolina Północna	47,1%	46,6%	Trump (+3,7%)
Iowa	46,0%	46,0%	Trump (+9,5%)
Georgia	45,8%	47,0%	Trump (+5,2%)
Texas	45,2%	48,4%	Trump (+9,1%)

Źródło: RealClearPolitics, Associated Press

Dodatkowo, jak już pisaliśmy powyżej, oczekiwany jest wzrost liczby zachorowań na COVID-19, a wraz z nim liczby przypadków śmiertelnych w USA, co nie wspiera popularności Trumpa. Informacja o tym, że Trump zaraził się COVID-19 jeszcze bardziej podważa autorytet Prezydenta i może być przysłowiowym „gwoździem do trumny jego prezydentury”.

Kto byłby lepszy dla Wall Street i korporacji? W powszechnej opinii – Trump, ponieważ Biden proponuje wyższe podatki (wzrost z 21% do 28%, zaś Trump obniżył podatek z 35%), zapowiada wprowadzenie obostrzeń dla branż zanieczyszczających środowisko (paliwa, górnictwo) i jest postrzegany jako osoba *anti-billionaire* (wyższe podatki dla najbogatszych). Do zasług Trumpa należy też zaliczyć deregulację wielu gałęzi gospodarki. Naszym zdaniem, ostateczny wybór nie ma aż tak dużego znaczenia. Biden to również dobry scenariusz dla kilku ważnych gałęzi amerykańskiej gospodarki (ochrona środowiska, technologia). Można również oczekiwać, że z Bidenem USA będą prowadziły nadal politykę antychińską, jednak w sposób

bardziej wyważony (mniej konfliktowy, budowa sojuszy – szansa dla Europy), co będzie pozytywne dla ogólnego klimatu w biznesie. W poprzednich wyborach Clinton oceniana była jako pozytywny scenariusz dla giełd, a Trump oznaczał katastrofę. Rzeczywistość okazała się inna, bo na końcu i tak najwięcej zależy od FED.

W kontekście amerykańskich wyborów najgorszym wynikiem dla rynków jest wygrana Bidena z małą przewagą, co rodzi obawy, że Trump może podważać wiarygodność wyborów (co sygnalizował w swoich wystąpieniach). Awantura medialna, jaka towarzyszyłaby takiemu scenariuszowi, naszym zdaniem oznaczałaby *risk-off* na giełdach. Mało prawdopodobne, ale możliwe jest to, że w związku z chorobą Trump będzie dążył do opóźnienia wyborów lub podważenia ich wyników. Takie głosy prezydenta pojawiały się już wcześniej, jednak zarówno demokraci jak republikanie nie dopuszczają takiego scenariusza.

Silne momentum w USA, Europa odczuwa skutki COVID-19, ale też ożywienie w Azji

Gospodarka amerykańska oraz kraje azjatyckie, ze szczególnym uwzględnieniem Chin, odnotowują dalszą poprawę danych makro. Chiny ogłosiły, że remedium na światowe spowolnienie jest szybsze budowanie rynku wewnętrznego, co znajduje odzwierciedlenie na rynkach m.in. w rosnących cenach surowców przemysłowych. Jak na razie Amerykanie nie odczuwają skutków wygasającego wsparcia dla gospodarstw domowych. Wprawdzie dane o sprzedaży detalicznej za sierpień były nieco słabsze niż oczekiwania (0,6 vs. 1,0% m/m, głównie za sprawą słabości restauracji, niskiej sprzedaży odzieży i paliw), to jednak trend rosnący jest utrzymany, a ostatni odczyt sentymentu konsumentów Conference Board mocno zaskoczył pozytywnie (zwracaliśmy uwagę w ostatnim raporcie na dotychczas rozczarowujące odczyty i potencjalnie czynnik ryzyka na kolejne miesiące). Nadal bardzo silnym komponentem gospodarki jest rynek nieruchomości, systematycznie – chociaż poniżej oczekiwań – odbudowuje się rynek pracy. Tu warto zwrócić uwagę na prawdziwy „wysyp” informacji z dużych korporacji (m.in.: Boeing, Disney, American Airlines, United Airlines, JPM, GS), które w ostatnich dniach zapowiedziały wielotysięczne redukcje zatrudnienia. Pozytywne momentum potwierdzają również wskaźniki wyprzedzające, zarówno dla przemysłu, jak i usług. PMI Composite utrzymuje się na poziomie 54,4 pkt. Firmy zgłaszają rosnący poziom nowych zamówień, większe zaległości w produkcji, zapotrzebowanie na pracowników i rosnące ceny. To obraz gospodarki na początek 4Q. Naszym zdaniem, w kolejnych tygodniach czynnikiem ryzyka nadal pozostaje brak zgody Kongresu na przyjęcie czwartego pakietu pomocowego dla gospodarki.

W Europie przemysł jest beneficjentem rosnących zamówień eksportowych, jednak usługi odczuwają negatywne skutki kolejnej fali COVID-19. Dobrze widać to na PMI, gdzie wskaźnik usługowy obniżył się do 47,6 z 50,5, a przemysłowy wzrósł do 53,7 z 51,7. Tendencja ta zapewne będzie pogłębiać się w kolejnych tygodniach (ankiety były zbierane w połowie września), co ma związek z nadal rosnącą falą zachorowań i wprowadzeniem kolejnych ograniczeń, uderzających przede wszystkim w usługi (w tym w poziom zatrudnienia). W efekcie dane o dynamice sprzedaży detalicznej będą w najlepszym scenariuszu płaskie (bardziej prawdopodobny jest niewielki spadek). Z usługami kontrastuje przemysł, gdzie PMI dla Strefy wzrósł do najwyższego poziomu od dwóch lat. Rosnące zamówienia w przemyśle, szczególnie eksportowe, wskazują na utrzymujący się trend nadrabiania zaległości produkcyjnych sprzed kilku miesięcy i na razie nic nie wskazuje, żeby tendencja ta miała się odwrócić.

GPW – czas na odreagowanie

Słabe zachowanie spółek finansowych w całej Europie (istotny komponent WIG/WIG20), korekta na rynkach bazowych oraz podaż akcji związana ze zbieraniem środków na ofertę Allegro (zwracaliśmy uwagę na ten czynnik ryzyka w poprzednim raporcie) to naszym zdaniem główne przyczyny dalszej relatywnej słabości GPW we wrześniu. W kolejnych tygodniach zakładamy ustabilizowanie się sytuacji na rynkach bazowych (trend boczny). Biorąc pod uwagę naszym zdaniem atrakcyjne wyceny w sektorze bankowym i TMT, lepszy sentyment w energetyce, odbudowę momentum wynikowego w spółkach przemysłowych oraz fakt powrotu kapitału na rynek po przydziale akcji w IPO Allegro, uważamy że październik powinien przynieść wzrost WIG.

Michał Marczak

tel. +48 22 438 24 01

michal.marczak@mbank.pl

Sektory

Finanse

- Wrzesień nie przyniósł odpowiedzi na pytania dotyczące planów wobec aktywów bankowych Grupy PZU. Zgodnie z zapowiedziami zarządu, kwestia ta ma zostać zaadresowana i przedstawiona rynkowi bliżej końca roku w ramach nowej strategii Grupy. Tymczasem na wokandę wróciły problemy kapitałowe Idea Banku, który wszedł w otwartą polemikę z BFG. W połowie października Idea ma przedstawić nowy plan naprawczy, a 20 października akcjonariusze mają zdecydować o emisji akcji (do 100 mln PLN). Te dwa ściśle związane ze sobą wydarzenia będą kształtować najbliższą przyszłość Idea Banku. Jednak w naszym bazowym scenariuszu cały czas zakładamy, że konieczna może być przymusowa restrukturyzacja banku, co wywarłoby negatywny wpływ na wyniki sektora poprzez kanał wyższych składek na BFG. Więcej o scenariuszu resolution w Idea Banku piszemy w naszym komentarzu z 2020-09-23.
- W Europie sektor finansowy dosyć mocno obrywał po fali negatywnych informacji. Na poziomie makro obawy dotyczą wzbierającej fali zachorowań na COVID-19, która przybliży widmo kolejnego, częściowego lub pełnego lockdownu. Na poziomie sektora negatywne informacje dotyczyły prania pieniędzy przez różne europejskie banki, co teoretycznie mogłoby uruchomić potężne kary ze strony regulatorów lokalnych oraz regulatora amerykańskiego. Nieco rykoszetem dostał tutaj polski ING. Oprócz tego nie pomagały kolejne pytania i zawirowania związane z Brexitem. W efekcie we wrześniu indeks Euro Stoxx Banks stracił około 12%, dodajmy że po nienajlepszym sierpniu. Aby zmniejszyć obawy dotyczące sytuacji makro w Strefie Euro, prezes ECB Christine Lagarde zapowiedziała, że ECB jest gotowy, jeśli zajdzie taka potrzeba, do zwiększenia skali stymulusu monetarnego, aby podtrzymać odbicie gospodarcze. W październiku będziemy obserwować wyniki sektora bankowego zza oceanu oraz czekać na zapowiedzi wyników kwartalnych w Polsce. Oczekujemy pełnego efektu cięcia stóp procentowych oraz kolejnych, pewnie niepełnych, odpowiedzi na pytania dotyczące jakości portfela kredytowego i kosztów ryzyka.
- **Kluczowe rekomendacje:** Pekao (kupuj), Erste (kupuj), GPW (sprzedaj)

Chemia

- Zgodnie z oczekiwaniami, wyniki skorygowane o zdarzenia jednorazowe w 2Q'20 były niższe r/r zarówno w Ciech, jak i Grupie Azoty. Zarząd Ciech zasygnalizował „długie U-kształtne” wyjście z kryzysu w segmencie sodowym oraz po raz pierwszy przyznał o możliwych obniżkach cen sody na 2021 rok. Zarząd Grupy Azoty poinformował o konieczności podwyżek cen nawozów w 2H'20 z uwagi na rosnące ceny gazu ziemnego.
- Sentyment do spółek chemicznych jest słaby ze względu na niepewność odnośnie alokacji darmowych certyfikatów CO2 po 2020 r. Dodatkowo Grupa Azoty po 2020 r. nie będzie mogła korzystać z mechanizmów wsparcia dla producentów energochłonnych. Naszym zdaniem większość negatywnych czynników została już zdyskontowana, dlatego w dniu 30.09 w publikacji „Spółki przemysłowe” zamknęliśmy nasze niedoważenie dla polskich spółek z sektora chemicznego (wcześniej niedoważaj).

Surowce

- Ceny surowców korzystają z bardzo dobrego momentum gospodarczego w Azji, a w szczególności w Chinach. Z drugiej strony po dużych spadkach w ostatnich miesiącach odbijają monitorowane zapasy metali na giełdach. Dodatkowo inwestorzy spekulacyjni są wyraźnie przeważeni w surowcach (na co wskazują duże ilości otwartych pozycji spekulacyjnych netto). Naszym zdaniem w średnim terminie surowce (w szczególności miedź) mogą być przedmiotem większej wyprzedży, dlatego jesteśmy ostrożni wobec perspektyw KGHM na październik.
- Perspektywa wynalezienia szczepionki na COVID-19 sprawia, że metale szlachetne przestają być traktowane przez inwestorów jako bezpieczna przystań. Dodatkowo niepewność odnośnie kolejnych programów stymulujących gospodarkę zmniejsza oczekiwania inflacyjne, co również zniechęca inwestorów do kupowania metali szlachetnych. W niniejszej miesięcznicy zamykamy nasz pomysł na kupowanie producentów złota (ANG SJ, GFI SJ, FRES LN, POLY LN, PLZL RX).
- Zamorski rynek węgla metalurgicznego lekko ożywił się w końcówce sierpnia, na co wskazuje większa ilość zawieranych transakcji. Większe zainteresowanie ze względu na niższe ceny ma miejsce ze strony klientów z Chin i Indii. Ceny węgla koksowego wzrosły do prawie 140 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 wyraźne 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 American, BHP czy Rio Tinto.
- **Kluczowe rekomendacje:** KGHM (redukuj)

Paliwa

- We wrześniu ceny ropy zgodnie z naszymi oczekiwaniami były pod presją, ale spadki przyspieszyły dopiero w ostatnich dniach i wydaje się, że ten trend może być kontynuowany. Argumenty za takim scenariuszem pozostają niezmiennie: perspektywa znoszenia restrykcji produkcyjnych OPEC+, zatrzymanie spadków wydobycia, brak pozytywnych zaskoczeń po stronie popytowej oraz wysoki poziom zapasów produktów (ryzyko obniżania przerobu w rafineriach).
- Normalizacja cen surowca powinna wesprzeć rentowność przerobu, aczkolwiek póki co marże rafinerijne pozostają na bardzo niskich poziomach (0+), szczególnie jeśli chodzi o diesla. Ostatnie tygodnie przyniosły jednak kilka pozytywnych informacji dotyczących odwrócenia trendów na zapasach. Wzmianki o pierwszych wyłączeniach rafinerii w Europie i Azji również powinny być pozytywnym katalizatorem, szczególnie że mówimy o 5 zakładach z potencjałem przerobu 0,6 mb/d. Podtrzymujemy również nasze założenie odbudowy dyferencjału Ural/Brent (zwiększenie dostępności ciężkiej ropy), choć ostatnie tygodnie nie przyniosły przełomu w tym zakresie.
- Na rynku gazu w ostatnich tygodniach kontynuujemy dynamiczne odbicie cen, co oczywiście częściowo jest pochodną sezonowości (kontrakt miesięczny już >12 EUR/MWh vs 4 EUR notowane w lecie). 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 przyszluszczną prognozą na poziomie ~12 EUR/MWh. W sezonie grzewczym można oczekiwać konwergencji cen europejskich do parytetu importowego LNG (luka rządu 40%).

- Na polskim rynku we wrześniu ruch samochodowy zarówno osobowy jak i ciężarowy był o 4-5% wyższy od referencyjnego poziomu z roku 2019, co po wakacyjnych odczytach -1%/+6% oznacza, że dla segmentu detalicznego 3Q powinien być całkiem udany, szczególnie że marże paliwowe w drugiej połowie kwartału uległy znacznej poprawie.
- W sektorze petrochemicznym po lepszych odczytach w sierpniu, w ostatnich tygodniach znów pojawiła się presja na marże głównie z uwagi na spadki cen produktów. Nie zmieniamy naszego poglądu iż najbliższe lata będą dla segmentu trudne z uwagi na uruchomienia kolejnych instalacji.
- W powyższym otoczeniu utrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do PGNiG, ale też liczymy że po kilku miesiącach mocnej przecenności warto też zająć pozycję w spółkach rafineryjnych. Preferujemy LTS i MOL względem PKN.
- **Kluczowe rekomendacje:** Lotos (kupuj), MOL (kupuj), PGNiG (kupuj)

Energetyka

- Ceny energii na rynku niemieckim we wrześniu ustabilizowały się w okolicach 42 EUR/MWh i póki co komunikat KE dotyczący podniesienia celu redukcji na 2030 nie wpłynął na przebiecie poziomu 30 EUR/t przez uprawnienia do emisji. Niemniej jednak w naszej opinii pojawiające się bardziej konkretne pomysły reformy ETS oraz audytu mechanizmu MSR będą mocno wspierać ceny CO₂ w kolejnych miesiącach.
- Na razie indeksy spółek użyteczności publicznej w Europie i USA pozostają w trendzie bocznym, ale oczekujemy że na fali prognozowanego wzrostu cen energii w kolejnych tygodniach wrócą lepsze nastroje. W tym kontekście podtrzymujemy pozytywną rekomendację dla CEZ.
- W Polsce ceny energii oscylują obecnie na poziomie 230 PLN/MWh i nadal modelowa marża elektrowni węglowej jest pod presją. Dynamika popytu raczej nie wskazuje na powrót tendencji wzrostowej, mimo wygaśnięcia efektów COVID-19.
- Zgodnie z naszym komentarzem sprzed miesiąca, sentyment do polskich spółek energetycznych pozostawał przez większość miesiąca słaby, ale ostatni tydzień przyniósł odwrócenie nastrojów i powrót entuzjazmu za sprawą porozumienia rządu z górnikami ws. zamykania kopalni. Naszym zdaniem zapisy tego dokumentu są momentami kuriozalne i będą wymagać jeszcze dopracowania, ale jest to sygnał że zmiana w myśleniu o transformacji energetyki następuje i powoli profil państwowych spółek energetycznych będzie się poprawiać. Na horyzoncie jeszcze sporo turbulencji (notyfikacja programu górniczego, opracowanie planu dla energetyki w. brunatnego, ryzyko wstrzymania płatności mocowych), ale przy obecnych niskich wycenach sektora potencjał spadkowy jest już raczej ograniczony, tak więc zamykamy nasze wrześniowe niedoważenie do WIG-Energia.
- **Kluczowe rekomendacje:** CEZ (kupuj)

Telekomunikacja, media, IT

- Cena emisyjna akcji w IPO Allegro.eu została ustalona na 43 PLN za akcję. Wynikająca z ceny ofertowej kapitalizacja rynkowa spółki wyniesie 44 mld PLN. Przewidywany pierwszy dzień notowania i obrotu akcjami na GPW to 12 października 2020 r. Allegro będzie prawdopodobnie największą firmą na polskiej giełdzie.
- 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.
- 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 łączą obejmujących około 0,6 miliona gospodarstw domowych będących obecnie w zasięgu sieci FTTH (zakłada się, że obejmowały by 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.
- Cyfrowy Polsat poinformował o rozpoczęciu przeglądu różnych opcji strategicznych, związanych z potencjalnym zbyciem części infrastruktury telekomunikacyjnej. Infrastruktura ta jest własnością spółki Polkomtel Infrastruktura i korzystają z niej między innymi klienci sieci Plus.
- Iliad ogłosił wezwanie na 100% akcji Play. Po ogłoszeniu tej decyzji akcje polskiego telekomu powędrowały w górę o ponad 36,7%. Iliad zapowiedział poszerzenie oferty dostępu do internetu stacjonarnego i usług konwergentnych w Play. Budzi to podejrzenia o możliwe przejęcie UPC lub Vectry.
- 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 zaostrożone, wartość rynku reklamowego może spaść nawet o 14%, według szacunków Zenith Polska. Najłagodniej 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.
- We wrześniu'20 notowania WIG Info spadły o 4,2%. Tym samym indeks spółek IT był lepszy od szerokiego rynku (+1,0 p.p. vs. WIG), ale gorszy od MSCI IT EU (-2,3 p.p.). Mediana P/E 12M fwd dla spółek IT wynosi obecnie 16,1x i jest 9,1% powyżej historycznej średniej z 3 lat.
- Końca dobiegł sezon wyników za 2Q'20. Wszystkie spółki wygenerowały wzrost wyniku w 2Q'20, kiedy to COVID-19 odcisnął największe piętno na realia społeczno-gospodarcze. Pomimo tego we wrześniu, korekta na rynkach akcji nie ominęła sektora IT. Stąd, podtrzymujemy pozytywne podejście do sektora IT i uważamy, że obecny poziom cen spółek IT tworzy okazję do zakupów.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Orange Polska (kupuj), Comarch (kupuj), Sygnity (kupuj), Asseco Poland (kupuj), Asseco SEE (przeważaj)

Gaming

- Przez większość września kurs CD Projekt był pod presją ze względu na sprzedaż akcji przez osoby uprawnione w programie motywacyjnym na lata 2016-19. W październiku oczekujemy istotnego zwiększenia aktywności marketingowej spółki w związku z nadchodzącą premierą Cyberpunk 2077 (zgodnie z roadmap zaprezentowaną na konferencji wynikowej), co może wspierać kurs akcji spółki. Opublikowane wymagania sprzętowe Cyberpunk 2077 na Night City Wire Episode 3 są naszym zdaniem niskie i stwarzają szansę na zwiększenie potencjalnej ilości graczy na PC. Po spadku kursu podnosimy naszą rekomendację z trzymaj do akumuluj.
- Nie oczekujemy istotnych wydarzeń w 11 bit studios w październiku.
- Na początku października zostały opublikowane szacunki sprzedaży Sensor Tower. Fishing Clash odnotował płaską sprzedaż m/m i 156% r/r wzrostu (zgodnie z naszymi szacunkami). Ponad 4x m/m wzrosła sprzedaż gry Hunting Clash i w porównaniu do Fishing Clash z analogicznego okresu (2 miesiąc w global launch), gra wygenerowała 2x wyższe przychody. Naszym zdaniem istnieje wysoki potencjał sprzedażowy w Hunting Clash. We wrześniu gra Flip This House weszła w fazę global launch.
- Pod koniec września PlayWay opublikował wyniki za 2Q'20, które były istotnie powyżej oczekiwań rynkowych i naszych oczekiwań. Głównym powodem pozytywnego zaskoczenia była wyższa sprzedaż (m.in. rosnący udział konsol). We wrześniu spółki z Grupy PLW zdecydowały o przeniesieniu premier gier Junkyard (niskie oceny prologu) oraz Lust From Beyond (potrzeba większej ilości czasu na dopracowanie gry). Naszym zdaniem podjęta decyzja o przeniesieniu premier powinna przełożyć się na znacznie wyższy potencjał komercyjny tych gier. W dniach 7-13 października będzie miało miejsce Steam Game Festival: Autumn Edition, podczas którego publikowane będą demo gier od spółek z Grupy PLW.
- Ze spółek z Grupy PLW przeważalibyśmy Movie Games, które na początku października wydało demo gry Lust From Beyond: Scarlet oraz w 4Q 2020 powinno wydać pełną wersję gry (szacowana wishlist to ponad 130 tys.). Jednocześnie w portfelu gier spółki znajduje się Alaskan Truck Simulator, który prawdopodobnie zostanie wydany na początku 1Q 2021 (szacowana wishlist ponad 115 tys. graczy). WZA spółki przegłosowało we wrześniu przeniesienie spółki z NC na GPW.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** CD Projekt (akumuluj), Ten Square Games (akumuluj)

Przemysł

- W 2Q'20 mimo skrajnie niekorzystnego otoczenia spółki pozytywnie zaskakiwały wynikami finansowymi. 69% spółek podało rezultaty słabsze r/r, ale jednocześnie też 69% było lepsze od oczekiwań (najlepiej od 2Q'18). Największe pozytywne zaskoczenia w 2Q'20 miały miejsce w Cognor, Famur, Forte, Grupie Kęty, Stalprodukt i TIM.
- W krótkim terminie sentyment do sektora wspierany jest przez poprawiające się wskaźniki PMI dla nowych zamówień w przemyśle w Niemczech w IX'20 64,8 pkt (!). Dodatkowo dane o produkcji sprzedanej GUS za VIII'20 wskazują na dalszą odbudowę wolumenów w większości segmentów.
- W 3Q'20 jeszcze niektóre spółki będą odczuwać pozytywny wpływ tarczy antykryzysowej (np. w Boryszew, Cognor, Famur).
- Podtrzymujemy pozycjonowanie równoważ dla sektora przemysłowego. Wśród naszych faworytów pozostają:

Amica (wzrost sprzedaży i wyników finansowych w 3Q'20, wyraźne oddłużenie spółki i poprawa wskaźników wyceny), Astarta (spadek produkcji cukru na Ukrainie w sezonie 2020/21 o -15% i pierwszy od 3 lat deficyt surowca, rosnące ceny zbóż), Cognor (przełamanie trendu spadku wyników finansowych w 3Q'20, prawdopodobny powrót do pol. dywidendowej w 2021 r.), Famur (wzrost gotówki netto na bilansie; spółka wyraźnie niedoceniona na tle branży), Kernel (najwyższe od 2015 r. marże na tłoczeniu słonecznika, rosnące ceny zbóż), Stalprodukt (drastycznie przeceniona spółka z mocnym bilansem na końcu wieloletniego programu inwestycyjnego, wyższe ceny cynku i rosnące ceny blachy transformatorowej) i TIM (wysoka stopa dywidendy >6%, nieustanne wzrosty sprzedaży i wyników dzięki kanałowi e-commerce).

- Odradzamy inwestycję w Alumetal (pomoc rządowa pozwala nieefektywnym poddostawcom na dalsze funkcjonowanie pomimo słabego otoczenia, gdzie należy oczekiwać spadku marży Alumetal i wolnej odbudowy wolumenów).
- 30 września w publikacji „Spółki przemysłowe” obniżyliśmy nasze pozycjonowanie dla Forte (kurs od otwarcia pozytywnej rekomendacji wzrósł ponad 50%, w ostatnich dwóch miesiącach pojawiły się nieco gorsze odczyty wskaźników IFO dla przemysłu meblarskiego w Niemczech). Ponadto, po wynikach za 2Q'20, podwyższyliśmy nasze szacunki wyników dla: Alumetal (EBITDA'20 +3%; zysk netto +14%), Amica (EBITDA'20 +5%), Apator (EBITDA'20 +6%), Mangata (EBITDA'20 +15%) oraz Pozbud (EBITDA'20 +66%).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Amica (przeważaj), Alumetal (niedoważaj), Astarta (przeważaj), Cognor (kupuj), Famur (kupuj), Kernel (kupuj), Stalprodukt (kupuj), TIM (przeważaj)

Handel

- Spółki odzieżowe i obuwnicze: LPP na początku października podsumuje wyniki za Q2 2020/21 (wstępne wyniki były powyżej naszych szacunków oraz oczekiwań rynkowych). Dodatkowo na koniec sierpnia LPP poinformowało o renegocjacji czynszów na rynku niemieckim, co pozytywnie wpłynie na finalne wyniki za 2Q'20 (istotne zmniejszenie rezerwy w wysokości 135 mln PLN z tytułu restrukturyzacji biznesu niemieckiego). Oczekujemy kontynuacji odbudowy 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. W 3Q'20 oczekujemy normalizacji wyniku w segmencie hurtu (wzrost r/r) oraz dalszą integrację w segmencie detalicznym (zahamowanie spadku wyników r/r). 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 przeważanie EUR oraz JMT pod oczekiwania poprawy wyników r/r w 2H'20.
- AmRest opublikował wyniki za 2Q'20, które były istotnie niższe r/r. Zgodnie z opublikowanymi informacjami na koniec czerwca działało 92% z portfela restauracji, na 11 sierpnia działało 96% z portfela restauracji, a pod koniec września działało 98% restauracji. Sprzedaż porównywalna restauracji na koniec września była niższa

o 10-15%. Spółka poinformowała o planie otworzyć restauracji, który zakłada 80-90 otworzyć restauracji w 2020 roku (około 3% r/r wzrostu liczby restauracji). Zarząd AmRest oczekuje, że biznesy powinny odbudować wyniki sprzed COVID-19 w połowie 2021 roku. W 2020 roku spółka będzie się koncentrowała na generowaniu gotówki i zwiększaniu efektywności operacyjnej. Na koniec 2Q'20 wskaźnik dług netto/EBITDA wyniósł 5,4x, a spółka uzyskała waiver od instytucji finansujących na ten kwartał. Biorąc pod uwagę wysoką niepewność związaną z drugą falą COVID-19 oraz potencjalnymi restrykcjami 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 (kupuj), VRG (kupuj)

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

Zaskoczenia na Wywiadach Spółek w poszczególnych kw.														
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	12	15	17	21	24	9	196
brak zaskoczeń	24	28	22	35	20	24	22	28	26	28	16	15	18	306
in plus	23	14	22	18	31	24	19	26	26	24	32	30	40	329
suma	56	58	59	61	62	63	65	66	67	69	69	69	67	831
in minus (%)	16	28	25	13	18	24	37	18	22	25	30	35	13	24
in plus (%)	41	24	37	30	50	38	29	39	39	35	46	43	60	40

Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank

tabela 17: konsensus oraz vs 17/17														
vs.	2017			2018				2019				2020		+ /
r/r	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	
in minus	23	21	25	28	20	20	24	25	29	24	23	34	42	338
brak zaskoczeń	8	12	2	8	11	10	6	9	11	7	9	9	5	107
in plus	35	34	40	33	39	40	40	36	30	39	38	27	21	452
suma	66	67	67	69	70	70	70	70	70	70	70	70	68	897
in minus (%)	35	31	37	41	29	29	34	36	41	34	33	49	62	38
in plus (%)	53	51	60	48	56	57	57	51	43	56	54	39	31	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	BAC US, JPM US	EBS AV
	Spółki na minus		BEN US, IVZ US	
	Kluczowe katalizatory:	Prognozy wyników kwartalnych	Słaby globalny sentyment, wsparcie od bardziej jastrzębiego Fed w oczekiwaniu na pakiet fisk.	Posiedzenie ECB, pierwsze wyniki kwartalne, doniesienia o M&A
Chemia	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	CIE	APD US, ECL US	LIN GY, 1COV GY
	Spółki na minus	ATT	ALB US	
	Kluczowe katalizatory:	Spółki odczuwają spadek popytu	Segment lepszy od rynku YTD, nadal cięży segment auto vs trwa odbudowa popytu, relatywnie atrakcyjne ceny wsadów, dobre perspektywy dla gazów przemysłowych	
Surowce	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEGATYWNY	NEGATYWNY
	Spółki na plus	JSW		
	Spółki na minus	KGH	ANG SJ, BHP AU, RIO LN	
	Kluczowe katalizatory:	Możliwe środki z tarczy antykryzysowej	Korekta rotacji inflacyjnej, zdyskontowane odbicie V, słabość rudy żelaza	
Paliwa	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	LTS, MOL, PGN	BKR US	
	Spółki na minus		XOM US	BP/ LN, RDSA NA
	Kluczowe katalizatory:	Wzrost cen gazu i odbicie marż rafineryjnych	Popyt na ropę naftową pozostaje niski	
Energetyka	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	CEZ	VST US, AEE US	ENR GY, RWE GY
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:	Wzrost cen energii i CO ₂	Perspektywa wygranej Bidena uprawdopodobni wprowadzenie planu klimatycznego	Wzrost cen energii i CO ₂
Telekomy	SENTYMENT	POZYTYWNY	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	OPL	CMCSA US	DRI GY
	Spółki na minus	CPS		O2D GY
	Kluczowe katalizatory:	Wzrost cen na rynku, potencjalna sprzedaż infrastruktury, wezwanie na Play	Bezpieczna przystań w niepewnym otoczeniu COVID-19, atrakcyjne wyceny	
Media	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus		MSG US, DIS US	PSM GY
	Spółki na minus		VIAC US, NFLX US	
	Kluczowe katalizatory:	Słaby 2Q'20, perspektywa długiego powrotu do wzrostów r/r		
IT	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	ASE, ACP, CMR, 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 dł. terminie sektor powinien zyskiwać na COVID-19, niskie zalewarowanie, dobre momentum	Nadal dużo przewartościowanych spółek	
Gaming	SENTYMENT	POZYTYWNY	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	CDR, TEN		
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:	Kontynuacja poprawy wyników	Dobre wyniki, niepewna sytuacja epidemiczna wspiera sprzedaż	
Przemysł	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	AMC, AST, COG, FMF, KER, 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:	Lepsze perspektywy na 2H'20	Rynek zdyskontował potencjał pozytywnych zaskoczeń po silnym 2Q	
Automotive	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus		GM US, MGA US	BMW GY, UG FP, VOW3 GY
	Spółki na minus	ACG, AML, BRS, MGT, SNK	TSLA US	DAI GY, ZIL2 GY, SFQ GY
	Kluczowe katalizatory:	Sektor automotive przeregulowany	TSLA nadal za droga; lepsze globalne dane sprzedażowe w ostatnich tygodniach	Mieszane wyniki 2Q'20 (US + / EU =), główni gracze dobrze przygotowani do mniejszych wolumenów sprzedaży
Handel	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	LPP, VRG	AAP US, BBY US, NKE US, PG US	ADS GY, DHER GY, ZAL GY
	Spółki na minus			BOSS GY
	Kluczowe katalizatory:	Szybsza od oczekiwanej odbudowa sprzedaży; ryzykiem powrót zachorowań na COVID-19		

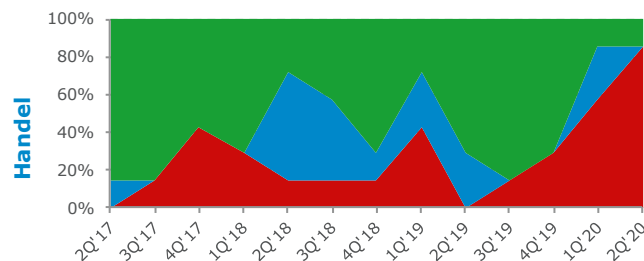
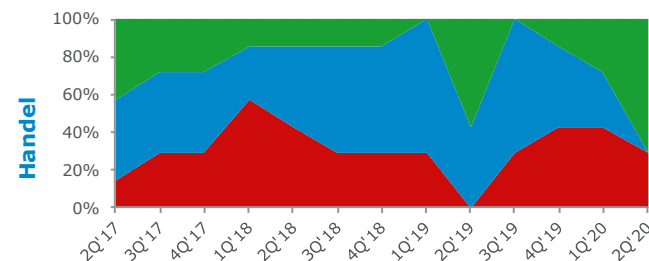
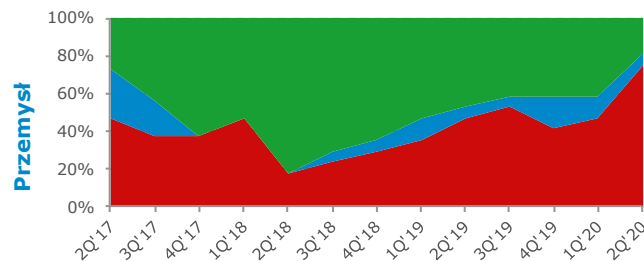
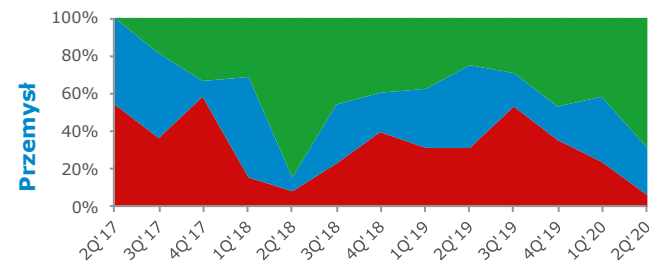
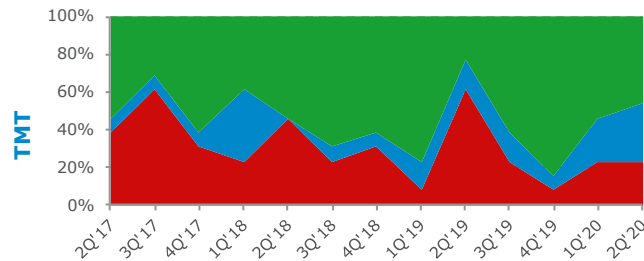
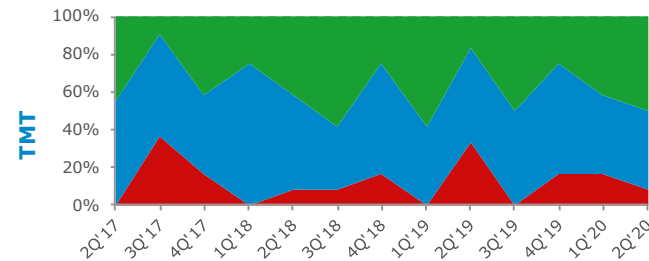
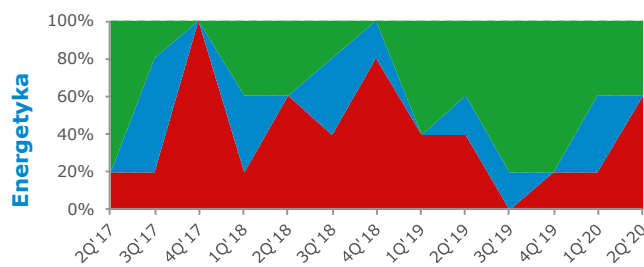
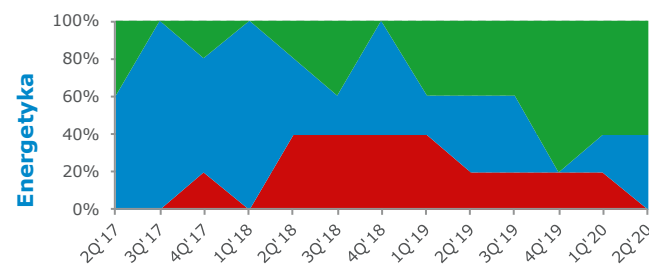
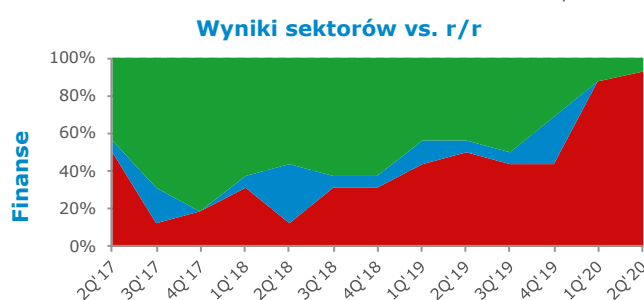
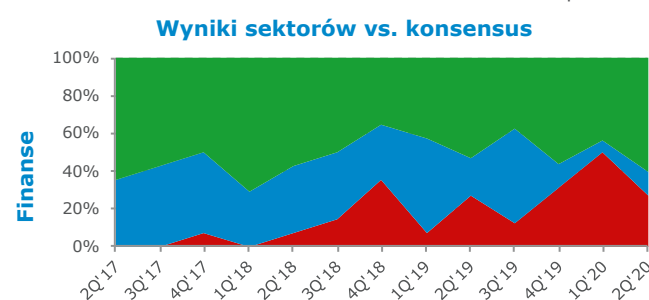
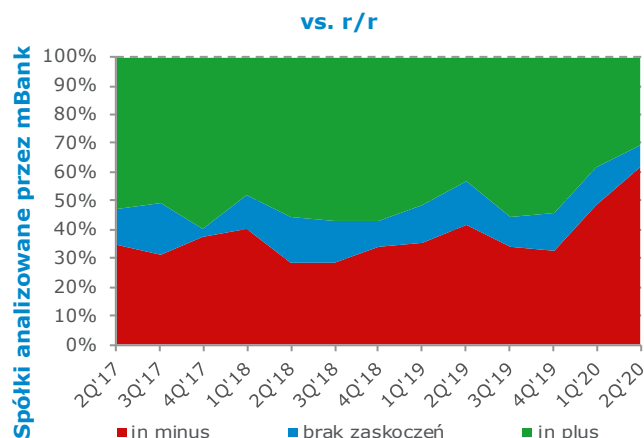
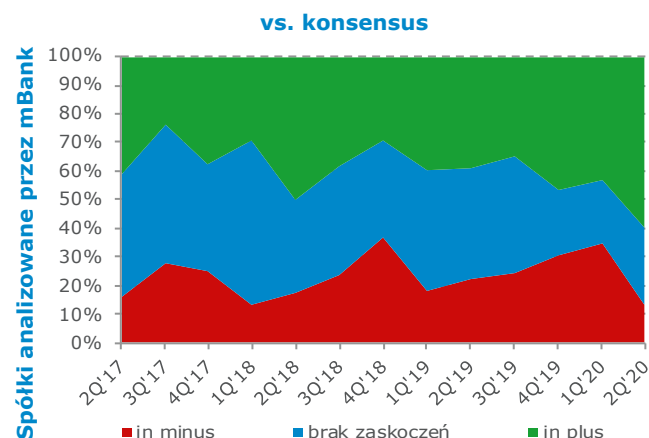
Zaskoczenia na wynikach spółek w poszczególnych kwartałach (vs. konsensus oraz vs. r/r)

vs.	2017	2018	2019	2020	+/-
konsensus	2Q 3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q 2Q	
Finanse					
Alior Bank	+	+	+	=	77%
Handlowy	+	+	+	=	54%
ING BSK	=	=	=	=	77%
Millennium	=	+	+	+	85%
Pekao	=	+	+	+	100%
PKO BP	+	+	+	+	100%
Santander BP	+	=	=	=	77%
Komercni	+	+	+	+	92%
Moneta				+	75%
Erste Group	+	=	+	+	85%
RBI				+	100%
OTP Bank	+	+	+	+	92%
PZU	=	+	+	+	92%
Kruk	+	=	+	+	62%
Skarbiec	+	+	+	+	83%
GPW	=	+	+	+	77%
Chemia					
Ciech	=	+	=	=	85%
Grupa Azoty	=	=	=	+	69%
Surowce					
JSW	+	=	+	+	69%
KGHM	=	+	=	+	69%
Paliwa					
Lotos	+	+	=	=	62%
MOL	+	=	=	+	92%
PGNiG	=	=	=	+	54%
PKN Orlen	=	=	=	+	77%
Energetyka					
CEZ	=	=	+	+	85%
Enea	+	=	=	+	92%
Energia	=	=	=	=	46%
PGE	=	=	=	+	77%
Tauron	+	=	+	+	100%
Telekomunikacja					
Cyfrowy	=	=	+	=	100%
Netia	=	+	=	=	100%
Orange PL	+	=	+	+	100%
Play	=	=	+	=	100%
Media					
Agora	+	=	+	+	92%
Wirtualna	=	=	=	=	92%
IT					
Ailleron	=	+	=	=	50%
Asseco BS	=	+	=	+	100%
Asseco PL	=	=	+	+	85%
Asseco SEE	+	=	=	+	92%
Atende	+	=	+	+	73%
Comarch	+	=	+	+	62%
Sygnity					
Gaming					
11 bit studios	+	=	=	+	58%
CD Projekt	+	=	=	+	69%
PlayWay		=	=	+	78%
Ten Square G		=	=	+	50%
Przemysł					
AC			=	=	86%
Alumetal	=	+	=	=	85%
Amica	=	=	+	+	85%
Apator	=	=	+	+	77%
Astarta			=	+	50%
Boryszew	=	+	=	=	31%
Cognor		+	+	+	60%
Famur	=	+	+	+	77%
Forte	=	=	+	+	62%
Grupa Kęty	=	=	=	+	92%
Kernel	=	+	+	+	67%
Kruszwica	=	+	+	+	77%
Mangata	=	=	+	+	62%
PKP Cargo	=	=	+	+	54%
Pozbud	+	=	+	+	64%
Stalprodukt			=	+	33%
TIM		+	+	+	86%
Handel					
AmRest	+	+	=	+	62%
CCC	+	=	=	=	15%
Dino	+	+	+	+	100%
Eurocash	=	=	=	+	69%
Jeronimo	=	=	=	=	85%
LPP	=	+	+	+	77%
VRG	=	=	=	+	77%

vs.	2017	2018	2019	2020	+/-
r/r	2Q 3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q 2Q	
Finanse					
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	+	+	+	+	62%
Kruk	+	=	=	+	46%
Skarbiec	+	+	=	+	42%
GPW	+	+	+	+	54%
Chemia					
Ciech	=	=	=	+	46%
Grupa Azoty	+	+	+	+	62%
Surowce					
JSW	+	+	+	+	46%
KGHM	+	+	+	+	54%
Paliwa					
Lotos	+	+	+	+	69%
MOL	+	+	+	+	54%
PGNiG	=	=	+	+	62%
PKN Orlen	+	+	+	+	54%
Energetyka					
CEZ	=	=	+	+	54%
Enea	+	+	=	+	77%
Energia	+	+	+	+	46%
PGE	+	+	+	+	62%
Tauron	+	+	+	+	62%
Telekomunikacja					
Cyfrowy	+	=	=	=	69%
Netia	=	=	=	+	31%
Orange PL	=	+	+	+	85%
Play	+	+	+	+	69%
Media					
Agora	+	+	+	+	69%
Wirtualna	+	+	+	+	85%
IT					
Ailleron	+	+	+	+	54%
Asseco BS	+	+	+	+	92%
Asseco PL	=	+	+	+	62%
Asseco SEE	+	+	+	+	100%
Atende	=	+	+	+	38%
Comarch	=	+	+	+	69%
Sygnity	=	+	+	+	77%
Gaming					
11 bit studios	=	+	+	+	69%
CD Projekt	+	=	=	+	38%
PlayWay		+	+	+	89%
Ten Square G		+	+	+	100%
Przemysł					
AC	+	+	+	+	54%
Alumetal	=	+	+	+	46%
Amica	=	=	+	+	69%
Apator	=	+	+	+	54%
Astarta	+	+	+	+	42%
Boryszew	+	+	+	+	31%
Cognor	+	+	+	+	54%
Famur	+	+	+	+	69%
Forte	=	+	+	+	46%
Grupa Kęty	+	+	+	+	100%
Kernel	=	+	+	+	50%
Kruszwica	=	+	+	+	85%
Mangata	=	+	+	+	69%
PKP Cargo	+	+	+	+	54%
Pozbud	+	+	+	+	69%
Stalprodukt		=	=	+	10%
TIM	=	+	+	+	85%
Handel					
AmRest	+	+	+	+	69%
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



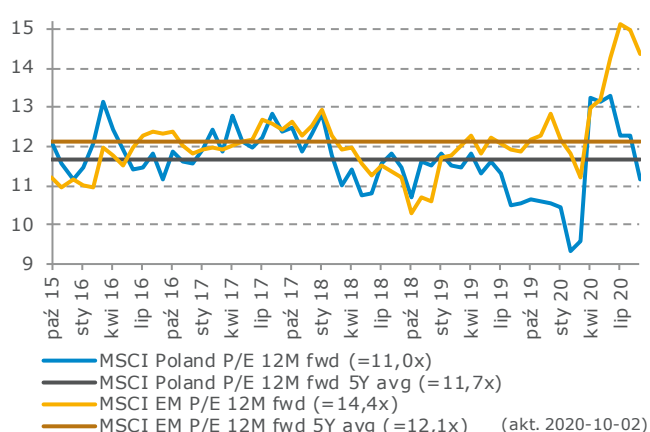
Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank

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

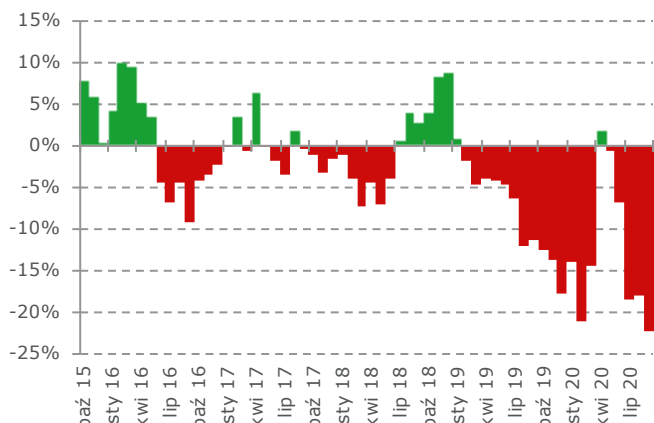
wrz 19=0	WIG30		Finanse		Paliwa		Energetyka		Handel		TMT		Chemia		Surowce	
	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank
paź 19	-2%	-4%	-4%	-3%	+2%	-6%	-2%	-16%	-2%	-3%	+5%	+0%	-21%	+23%	-11%	+22%
lis 19	-3%	-6%	-3%	-7%	-2%	-3%	-6%	-16%	-3%	-3%	+1%	-3%	-41%	+27%	-9%	+5%
gru 19	-4%	-6%	-2%	-7%	-3%	-3%	-8%	-16%	-8%	-3%	+2%	-3%	-45%	+27%	-12%	+5%
sty 20	-9%	-12%	-6%	-8%	-18%	-32%	-10%	-16%	-10%	-5%	+1%	-3%	-67%	+131%	-8%	+19%
lut 20	-13%	-13%	-7%	-8%	-24%	-32%	-27%	-16%	-13%	-8%	+0%	-3%	-39%	+184%	-12%	-6%
mar 20	-24%	-41%	-16%	-39%	-40%	-75%	-27%	-16%	-24%	-57%	-4%	-11%	-25%	+184%	-67%	-91%
kwi 20	-42%	-52%	-45%	-51%	-53%	-86%	-32%	-37%	-52%	-67%	+2%	-13%	-42%	+123%	-80%	-91%
maj 20	-43%	-50%	-46%	-53%	-58%	-86%	-34%	-41%	-58%	-60%	+7%	+1%	-43%	+123%	-75%	-30%
cze 20	-44%	-27%	-47%	-53%	-54%	+25%	-34%	-41%	-86%	-60%	+2%	+1%	-25%	+84%	-63%	-30%
lip 20	-42%	-23%	-54%	-53%	-24%	+28%	-47%	-41%	-96%	-57%	+3%	+4%	-34%	+84%	-50%	+39%
sie 20	-41%	-30%	-54%	-53%	-23%	+0%	-46%	-41%	-91%	-58%	+4%	-3%	-34%	+42%	-44%	+42%
wrz 20	-41%	-30%	-54%	-55%	-20%	-0%	-45%	-41%	-	-58%	-0%	-3%	-37%	+42%	-47%	+44%

Źródło: Bloomberg, mBank; dane dla prognoz mBanku nie uwzględniają wyniku mBanku; nie wszystkie prognozy dla spółek wchodzących w skład indeksu WIG30 zostały zaktualizowane o zmianę otoczenia rynkowego i perspektyw – rekomendacje wraz z datami aktualizacji ich oraz prognoz znajdują się w tabeli „Aktualne rekomendacje mBanku”; zmiana między miesiącami dotyczy okresu pomiędzy kolejnymi publikacjami niniejszego dokumentu wraz z danymi opublikowanymi w bieżącym wydaniu

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

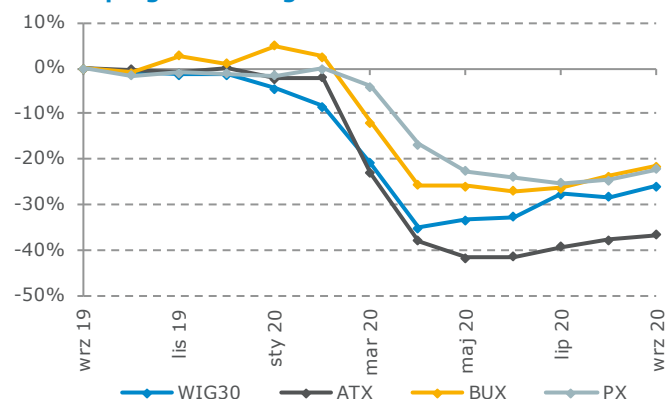


Źródło: Bloomberg, mBank



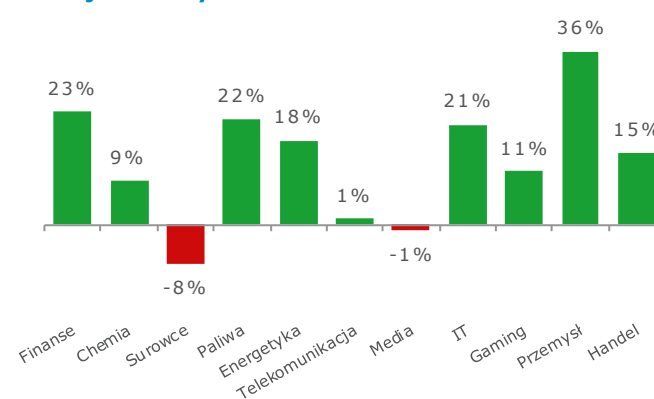
Źródło: Bloomberg, mBank

Zmiana prognozowanego EPS 12M fwd



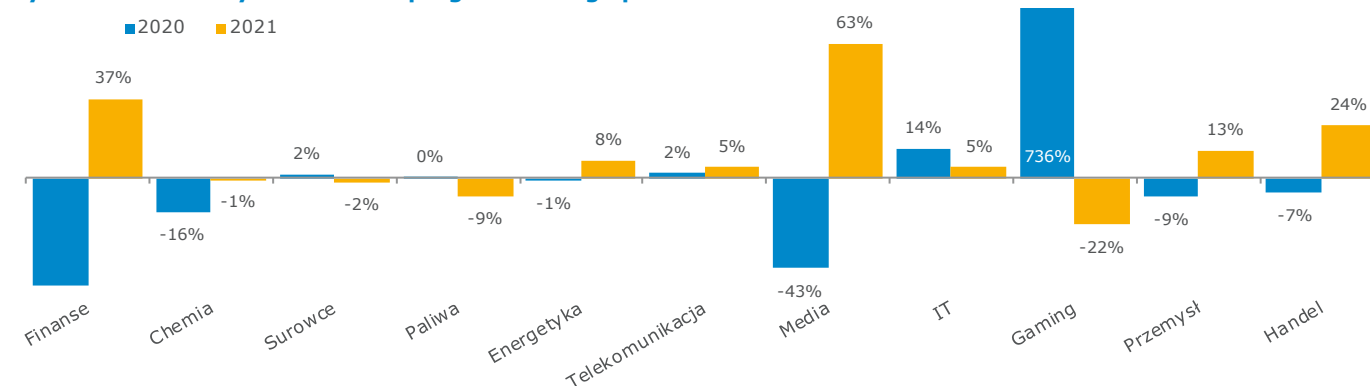
Źródło: Bloomberg, mBank

Potencjał zmiany cen dla sektorów



Źródło: mBank; na podstawie cen docelowych według mBanku

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



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

Odchylenie prognoz mBanku od konsensusu

Spółka	Rekomendacja mBank	TP mBank ¹	Rekomendacje ²			TP kons. ³	mBank/kons. TP	ZN mBank/kons.			EBITDA mBank/kons.			Liczba prognoz ⁴
			▲	►	▼			2020	2021	2022	2020	2021	2022	
Finanse														
Alior Bank	trzymaj	14,98	2	3	9	19,46	-23,0%	-	-	+2%				6
Handlowy	trzymaj	37,64	1	4	6	35,45	+6,2%	-17%	-0%	+7%				4
ING BSK	trzymaj	117,78	3	6	3	142,56	-17,4%	-12%	-15%	-8%				5
Millennium	kupuj	3,72	3	8	2	3,60	+3,2%	-16%	-52%	-63%				3
Pekao	kupuj	68,90	15	4	0	70,06	-1,7%	+21%	+2%	+16%				10
PKO BP	trzymaj	22,58	8	10	1	27,47	-17,8%	-30%	-13%	-10%				10
Santander BP	kupuj	179,37	4	10	3	181,72	-1,3%	-5%	-3%	-2%				9
Komercni Banka	kupuj	618,97	12	4	3	666,28	-7,1%	-3%	-5%	-0%				10
Moneta Money Bank	kupuj	79,68	12	0	0	78,33	+1,7%	+9%	+20%	+8%				6
Erste Group	kupuj	26,00	20	4	0	27,22	-4,5%	-8%	+17%	+15%				8
RBI	kupuj	17,67	10	8	2	19,28	-8,4%	+6%	-3%	+16%				13
OTP Bank	akumuluj	11 039	9	6	1	12 232	-9,8%	-30%	+0%	-				12
PZU	kupuj	35,93	5	5	1	35,25	+1,9%	-13%	-4%	+8%				3
Kruk	kupuj	183,17	2	4	1	147,39	+24,3%	-	+20%	+0%				2
Skarbiec Holding	akumuluj	26,86	2	0	0	26,86	+0,0%	-7%	+16%	+42%				2
GPW	sprzedaj	39,19	2	2	1	45,43	-13,7%	+8%	+1%	-3%	+6%	+10%	+2%	3/3
Chemia														
Ciech	trzymaj	30,10	5	4	1	38,14	-21,1%	-45%	-22%	-30%	-5%	-7%	-14%	7/7
Grupa Azoty	trzymaj	25,83	2	4	2	31,53	-18,1%	-40%	-68%	-68%	-6%	-11%	-13%	3/4
Surowce														
JSW	trzymaj	25,96	1	2	5	13,67	+89,8%	-	-	-	-	+72%	-12%	4/3
KGHM	redukuje	103,84	5	5	6	128,96	-19,5%	+20%	-38%	-11%	+2%	-28%	-14%	10/10
Paliwa														
Lotos	kupuj	47,09	8	4	2	58,27	-19,2%	-	-38%	-14%	-	-21%	-13%	7/7
MOL	kupuj	1 976,0	10	3	1	2 184,7	-9,6%	-	-48%	-28%	-7%	-17%	-9%	11/10
PGNiG	kupuj	5,97	4	6	1	4,96	+20,4%	+21%	+2%	-1%	+25%	-5%	-6%	5/5
PKN Orlen	trzymaj	56,37	3	12	3	62,71	-10,1%	-20%	-48%	-35%	-4%	-18%	-10%	9/9
Energetyka														
CEZ	kupuj	514,80	12	5	1	556,33	-7,5%	+5%	-19%	-39%	+1%	-3%	-10%	4/3
Enea	zawieszona	-	7	1	1	9,62	-	+17%	+21%	+28%	+4%	+10%	+5%	8/7
Energa	zawieszona	-	2	5	0	9,11	-	+41%	-18%	+7%	+3%	+8%	+8%	4/3
PGE	zawieszona	-	6	3	4	8,56	-	+105%	+43%	+22%	+12%	+15%	+5%	4/4
Tauron	zawieszona	-	7	4	0	2,97	-	-1%	+18%	-5%	+0%	+7%	+11%	3/2
Telekomunikacja														
Cyfrowy Polsat	trzymaj	26,30	3	9	1	29,02	-9,4%	-9%	-1%	+2%	-1%	-0%	-0%	6/6
Orange Polska	kupuj	8,30	4	9	1	7,35	+12,9%	+41%	+67%	+40%	+10%	+14%	+13%	7/6
Play	redukuje	35,20	11	3	0	35,70	-1,4%	+0%	-4%	-8%	+1%	-1%	-2%	9/8
Media														
Agora	trzymaj	8,60	0	1	0	-	-	-	-	-	+82%	-0%	+0%	2/1
Wirtualna Polska	redukuje	63,10	4	0	2	82,65	-23,7%	-21%	-8%	+19%	-7%	-2%	+5%	3/2
IT														
Asseco Poland	kupuj	80,70	4	4	0	76,33	+5,7%	-6%	-7%	-12%	+9%	+8%	-0%	4/4
Asseco SEE	przeważaj	-	1	2	0	44,05	-	+2%	+3%	-	+0%	+2%	-	2/2
Comarch	kupuj	247,60	3	3	0	231,65	+6,9%	-6%	-0%	-0%	-0%	-0%	+0%	2/2
Gaming														
11 bit studios	trzymaj	493,00	5	5	0	488,20	+1,0%	+49%	+46%	+0%	+30%	+39%	+0%	3/2
CD Projekt	akumuluj	429,10	6	11	5	409,49	+4,8%	+25%	+11%	-6%	+14%	+4%	-13%	15/14
PlayWay	trzymaj	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	699,32	-10,9%	+3%	+2%	-4%	+3%	+3%	-3%	8/9
Przemysł														
Alumetal	niedoważaj	-	3	0	1	57,20	-	-30%	-15%	-21%	-16%	-10%	-14%	3/3
Amica	przeważaj	-	5	0	0	174,25	-	+19%	+11%	+7%	+11%	+3%	+1%	4/4
Apator	równoważ	-	1	3	0	21,50	-	-0%	+5%	+4%	+3%	+7%	+8%	2/2
Boryszew	równoważ	-	0	1	0	-	-	-	+0%	-0%	+10%	-0%	-0%	2/2
Famur	kupuj	2,86	2	2	1	3,01	-5,1%	-18%	-14%	+195%	-9%	+23%	+40%	2/1
Forte	równoważ	-	1	3	1	14,00	-	-8%	+2%	-4%	+3%	+3%	-2%	2/2
Grupa Kęty	trzymaj	465,74	5	4	0	505,18	-7,8%	+6%	-2%	-7%	+4%	-2%	-7%	6/5
Kemel	kupuj	56,35	4	1	0	53,99	+4,4%	-10%	+40%	+0%	-5%	+8%	+0%	4/3
Mangata	równoważ	-	1	1	0	85,00	-	-3%	+0%	-7%	-1%	+0%	-6%	2/2
PKP Cargo	trzymaj	12,80	2	2	2	22,70	-43,6%	-	-	-	-2%	-10%	-3%	2/2
Handel														
AmRest	trzymaj	40,00	3	4	1	33,94	+17,9%	-	-	-	+80%	+4%	-	5/4
CCC	zawieszona	-	5	9	2	69,58	-	-	-	-	-	-	-	13/12
Dino	sprzedaj	155,60	4	7	7	199,27	-21,9%	+2%	+9%	+6%	+0%	+0%	+1%	8/7
Eurocash	kupuj	19,90	10	4	3	21,02	-5,3%	+32%	+49%	+33%	-32%	-33%	-29%	6/5
Jeronimo Martins	akumuluj	15,30	13	12	1	15,83	-3,4%	-10%	-8%	-10%	-20%	-17%	-17%	13/14
LPP	kupuj	7 900,0	9	5	2	7 402,9	+6,7%	-73%	+94%	+37%	-56%	-16%	-18%	7/7

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

Aktualne rekomendacje mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Potencjał zmiany	P/E 2020	P/E 2021	EV/EBITDA 2020	EV/EBITDA 2021
Finanse						+28,9%	13,7	10,1		
Alior Bank	trzymaj	2020-06-03	15,19	14,98	13,12	+14,2%	-	8,4		
Handlowy	trzymaj	2020-06-03	38,00	37,64	36,80	+2,3%	21,3	16,2		
ING BSK	trzymaj	2020-10-02	124,40	117,78	124,40	-5,3%	17,7	15,0		
Millennium	kupuj	2020-06-03	2,64	3,72	2,74	+35,9%	21,0	12,8		
Pekao	kupuj	2020-06-03	52,40	68,90	49,80	+38,4%	9,9	9,1		
PKO BP	trzymaj	2020-06-03	22,06	22,58	21,09	+7,1%	14,4	10,7		
Santander Bank Polska	kupuj	2020-08-04	152,50	179,37	142,50	+25,9%	16,2	11,7		
Komercni Banka	kupuj	2020-10-02	484,50	618,97 CZK	484,50	+27,8%	11,8	10,6		
Moneta Money Bank	kupuj	2020-08-10	54,20	79,68 CZK	53,50	+48,9%	12,3	10,2		
Erste Group	kupuj	2020-08-10	19,85	26,00 EUR	17,77	+46,4%	11,6	6,5		
RBI	kupuj	2020-08-10	15,20	17,67 EUR	12,77	+38,4%	6,3	6,1		
OTP Bank	akumuluj	2020-09-02	9 950	11 039 HUF	9 750	+13,2%	14,3	8,0		
PZU	kupuj	2020-04-28	29,92	35,93	24,61	+46,0%	8,3	7,4		
Kruk	kupuj	2020-09-03	156,70	183,17	133,10	+37,6%	23,2	8,4		
Skarbiec Holding	akumuluj	2020-09-11	24,70	26,86	24,70	+8,7%	9,0	9,9		
GPW	sprzedaj	2020-09-30	47,10	39,19	45,10	-13,1%	13,7	15,0		
Chemia						+9,1%	16,7	24,7	5,8	6,2
Ciech	trzymaj	2020-10-02	27,25	30,10	27,25	+10,5%	15,9	9,6	5,6	4,7
Grupa Azoty	trzymaj	2020-09-02	25,30	25,83	23,85	+8,3%	17,6	39,8	6,1	7,6
Surowce						-8,1%	9,1	18,2	4,5	3,9
JSW	trzymaj	2020-10-02	25,00	25,96	25,00	+3,8%	-	23,6	4,1	2,2
KGHM	redukuje	2020-10-02	115,15	103,84	115,15	-9,8%	9,1	12,7	4,9	5,5
Paliwa						+22,1%	6,1	11,2	5,2	4,8
Lotos	kupuj	2020-10-02	34,00	47,09	34,00	+38,5%	-	12,3	-	4,7
MOL	kupuj	2020-09-02	1 686	1 976 HUF	1 690	+16,9%	-	13,2	6,1	5,5
PGNiG	kupuj	2020-09-22	4,56	5,97	5,05	+18,3%	4,0	9,9	2,1	3,7
PKN Orlen	trzymaj	2020-09-02	50,32	56,37	44,86	+25,7%	8,1	10,2	5,2	5,0
Energetyka						+17,5%	9,5	4,6	5,2	4,5
CEZ	kupuj	2020-10-02	438,00	514,80 CZK	438,00	+17,5%	10,8	15,2	6,3	7,0
Enea	zawieszona	2020-06-23	7,90	-	6,10	-	2,5	2,1	3,3	2,7
Energia	zawieszona	2020-06-03	8,19	-	8,32	-	10,8	8,4	5,2	4,5
PGE	zawieszona	2020-04-27	4,05	-	6,99	-	9,5	4,6	3,9	2,9
Tauron	zawieszona	2020-05-05	1,14	-	2,31	-	6,1	3,4	5,4	4,7
Telekomunikacja						+1,3%	22,2	16,1	5,9	5,5
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2020-09-02	26,92	26,30	27,30	-3,7%	15,4	11,9	7,4	6,9
Netia	trzymaj	2020-08-04	4,46	4,40	4,50	-2,2%	29,0	26,2	4,6	4,4
Orange Polska	kupuj	2020-07-30	7,07	8,30	7,04	+18,0%	37,9	20,3	5,1	4,6
Play	redukuje	2020-10-02	38,72	35,20	38,72	-9,1%	10,6	10,4	6,6	6,4
Media						-1,2%	35,2	20,3	16,7	8,9
Agora	trzymaj	2020-06-03	8,36	8,60	6,46	+33,1%	-	-	19,4	7,2
Wirtualna Polska	redukuje	2020-04-20	67,80	63,10	69,00	-8,6%	35,2	20,3	14,0	10,6
IT						+21,3%	15,5	14,0	6,6	5,3
Aiellon	równoważ	2020-05-05	6,26	-	6,98	-	13,9	10,8	4,3	3,4
Asseco BS	równoważ	2020-09-02	36,00	-	34,00	-	15,5	14,7	10,1	9,6
Asseco Poland	kupuj	2020-09-02	70,20	80,70	67,10	+20,3%	15,3	14,0	4,8	4,5
Asseco SEE	przeważaj	2020-08-07	43,70	-	45,10	-	20,3	17,8	10,3	9,1
Atende	równoważ	2020-05-05	2,94	-	3,06	-	16,9	10,2	7,3	5,3
Comarch	kupuj	2020-09-29	204,00	247,60	202,00	+22,6%	17,4	15,4	6,6	6,4
Sygnity	kupuj	2020-09-01	7,20	10,70	7,68	+39,3%	6,9	6,2	4,5	3,9
Gaming						+11,1%	26,3	20,8	19,5	16,4
11 bit studios	trzymaj	2020-09-02	482,00	493,00	478,50	+3,0%	30,0	47,8	20,0	29,0
CD Projekt	akumuluj	2020-10-02	382,60	429,10	382,60	+12,2%	15,0	22,5	12,7	18,7
PlayWay	trzymaj	2020-10-02	527,00	549,00	527,00	+4,2%	33,2	19,1	27,8	11,1
Ten Square Games	akumuluj	2020-09-02	548,00	623,00	576,00	+8,2%	22,5	17,1	19,1	14,1
Przemysł						+35,9%	10,7	10,5	6,0	5,6
AC	równoważ	2020-06-29	38,50	-	40,80	-	13,9	13,8	8,4	8,3
Alumetal	niedoważaj	2020-09-30	35,90	-	35,40	-	18,9	14,9	8,4	7,5
Amica	przeważaj	2020-09-30	136,60	-	134,00	-	8,3	8,3	4,9	5,2
Apator	równoważ	2020-09-30	20,60	-	20,70	-	12,0	10,9	6,8	6,4
Astarta	przeważaj	2020-05-11	11,75	-	17,55	-	-	3,3	4,5	2,9
Boryszew	równoważ	2020-09-09	3,39	-	3,27	-	60,6	11,7	8,7	6,8
Cognor	kupuj	2020-09-25	1,10	2,03	1,27	+59,8%	7,0	10,2	4,3	4,8
Famur	kupuj	2020-08-04	1,70	2,86	1,69	+69,0%	7,1	9,1	3,2	3,2
Forte	równoważ	2020-09-30	32,40	-	31,45	-	24,3	10,7	8,4	7,0
Grupa Kęty	trzymaj	2020-09-02	482,50	465,74	457,00	+1,9%	11,6	14,1	8,4	9,6
Kemel	kupuj	2020-09-23	39,90	56,35	40,00	+40,9%	8,7	4,7	5,9	5,1
Kruszwica	równoważ	2020-06-29	60,40	-	53,00	-	10,7	10,1	6,0	5,6
Mangata	równoważ	2020-09-30	47,00	-	45,80	-	9,4	8,3	6,0	5,3
PKP Cargo	trzymaj	2020-09-02	12,38	12,80	11,36	+12,7%	-	-	4,9	5,1
Pozbud	równoważ	2020-09-30	1,65	-	1,61	-	3,0	13,3	4,3	8,8
Stalprodukt	kupuj	2020-08-07	186,00	336,15	188,80	+78,0%	9,0	8,0	2,8	2,3
TIM	przeważaj	2020-06-29	10,90	-	12,95	-	14,6	10,8	6,7	5,9
Handel						+14,7%	33,7	23,2	12,1	7,9
AmRest	trzymaj	2020-03-04	39,55	40,00	18,46	+116,7%	16,9	13,5	6,4	5,5
CCC	zawieszona	2020-03-19	24,98	-	55,34	-	-	-	-	-
Dino	sprzedaj	2020-07-02	199,10	155,60	230,00	-32,3%	40,6	30,4	24,0	18,8
Eurocash	kupuj	2020-07-02	17,34	19,90	14,29	+39,3%	-	91,8	5,2	4,9
Jeronimo Martins	akumuluj	2020-08-04	14,29	15,30 EUR	14,14	+8,2%	26,8	21,7	8,5	7,2
LPP	kupuj	2020-10-02	6 800,00	7 900,00	6 800,00	+16,2%	-	24,7	23,8	12,2
VRG	kupuj	2020-09-23	2,51	3,14	2,34	+34,2%	68,8	18,9	15,7	8,6

Zmiany rekomendacji w przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
CD Projekt	akumuluj	trzymaj	429,10 PLN	2020-10-02
CEZ	kupuj	akumuluj	514,80 CZK	2020-10-02
Ciech	trzymaj	trzymaj	30,10 PLN	2020-10-02
ING BSK	trzymaj	sprzedaj	117,78 PLN	2020-10-02
JSW	trzymaj	trzymaj	25,96 PLN	2020-10-02
KGHM	redukuj	trzymaj	103,84 PLN	2020-10-02
Komercni Banka	kupuj	akumuluj	618,97 CZK	2020-10-02
Lotos	kupuj	akumuluj	47,09 PLN	2020-10-02
LPP	kupuj	akumuluj	7900,00 PLN	2020-10-02
Play	redukuj	kupuj	35,20 PLN	2020-10-02
PlayWay	trzymaj	akumuluj	549,00 PLN	2020-10-02

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
11 bit studios	trzymaj	trzymaj	493,00 PLN	2020-09-02
Alumetal	niedoważaj	niedoważaj	- -	2020-09-30
Amica	przeważaj	przeważaj	- -	2020-09-30
Apator	równoważ	równoważ	- -	2020-09-30
Asseco BS	równoważ	równoważ	- -	2020-09-02
Asseco Poland	kupuj	akumuluj	80,70 PLN	2020-09-02
Boryszew	równoważ	niedoważaj	- -	2020-09-09
CD Projekt	trzymaj	trzymaj	429,10 PLN	2020-09-02
Cognor	kupuj	kupuj	2,03 PLN	2020-09-25
Comarch	kupuj	trzymaj	247,60 PLN	2020-09-29
Cyfrowy Polsat	trzymaj	trzymaj	26,30 PLN	2020-09-02
Forte	równoważ	przeważaj	- -	2020-09-30
GPW	sprzedaj	trzymaj	39,19 PLN	2020-09-30
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
Kernel	kupuj	trzymaj	56,35 PLN	2020-09-23
Komercni Banka	akumuluj	kupuj	618,97 CZK	2020-09-02
Kruk	kupuj	kupuj	183,17 PLN	2020-09-03
Lotos	akumuluj	trzymaj	47,09 PLN	2020-09-02
Mangata	równoważ	równoważ	- -	2020-09-30
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
PGNiG	kupuj	akumuluj	5,97 PLN	2020-09-22
PKN Orlen	trzymaj	trzymaj	56,37 PLN	2020-09-02
PKP Cargo	trzymaj	redukuj	12,80 PLN	2020-09-02
Play	kupuj	akumuluj	35,20 PLN	2020-09-18
Pozbud	równoważ	równoważ	- -	2020-09-30
Skarbiec Holding	akumuluj	trzymaj	26,86 PLN	2020-09-11
Sygnity	kupuj		10,70 PLN	2020-09-01
Ten Square Games	akumuluj	akumuluj	623,00 PLN	2020-09-02
VRG	kupuj	akumuluj	3,14 PLN	2020-09-23

Statystyki rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Biurem maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	2	3,1%	1	4,5%
redukuj	3	4,6%	0	0,0%
niedoważaj	1	1,5%	0	0,0%
trzymaj	16	24,6%	5	22,7%
równoważ	10	15,4%	1	4,5%
akumuluj	5	7,7%	4	18,2%
kupuj	24	36,9%	9	40,9%
przeważaj	4	6,2%	2	9,1%

Kalendarium wydarzeń

Data	Spółka	Wydarzenie
5 paź	Kernel	Publikacja wyników za 2Q'20
5 paź 15:00	Kernel	Telekonferencja z Zarządem
6 paź 12:00	EnterAir	Telekonferencja z Zarządem
8 paź	LPP	Publikacja wyników za 2Q'20
21 paź	Grupa Kęty	Publikacja wyników za 3Q'20
22 paź	PKN Orlen	Publikacja wyników za 2Q'20
27 paź	CCC	Publikacja wyników za 3Q'20
27 paź	Millennium	Publikacje wyników za 3Q'20
28 paź	Budimex	Publikacje wyników za 3Q'20
28 paź	Jeronimo Martins	Publikacja wyników za 3Q'20 (po sesji)
28 paź	Santander	Publikacje wyników za 3Q'20
29 paź	Lotos	Publikacja wyników za 3Q'20
29 paź	Mangata	Publikacja wyników za 3Q'20
29 paź	mBank	Publikacje wyników za 3Q'20
30 paź	Cognor	Publikacje wyników za 3Q'20

Makroekonomia

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna w cenach stałych wzrosła w sierpniu o 0,5% r/r. To wynik znacznie poniżej rynkowego konsensusu (2,6% r/r) i bliski naszej prognozy (oczekiwaliśmy 0% r/r). Po szybkim odbijaniu sprzedaży w poprzednich miesiącach, teraz kategoria ta złapała lekką zadyszkę. Obecnie scenariusz bazowy to trend boczny (ewentualnie niewielkie wzrosty). Pora na przyspieszenie przyjdzie w 2021 roku. Dane sugerują, że okres realizacji odłożonego popytu z początków pandemii się skończył. Do głosu zaczynają dochodzić problemy konsumenta, który boryka się np. z obniżonymi dochodami, czy niepewnością dot. przyszłej sytuacji zawodowej (ta może być dodatkowo wzmocniana rosnącą liczbą zachorowań). Wynik sprzedaży na poziomie +0,5% r/r jest spójny z obrazem zachowań konsumentów widocznym w wydatkach kartowych. Te wskazywały na znaczący spadek zakupów towarów i lekkie odbicie w sferze usług. Odbicie w usługach mogło dodatkowo zmniejszyć popyt na towary - gospodarstwa domowe mogły przestać substytuować część usług pracą w domu. Jeśli byłaby to prawda, to implikacje niższej sprzedaży detalicznej dla konsumpcji prywatnej nie byłyby takie złe. Strata na towarach skompensowałaby się przyrostem w usługach. Podkreślimy jednak, że jest to hipoteza. Łączne wydatki kartowe były w sierpniu niższe niż w lipcu.

Do szczytu sprzedaży z lutego wciąż brakuje 1,1% - niemalże tyle co miesiąc wcześniej (w lipcu brakowało 1,3%). Kolejne miesiące również powinny przynieść coraz wolniejsze odrabianie strat. Przypomnijmy, że spadek tempa nadrabiania zaległości implikuje coraz większe straty do trendu sprzed pandemii. Jak sprzedaż wygląda w szczegółach? Słabo. Na pierwszy ogień wysuwa się dość silny spadek sprzedaży samochodów. Nie jest to jednak coś nietypowego dla sierpnia. Prawdopodobnie należałoby oczekiwać lepszego września. Ale czy na pewno? Biorąc pod uwagę trend na poszukiwanie aut z rynku wtórnego (szybciej dostępne, tańsze) wcale nie jest to takie oczywiste. Dodatkowo, cała kategoria obejmuje też sprzedaż części samochodowych. Nie wspominając o tym, że przy obniżeniu optymizmu konsumentów na niektórych naprawach można oszczędzić (odłożyć przegląd, rzadziej wymienić olej), jest to jedna z kategorii sprzedaży, która wprost zależy od natężenia ruchu. To jest mniejsze, a więc i perspektywa szybkiego powrotu do normalności też nie jest automatyczna. Podobnie słabo należy ocenić sprzedaż żywności - być może tu widać powrót restauracji (zobaczmy, czy to samo pokaże się w hurcie). RTV i AGD oraz odzież i obuwanie również wypadły sporo gorzej (m/m) niż rok wcześniej. To naszym zdaniem potwierdza tezę, że po okresie nadrabiania zakupów trend się wypłaszczył i dopiero teraz będziemy obserwować prawdziwą kondycję sprzedaży. Scenariuszem bazowym na najbliższe miesiące jest trend boczny, ewentualnie niewielkie wzrosty sprzedaży (poniżej wzrostu z poprzedniego trendu). Konsument wróci do gry w 2021 roku, kiedy w głowy wleje się więcej optymizmu (odwrot koronawirusa, szczepionka), a portfele zaczną się powiększać szybciej z uwagi na przyspieszenie płac. Ciekawie przedstawia się sprzedaż przez Internet. Jej udział to już tylko 6,1% względem 5,6% obserwowanego na początku roku. W trakcie zamknięcia gospodarki notowano nawet poziomy 11,9% (kwiecień). Jedną kategorią sprzedaży - odzież i obuwanie - notuje już niższy udział handlu internetowego niż przed pandemią (15,7% vs 17,1% w styczniu). Nie znamy szeregu czasowego, aby stwierdzić, czy to jest efekt sezonowy, jednak od szczytu w kwietniu (61,3%) kategoria ta systematycznie traci udział na rzecz sprzedaży tradycyjnej.

Produkcja przemysłowa

Produkcja sprzedana przemysłu w sierpniu wzrosła o 1,5% r/r. To słabszy wynik zarówno od naszych oczekiwań (3,6% r/r) jak i rynkowego konsensusu (2,8% r/r). Nie warto jednak bić na alarm - w porównaniu do poprzedniego miesiąca produkcja nieznacznie wzrosła (0,6% m/m po odsezonowaniu). Przemysł podnosi się więc dalej z covidowego dołka, choć w nieco wolniejszym tempie niż zakładaliśmy. Nie zaskoczył natomiast odczyt PPI. Spadek o 1,2% r/r był dokładnie zgodny z naszą prognozą. Wzrost produkcji w ujęciu rocznym napędzany był głównie produkcją dóbr trwałych konsumpcyjnych (wzrost o 12,7% r/r). Spadła produkcja dóbr związanych z energią (-5,7% r/r) i dóbr inwestycyjnych (-1,6% r/r). W szczegółach, największy wzrost odnotowano w kategorii produkcji komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych (+20% r/r). Spowolniła produkcja w branżach, które szybko nadganiały zaległości w początkach wychodzenia z pandemii. Spowolnienie w miesięcznych dynamikach były widoczne już od kilku miesięcy, sierpień przyniósł jednak spadki w ujęciu m/m w takich kategoriach jak produkcja mebli, czy produkcja wyrobów z gumy i tworzyw sztucznych, co może sugerować że okres nadgania zaległości w tych branżach zakończył się. Kończy się też odłożony popyt.

Nie zaskoczyły ceny producentów. Odczyt -1,2% r/r był zgodny z naszą prognozą, choć poniżej rynkowego konsensusu (-0,8% r/r). Największy spadek cen odnotowano w produkcji koksu i produktów rafinacji ropy naftowej (-20,6% r/r). Główny powód spadku PPI to spadek cen bazowych. Dodatkowo wpływ miała wysoka baza z poprzedniego roku. W perspektywie kolejnych kwartałów deflacji cen producentów w ujęciu bazowym będą towarzyszyły wreszcie spadki inflacji bazowej dla konsumentów (pierwszą jaskółkę widzieliśmy już w odczycie za sierpień).

Produkcja budowlano-montażowa kolejny miesiąc zaskoczyła negatywnie. Po lipcowym spadku o 10,9% r/r, sierpień przyniósł ich pogłębienie do -12,1% r/r. To zdecydowanie niższy wynik zarówno w porównaniu do naszej prognozy (-7,8% r/r) jak i konsensusu prognoz (-9,5%). Główną przyczyną słabej rocznej dynamiki produkcji była budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej (-16,9% r/r). Ta kategoria odnotowała już jednak solidne spadki miesiąc wcześniej - w sierpniu pozostała na podobnych poziomach co przed miesiącem. Powodów dalszego obniżenia produkcji budowlano-montażowej w ujęciu miesięcznym można więc szukać w pozostałych 2 kategoriach: budowie domów (-5,5% m/m) i robót budowlanych specjalistycznych (-6,4% m/m). Niewykluczone, że do gry zaczyna wchodzić zapowiadane od dawna przesilenie w budownictwie mieszkaniowym.

V-kształtny scenariusz ożywienia, widoczny np. w przypadku produkcji sprzedanej przemysłu, w przypadku produkcji budowlanej nie zrealizuje się. Cięży ograniczenie inwestycji publicznych - szczególnie dotyczy to samorządów, choć tu pomocne może być kończenie unijnej perspektywy budżetowej i nowe środki z unijnego pakietu pomocowego (to historia raczej na 2021-22 roku). Rzutują też inwestycje prywatne - tu główną rolę odgrywa niepewność dot. rozwoju sytuacji gospodarczej i cięcia kosztów. Produkcja budowlano-montażowa w najbliższych miesiącach może więc jeszcze negatywnie zaskoczyć.

Rynek pracy

Dane z rynku pracy nie zaskoczyły. Zatrudnienie w sierpniu odbiło do -1,5% r/r (z -2,3% r/r w lipcu). Przeciętne wynagrodzenie wzrosło o 4,1% r/r (wynik poprzedniego miesiąca to 3,8% r/r). Spodziewamy się dalszego przyspieszania zatrudnienia, aczkolwiek płace będą rosły przez dłuższy czas znacznie wolniej niż przed pandemią. Przybyło 43 tys. nowych etatów, co jest rekordem sierpnia. W tej statystyce GUS przelicza częściowe etaty na pełne, co w przypadku zwiększenia wymiaru etatu daje efekt "przyrostu" zatrudnienia. Na razie nie wiemy, czy wzrosła liczba pracujących (czytaj: czy netto przyjęto nowe osoby do pracy). Można jednak już na obecnym etapie stwierdzić, że główną rolę w kształtowaniu się sierpniowych danych raczej wciąż odgrywała kwestia zasiłków opiekuńczych i powolnego powrotu do pełnego wymiaru etatów. Sierpień był miesiącem, w którym rodzice nie przebywali już na zasiłkach opiekuńczych (dodatkowy zasiłek obowiązywał prawie do końca lipca) i zgodnie z wymogami statystycznymi powiększyli stan zatrudnienia (wcześniej z niego wypadli). Co do wymiaru etatów wiadomo: kończą się "postojowe", gospodarka powoli się rozpędza. Naturalne jest pewne wydłużenie godzin pracy. Niestety nie sposób stwierdzić, jak oba kanały oddzielnie wpłynęły na odczyt zatrudnienia. To najprawdopodobniej ostatni miesiąc z tak istotną poprawą przeciętnego zatrudnienia w ujęciu miesięcznym. We wrześniu odczyt nie powinien być już zaburzany przez zasiłki opiekuńcze, choć wciąż oddziaływać mogą efekty zmian wymiaru etatu (te jednak też będą powoli wygasać). Najbliższe miesiące powinny wskazywać dynamikę bliską zmianom liczby pracujących (wyżej wyjaśniliśmy po co nam ta statystyka i co pokazuje). Nie spodziewamy się już znaczących wstrząsów na rynku pracy i to chyba najważniejszy przekaz płynący z analizy serii ostatnich danych. Armagedon na rynku pracy nie wystąpił, a kolejne dostosowania będą już tylko częściowe. Stopa bezrobocia jeszcze wzrośnie, ale to będzie w dużej mierze przetarasowanie statystyczne (dorejestrują się osoby będące do tej pory na zasiłku solidarnościowym). Wraz z poprawą przeciętnego zatrudnienia wzrosły (w ujęciu rocznym) również płace. Tu również mogły decydować powroty do pracy po tymczasowych nieobecnościach (postojowe i zasiłki opiekuńcze) i zwiększanie wymiaru etatów. W ujęciu m/m odnotowano jednak spadki - zgodnie z komentarzem GUS to efekt wypłaty w poprzednim miesiącu premii, nagród kwartalnych, rocznych i jubileuszowych oraz odpraw emerytalnych. W efekcie fundusz płac dalej odbija, choć jak wskazywaliśmy we wcześniejszych komentarzach - jego dynamika nie stwarza powodów do nadmiernego optymizmu w zakresie konsumpcji. Dodatkowo, jesteśmy sceptyczni w zakresie możliwości szybkiego powrotu dynamiki płac do poprzednich poziomów. Doszło jednak do pewnego rozluźnienia rynku pracy i być może jest to właśnie ten poziom luzu, który przez pewien czas będzie oddalał presję płacową. Dodatkowo, firmy oszczędzają, a gospodarstwa domowe bardziej boją się zwolnień (niż przed pandemią). To warunki do samoczynnego kształtowania się niskiej równowagi płacowej.

Inflacja

Odczyt inflacji za wrzesień przyniósł sporą niespodziankę: 3,2% r/r to znacząco wyższy wynik niż wynosił rynkowy konsensus (2,9% r/r). Zaskoczenie w górę jest zgodne z naszymi oczekiwaniami, choć nieznacznie nie doszacowaliśmy skali przyspieszenia wzrostu cen we wrześniu (nasza prognoza 3,1% r/r). Inflacja bazowa naszym zdaniem również przyspieszyła i wyniosła 4,2-4,3% r/r.

Ceny w kategorii żywność i napoje bezalkoholowe spadły o 0,4% m/m (oczekiwaliśmy - 0,5% m/m). Jak pisaliśmy w komentarzu do prognoz, ceny warzyw pozostały naszym zdaniem zasadniczo niezmiennione, spadek cen jabłek w hurcie nie przełożył się na ceny w sklepach, do tego doszły wzrosty cen olejów, wyrobów słodkich i cukru i relatywnie małe spadki cen mięsa. Zobaczmy w finalnym odczycie, czy nasze założenia są prawidłowe. Istotnie przyspieszyły ceny paliw (odczyt +1,6% m/m, prognozowaliśmy 1,5% m/m), ale to oczywiście źródłem niespodzianki nie jest.

Powodów niespodzianki należy jednak szukać głównie w kategoriach bazowych. Inflacja bazowa naszym zdaniem przyspieszyła w okolice 4,2-4,3%. To w dużej mierze efekty jednorazowe. Podwyżki cen abonamentów jednej z sieci telewizji cyfrowej mogły zaburzyć spadki w kategorii Rekreacja i kultura. Przestały (w ujęciu miesięcznym) spadać ceny odzieży i obuwia (to m.in. zasługa dużego popytu). Tu ostawiliśmy wzrost, który był silniejszy niż typowo sezonowy. W cenach edukacji mogły odłożyć się podobne efekty, jak w maju/czerwcu w przypadku dentystów i fryzjerów (dostosowanie do warunków epidemicznych). Łączność nie spadła jak w poprzednim roku (nie znaleźliśmy żadnych sygnałów, a Poczta nieznacznie zrewidowała w górę cenniki listów zagranicznych).

mBank Research

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

Finanse

Alier Bank

trzymaj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

We wrześniu Alior podążał zgodnie z sentymentem wobec sektora i ustanowił lokalne minima pod koniec miesiąca. Grupa PZU nie odniosła się do planów wobec swoich aktywów bankowych, co trochę zerwało wycenową kotwicę Aliora. Na konkretne odpowiedzi w tej sprawie musimy poczekać do strategii PZU, która zostanie przedstawiona bliżej końca roku. Uważamy, że wezwanie na akcje Aliora przez PZU lub Pekao jest całkiem realne (pisaaliśmy 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

13,12 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

14,98 PLN

+14,2%

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

Podstawowe dane			ALR PW	vs. WIG
Ticker	ALR PW	Zmiana 1M	-4,2%	-0,4%
ISIN	PLALIOR00045	Zmiana YTD	-54,3%	-39,0%
Liczba akcji (mln)	129,3	Średni obrót 1M		5,8 mln PLN
MC (mln PLN)	1 695,9	Średni obrót 6M		12,0 mln PLN
		P/E 12M fwd	7,9	-28,4%
Free float	74,8%	P/E 5Y avg	11,1	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

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

RZiS

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	3 085	3 181	2 740	2 601	2 771
Wynik prowizyjny	436	667	608	624	657
Wynik handlowy	476	149	119	121	124
Pozostałe przychody netto	127	143	151	158	166
Wynik pozaodsetkowy	1 039	959	878	903	946
WNDB	4 124	4 140	3 617	3 505	3 718
Koszty operacyjne	1 847	1 705	1 685	1 649	1 650
Zysk operacyjny	2 277	2 164	1 933	1 856	2 068
Saldo rezerw	1 080	1 443	1 774	1 328	1 298
Udział w jedn. zależnych	0	0	0	1	2
Wynik brutto	1 196	721	159	528	770
Podatek	275	242	33	111	162
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	208	226	215	214	224
Zysk netto	713	253	-89	203	384

Bilans

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

Wskaźniki

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Podsumowanie wyceny

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

Handlowy trzymaj (bez zmian)

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

Walory Handlowego od początku roku zachowują się lepiej niż branżowy indeks. We wrześniu cena akcji testowała 35 PLN, ale wybroniła ten poziom. Uważamy, że może to być pewna psychologiczna bariera. 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 roku 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. Przypominamy, że w 2021 i 2022 roku zakładamy, że BHW wypłaci dywidendy z zysku niepodzielonego z lat ubiegłych, co poprawia wycenę.

Cena bieżąca	36,80 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	37,64 PLN	+2,3%

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

Podstawowe dane			BHW PW	vs. WIG
Ticker	BHW PW	Zmiana 1M	+3,1%	+6,8%
ISIN	PLBH00000012	Zmiana YTD	-29,0%	-13,7%
Liczba akcji (mln)	130,7	Średni obrót 1M	0,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 808,3	Średni obrót 6M	1,4 mln PLN	
		P/E 12M fwd	15,9	+10,5%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	14,4	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

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

RZiS

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Podsumowanie wyceny

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

ING BSK trzymaj (podwyższona)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Po rewelacjach dotyczących potencjalnego prania pieniędzy przez ING, kurs we wrześniu mocno zanurkował, w efekcie wycena P/BV spadła do około 0,9x, co naszym zdaniem jest adekwatne do bieżącej sytuacji rynkowej, dlatego zmieniamy naszą rekomendację na trzymaj. 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, jednocześnie wypada 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. Uważamy, że obecna cena uwzględnia wyższą rentowność banku (stąd premia do sektora), ale również efekty lockdownu i recesji.

Cena bieżąca

124,40 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

117,78 PLN

-5,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	117,78 PLN	2020-10-02
poprzednia	sprzedaj	117,78 PLN	2020-06-03
Podstawowe dane			
			ING PW vs. WIG
Ticker	ING PW	Zmiana 1M	-6,6% -2,9%
ISIN	PLBSK0000017	Zmiana YTD	-37,4% -22,2%
Liczba akcji (mln)	130,1	Średni obrót 1M	1,9 mln PLN
MC (mln PLN)	16 184,4	Średni obrót 6M	2,1 mln PLN
		P/E 12M fwd	12,9 -15,2%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	15,3 dyskonto

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	10,5	9,6	17,5	14,9	11,2
P/BV	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9
ROE	12,1%	11,6%	5,9%	6,7%	8,5%
DPS	3,20	3,50	0,00	3,52	4,13
DYield	2,6%	2,8%	0,0%	2,8%	3,3%
Zmiana prognoz					
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

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

Bilans

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

Wskaźniki

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Podsumowanie wyceny

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

Millennium kupuj (bez zmian)

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

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.

Cena bieżąca	2,74 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	3,72 PLN	+35,9%

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

Podstawowe dane		MIL PW	vs. WIG
Ticker	MIL PW	Zmiana 1M	-5,9% -2,2%
ISIN	PLBIG0000016	Zmiana YTD	-53,2% -38,0%
Liczba akcji (mln)	1 213,1	Średni obrót 1M	2,8 mln PLN
MC (mln PLN)	3 321,5	Średni obrót 6M	9,4 mln PLN
		P/E 12M fwd	6,0 -47,8%
Free float	50,0%	P/E 5Y avg	11,4 dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	1 817	2 437	2 460	2 410	2 576
WNDB	2 778	3 552	3 633	3 564	3 779
Koszty	1 332	-1 842	-1 927	-1 875	-1 867
Saldo rezerw	-222	-627	-1 153	-1 002	-1 164
Zysk netto	761	561	158	259	303
P/E	4,4	6,0	21,2	13,0	11,1
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
ROE	9,4%	6,5%	1,8%	3,0%	3,4%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz		2020P	2021P	2022P	
Wynik odsetkowy		0,0%	0,0%	0,0%	
Wynik prowizyjny		0,0%	0,0%	0,0%	
Koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%	
Saldo rezerw		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

RZiS

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	1 817	2 437	2 460	2 410	2 576
Wynik prowizyjny	661	699	745	773	809
Wynik handlowy	248	318	328	279	287
Pozostałe przychody netto	51	98	100	103	107
Wynik pozaodsetkowy	960	1 115	1 173	1 155	1 203
WNDB	2 778	3 552	3 633	3 564	3 779
Koszty operacyjne	1 332	1 842	1 927	1 875	1 867
Zysk operacyjny	1 445	1 710	1 707	1 689	1 912
Saldo rezerw	222	627	1 153	1 002	1 164
Udział w jedn. zależnych	0	0	0	0	0
Wynik brutto	1 223	1 083	553	688	748
Podatek	264	275	119	148	161
Zyski mniejszościowych	959	0	0	0	0
Podatek bankowy	198	248	276	281	285
Zysk netto	761	561	158	259	303

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Podsumowanie wyceny

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

Pekao kupuj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Od początku roku Bank Pekao jest jednym z najgorzej zachowujących się banków w indeksie. Uważamy, że jest to efekt zmian w Zarządzie, ale też spekulacji odnośnie ewentualnej konsolidacji w sektorze, której udziałowcem miałby być Bank Pekao. Co więcej doniesienia w wypowiedziach dla mediów, zarząd Pekao podtrzymuje zdanie, że czeka nas konsolidacja sektora. 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. Finalnie uważamy, że ewentualna akwizycja Aliora przez Pekao powinna być postrzegana jako okazja, a nie zagrożenie o czym pisaliśmy w komentarzu specjalnym w lipcu. Bank Pekao pozostaje naszym top-pick w sektorze.

Cena bieżąca

49,80 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

68,90 PLN

+38,4%

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

Podstawowe dane			PEO PW	vs. WIG
Ticker	PEO PW	Zmiana 1M	-2,2%	+1,6%
ISIN	PLPEKAO000016	Zmiana YTD	-50,4%	-35,2%
Liczba akcji (mln)	262,5	Średni obrót 1M	34,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	13 071,0	Średni obrót 6M	69,0 mln PLN	
		P/E 12M fwd	9,7	-26,9%
Free float	67,2%	P/E 5Y avg	13,3	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	4 994	5 468	4 977	4 703	5 217
WNDB	7 830	8 282	7 743	7 592	8 225
Koszty	-3 710	-3 992	-3 824	-3 768	-3 831
Saldo rezerw	-511	-696	-1 423	-1 160	-836
Zysk netto	2 287	2 165	1 321	1 439	2 088
P/E	5,8	6,1	10,0	9,2	6,3
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	15,9%	13,3%	0,0%	20,0%	8,3%
Zmiana prognoz			2020P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Podsumowanie wyceny

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

PKO BP trzymaj (bez zmian)

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

Po dołowaniu przez połowę miesiąca kurs PKO BP odbił z powrotem w okolice 21-22 PLN, czyli w okolice naszej ceny docelowej. Chociaż sugestie skupu akcji własnych mogą stanowić zachętę dla inwestorów, uważamy, że w 2020 roku regulator nie zgodzi się na tego typu działania i dopiero w 2021 roku jest szansa na tego typu działania. 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. Finalnie, spodziewamy się, że zatrzymanie niepodzielonego zysku za 2018 i 2019 rok, zaowocuje bardzo wysoką dywidendą w 2021 i 2022 roku. Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację trzymaj.

Cena bieżąca	21,09 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	22,58 PLN	+7,1%

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

Podstawowe dane			PKO PW	vs. WIG
Ticker	PKO PW	Zmiana 1M	-0,0%	+3,7%
ISIN	PLPKO0000016	Zmiana YTD	-36,0%	-20,8%
Liczba akcji (mln)	1 250,0	Średni obrót 1M	57,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	26 362,5	Średni obrót 6M	74,3 mln PLN	
		P/E 12M fwd	9,5	-23,2%
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
Zysk netto	3 741	4 031	1 830	2 455	3 092
P/E	7,1	6,6	14,5	10,8	8,6
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%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

RZiS

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	9 353	10 279	9 801	9 476	10 115
Wynik prowizyjny	3 013	3 047	3 148	3 187	3 473
Wynik handlowy	664	807	373	657	624
Pozostałe przychody netto	630	905	950	998	1 058
Wynik pozaodsetkowy	4 307	4 759	4 471	4 841	5 155
WNDB	13 660	15 038	14 273	14 318	15 270
Koszty operacyjne	6 218	6 967	6 695	6 867	7 172
Zysk operacyjny	7 442	8 071	7 577	7 450	8 097
Saldo rezerw	1 451	1 261	3 915	2 958	2 785
Udział w jedn. zależnych	37	31	33	34	36
Wynik brutto	6 028	6 841	3 695	4 527	5 349
Podatek	-1 336	-1 787	-813	-996	-1 123
Zyski mniejszościowych	-1	-1	-1	-1	-1
Podatek bankowy	950	1 022	1 052	1 075	1 133
Zysk netto	3 741	4 031	1 830	2 455	3 092

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	40 195
Zyski ekonomiczne	50%	39 271
Średnia wartość godziwa		39 733
na akcję (PLN)		31,79
Podatek bankowy		-10,56
Wartość godziwa na akcję		21,22
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		22,58

Santander Bank Polska kupuj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj dla Santander Bank Polska. Notowania banku znajdowały się pod presją, która towarzyszyła całemu sektorowi i przebiły dotki covidowe z kwietnia. Uważamy, że aż tak surowa wycena nie jest uzasadniona. 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. Uważamy, że obecna wycena Santanderu znowu jest w atrakcyjnym punkcie.

Cena bieżąca

142,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

179,37 PLN

+25,9%

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

Podstawowe dane			SPL PW	vs. WIG
Ticker	SPL PW	Zmiana 1M	-2,6%	+1,1%
ISIN	PLBZ000000044	Zmiana YTD	-53,6%	-38,4%
Liczba akcji (mln)	102,1	Średni obrót 1M	7,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	14 547,6	Średni obrót 6M	16,0 mln PLN	
		P/E 12M fwd	11,6	-14,6%
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	6,1	6,8	16,2	11,7	8,4
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	2,2%	13,8%	0,0%	11,4%	12,1%
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	5 742	6 580	5 953	5 846	6 287
Wynik prowizyjny	2 058	2 128	2 141	2 207	2 373
Wynik handlowy	282	500	450	518	523
Pozostałe przychody netto	214	276	248	258	269
Wynik pozaodsetkowy	2 554	2 904	2 839	2 983	3 164
WNDB	8 296	9 485	8 792	8 829	9 451
Koszty operacyjne	3 769	4 489	4 103	4 010	4 051
Zysk operacyjny	4 527	4 996	4 690	4 819	5 400
Saldo rezerw	1 085	1 219	2 487	2 179	2 119
Udział w jedn. zależnych	63	67	67	67	67
Wynik brutto	3 924	3 844	2 269	2 707	3 348
Podatek	727	800	477	568	703
Zyski mniejszościowych	-334	-306	-305	-305	-304
Podatek bankowy	-500	-599	-591	-593	-612
Zysk netto	2 363	2 138	896	1 240	1 730

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Bilans

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

Wskaźniki

(%)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
NIM	3,3%	3,3%	3,0%	2,9%	2,9%
C/I	45,4%	47,3%	46,7%	45,4%	42,9%
CoR	0,9%	0,8%	1,7%	1,5%	1,4%
NPL Ratio	4,5%	5,2%	4,4%	4,6%	4,6%
Tier 1	14,1%	14,9%	17,0%	16,1%	15,9%

Podsumowanie wyceny

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

Komercni Banka kupuj (podwyższona)

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

Wrześniowa przecena akcji sprawia, że wracamy do rekomendacji kupuj dla Komercni Banka. Sentyment wobec czeskich banków pogarsza się wraz z napływem nowych informacji o COVID-19 i możliwym częściowym lockdownie. Obecnie nie zakładamy takiego scenariusza. Macierzysty rynek Komercni Bank wymieniający 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	484,50 CZK	potencjał zmiany
Cena docelowa	618,97 CZK	+27,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	618,97 CZK	2020-10-02	
poprzednia	akumuluj	618,97 CZK	2020-09-02	
Podstawowe dane			KOMB CP	vs. WIG
Ticker	KOMB CP	Zmiana 1M	-9,3%	-5,5%
ISIN	CZ0008019106	Zmiana YTD	-37,2%	-22,0%
Liczba akcji (mln)	188,9	Średni obrót 1M	71,7 mln CZK	
MC (mld CZK)	91,5	Średni obrót 6M	94,9 mln CZK	
		P/E 12M fwd	10,5	-16,1%
Free float	39,6%	P/E 5Y avg	12,5	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
Zysk netto	14 846	14 901	7 724	8 600	10 848
P/E	6,2	6,2	11,9	10,7	8,5
P/BV	0,9	0,9	0,8	0,8	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	9,7%	10,5%	0,0%	5,4%	6,2%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln 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
WNDB	32 202	32 573	29 942	29 017	30 616
Koszty operacyjne	-14 634	-14 932	-14 815	-14 839	-15 019
Wynik operacyjny	17 569	17 641	15 127	14 178	15 597
Saldo rezerw	643	572	-5 777	-3 783	-2 484
Zysk operacyjny netto	18 211	18 213	9 350	10 395	13 113
Zysk jednostek zależnych	308	378	397	417	438
Wyplaty emerytalne	0	0	0	0	0
Zysk brutto	18 518	18 591	9 747	10 811	13 550
Podatek dochodowy	-3 349	-3 419	-1 754	-1 946	-2 439
Zyski mniejszościowych	324	271	268	266	263
Zysk netto	14 846	14 901	7 724	8 600	10 848

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%
Wartość godziwa	110 267	100%
Liczba akcji (mln)	189	
Koszt kapitału	7,0%	
Wartość godziwa na akcję (CZK)	584	
Cena docelowa za 9M (CZK)	615	

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%
Wartość godziwa	111 863	100%
Liczba akcji (mln)	189	
Koszt kapitału	7,0%	
Wartość godziwa na akcję (CZK)	592	
Cena docelowa za 9M (CZK)	623	

Bilans

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

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%

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%
Cena docelowa za 9M (CZK)		618,97

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, ale zwracamy uwagę, że ryzyko ponownego zamrożenia czeskiej gospodarki rośnie. Chociaż 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.

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
WNDB	10 162	10 519	11 808	10 888	11 182
Koszty operacyjne	-4 491	-4 571	-4 943	-4 901	-4 895
Wynik operacyjny	5 310	5 500	6 404	5 472	5 751
Saldo rezerw	-274	-517	-3 780	-2 119	-1 184
Zysk brutto	5 036	4 983	2 624	3 352	4 567
Podatek dochodowy	-836	-964	-401	-670	-913
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Zysk netto	4 200	4 019	2 223	2 682	3 653

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%
Wartość godziwa	41 209	100%

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

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%
Wartość godziwa	36 165	100%

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

Cena bieżąca

53,50 CZK

potencjał zmiany

Cena docelowa

79,68 CZK

+48,9%

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

Podstawowe dane		MONET CP	vs. WIG
Ticker	MONET CP	Zmiana 1M	-3,4% +0,3%
ISIN	CZ0008040318	Zmiana YTD	-34,5% -19,3%
Liczba akcji (mln)	511,0	Średni obrót 1M	51,9 mln CZK
MC (mld CZK)	27,3	Średni obrót 6M	89,3 mln CZK
		P/E 12M fwd	11,8 +5,0%
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	6,5	6,8	12,2	10,1	7,4
P/BV	1,1	1,1	0,9	0,9	0,8
ROE	16,5%	16,2%	7,9%	8,5%	11,5%
DPS	8,00	6,15	0,00	6,83	4,20
DYield	15,0%	11,5%	0,0%	12,8%	7,8%
Zmiana prognoz		2020P	2021P	2022P	
Wynik odsetkowy		0,0%	0,0%	0,0%	
Wynik prowizyjny		0,0%	0,0%	0,0%	
Koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%	
Saldo rezerw		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

Bilans

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

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%

Podsumowanie wyceny

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

Erste Group kupuj (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj, chociaż sentyment do sektora pozostaje na niskim poziomie. 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 zbieżne 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.

Cena bieżąca	17,77 EUR	potencjał zmiany
Cena docelowa	26,00 EUR	+46,4%

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

Podstawowe dane			EBS AV	vs. WIG
Ticker	EBS AV	Zmiana 1M	-12,8%	-9,1%
ISIN	AT0000652011	Zmiana YTD	-47,1%	-31,9%
Liczba akcji (mln)	429,8	Średni obrót 1M	17,4 mln EUR	
MC (mln EUR)	7 635,4	Średni obrót 6M	21,9 mln EUR	
		P/E 12M fwd	9,4	-7,8%
Free float	69,5%	P/E 5Y avg	10,1	dyskonto

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
Zysk netto	1 793	1 470	661	1 181	1 397
P/E	4,3	5,2	11,6	6,5	5,5
P/BV	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
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%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

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
WNDB	6 726	7 086	6 752	6 938	6 726
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
Zysk operacyjny	2 436	2 369	2 264	2 437	2 436
Saldo rezerw	59	-39	-1 317	-642	59
Zysk operacyjny netto	2 495	2 330	947	1 795	2 495
Zyski nadzwyczajne	0	0	0	0	0
Zysk brutto	2 495	2 330	947	1 795	2 495
Podatek dochodowy	-332	-419	-33	-201	-332
Zyski mniejszościowych	-369	-441	-254	-413	-369
Zysk netto	1 793	1 470	661	1 181	1 793

Bilans

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

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 godziwa	FVPS (EUR)	Zysk netto			P/E			BV	P/BV
			2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P	2020	2020
Austria	4 963	11,55	157	353	451	31,7	14,1	11,0	5 356	0,9
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
CEE ogółem	12 386	28,82	750	1 074	1 190	16,5	11,5	10,4	6 950	1,7
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
Pozostałe	-6 717	-15,63	-246	-245	-244	27,3	27,4	27,6	-14 558	0,0
Grupa Erste ogółem	10 632	24,74								

Podsumowanie wyceny

(mln EUR)	waga	wycena
Koszt kapitału 12M		6,8%
DDM	50%	10 139
Zyski ekonomiczne	50%	11 125
Średnia wartość godziwa na akcję (EUR)		10 632
Koszt kapitału 9M		5,1%
Cena docelowa za 9M (EUR)		26,00

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

12,77 EUR

potencjał zmiany

Cena docelowa

17,67 EUR

+38,4%

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

Podstawowe dane			RBI AV	vs. WIG
Ticker	RBI AV	Zmiana 1M	-15,1%	-11,4%
ISIN	AT0000606306	Zmiana YTD	-43,0%	-27,8%
Liczba akcji (mln)	328,9	Średni obrót 1M	7,5 mln EUR	
MC (mln EUR)	4 200,6	Średni obrót 6M	10,1 mln EUR	
		P/E 12M fwd	6,1	-24,9%
Free float	41,2%	P/E 5Y avg	8,1	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	3,1	3,0	6,5	6,3	4,2
P/BV	0,4	0,3	0,3	0,3	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	6,3%	8,8%	0,0%	4,7%	5,0%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln 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
WNDB	5 210	5 226	4 840	4 991	5 253
Koszty całkowite	-3 237	-2 876	-3 040	-3 078	-3 131
Zysk operacyjny	1 973	2 350	1 800	1 913	2 121
Saldo rezerw	-220	-373	-820	-919	-705
Zysk brutto	1 753	1 976	980	994	1 416
Podatek dochodowy	-355	-402	-237	-235	-304
Zysk netto	1 398	1 574	743	759	1 111
Zyski mniejszościowych	-128	-143	-80	-76	-90
ZN przyp. akcjonar.	1 270	1 432	662	684	1 021

Bilans

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

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 godziwa	FVPS (EUR)	Zysk netto			P/E		BV		P/BV
			2020	2021	2022	2020	2021	2020	2021	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
Grupa Raiffeisen	5 434	16,52	742,7	759,5	1111	7,3	7,2	4,9	13448	0,4

Podsumowanie wyceny

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

OTP Bank akumuluj (bez zmian)

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

Dosyć niespodziewane podniesienie stopy depozytowej przez węgierskich bankierów centralnych o 15 p.b., nie poprawiło notowań OTP względem sektora w Europie. Zgodnie z sentymentem walory węgierskiego lidera wędrowały na południe. Uważamy, że nie jest w pełni uzasadnione. 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 2021 P/BV.

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
WNDB	886	1 081	1 164	1 180	1 216
Koszty dział. operacyjnej	497	568	624	636	653
Wynik operacyjny	389	513	541	544	563
Saldo rezerw	26	47	279	190	161
Zysk brutto	363	466	261	354	401
Podatek dochodowy	37	47	30	40	45
Zysk netto dywizji	325	419	231	314	357
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
Zysk netto	318	412	182	326	370

Wycena sumą części (SOTP)

(mld HUF)	Wartość godziwa	FVPS (HUF)	Zysk netto			P/E	BV	P/BV
			2020	2021	2022	2020	2020	2020
Węgry + pozostałe	1 324	4 957	113,7	135,7	153,1	11,6	9,8	8,6
CEE ogółem	1 717	6 424	117,5	178,4	203,5	14,6	9,6	8,4
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
Suma dywizji	3 041	11 381	231,2	314,1	356,6	12,8	9,7	8,3
Podatek bankowy	-281	-1 054						
Grupa OTP ogółem	2 759	10 327						

Cena bieżąca

9 750,00 HUF

potencjał zmiany

Cena docelowa

11 039,00 HUF

+13,2%

aktualna	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
	akumuluj	11 039,00 HUF	2020-09-02

Podstawowe dane			OTP HB	vs. WIG
Ticker	OTP HB	Zmiana 1M	-2,0%	+1,7%
ISIN	HU00000061726	Zmiana YTD	-36,8%	-21,6%
Liczba akcji (mln)	267,0	Średni obrót 1M	6,2 mld HUF	
MC (mld HUF)	2 603,6	Średni obrót 6M	7,4 mld HUF	
		P/E 12M fwd	8,2	-18,7%
Free float	100,0%	P/E 5Y avg	10,1	dyskonto

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
Zysk netto	318	412	182	326	370
P/E	7,8	6,1	13,7	7,6	6,7
P/BV	1,4	1,1	1,0	0,9	0,8
ROE	18,4%	20,1%	7,6%	12,2%	12,6%
DPS	229,63	229,63	0,00	107,44	368,91
DYield	2,4%	2,4%	0,0%	1,1%	3,8%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

Bilans

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

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%

Podsumowanie wyceny

(mld HUF)	waga	wycena
Koszt kapitału 12M		9,2%
DDM	50%	3 099
Zyski ekonomiczne	50%	3 035
Średnia wartość godziwa		3 067
na akcję (HUF)		11 381
Podatek bankowy		-1 054
Zyski mniejszościowych		-104
Wartość godziwa na akcję (HUF)		10 327
Koszt kapitału 9M		6,9%
Cena docelowa za 9M (HUF)		11 039

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 zmieniły tego nawet odpisy w 2Q. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami wyniki za 2Q oczyszczone o odpisy na aktywa bankowe okazały się być bardzo dobre. Co więcej obawy dotyczące zmiany stopy dyskontowej dla rezerw techniczno-ubezpieczeniowych okazały się być wyolbrzymione i zmiana innych założeń aktuarialnych zbilansowała zmianę stopy. Otwartym pytaniem cały czas pozostaje kwestia aktywów bankowych w ramach Grupy PZU, więcej na ten temat powinna nam powiedzieć strategia, która zostanie ogłoszona bliżej końca roku. Sektor ubezpieczeń w Polsce powinien obecny kryzys przejść znacznie lepiej niż sektor bankowy, choć turbulencji nie da się uniknąć. Pozostawiamy bez zmian nasze zalecenie kupuj.

Cena bieżąca

24,61 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

35,93 PLN

+46,0%

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

Podstawowe dane			PZU PW	vs. WIG
Ticker	PZU PW	Zmiana 1M	-8,8%	-5,1%
ISIN	PLPZU0000011	Zmiana YTD	-38,5%	-23,3%
Liczba akcji (mln)	863,5	Średni obrót 1M	46,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	21 251,3	Średni obrót 6M	59,8 mln PLN	
		P/E 12M fwd	8,5	-24,0%
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
Zysk netto	3 213	3 295	2 555	2 853	3 090
P/E	6,7	6,5	8,4	7,5	6,9
P/BV	1,4	1,3	1,1	1,1	1,0
ROE	21,7%	21,2%	14,6%	14,9%	15,4%
DPS	2,70	2,80	0,00	2,37	2,64
DYield	11,0%	11,4%	0,0%	9,6%	10,7%
Zmiana prognoz		2020P	2021P	2022P	
Składka przypisana brutto		0,0%	0,0%	0,0%	
Odszkodowania		0,0%	0,0%	0,0%	
Wynik inwestycyjny		0,0%	0,0%	0,0%	
Koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

RZiS

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Składka przypisana brutto	23 470	24 191	24 145	24 643	25 309
Składka zarobiona netto	22 350	23 090	23 529	23 464	24 004
Odszkod. i świadc., netto	-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
Poz. przych./k. oper., nett	-878	-900	-1 806	-945	-958
WNDB	4 036	3 498	2 331	2 853	3 757
Wynik operacyjny	7 087	7 084	5 141	5 939	6 984
Koszty finansowe	0	0	0	0	0
Jednostki zależne	-1	-4	-4	-4	-4
Zysk brutto	7 086	7 080	5 137	5 935	6 980
Podatek dochodowy	-1 718	-1 895	-1 303	-1 510	-1 788
Zysk mniejszości	2 155	1 890	1 279	1 571	2 102
Zysk netto	3 213	3 295	2 555	2 853	3 090

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Wycena PZU (bez banków)

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

Wycena sumą części (SOTP)

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

Kruk kupuj (bez zmian)

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

Utrzymujemy naszą rekomendację kupuj. Oczekujemy, że odbicie w sektorze windykacyjnym będzie V-kształtne, co znacząco odróżni ten sektor od sektora bankowego. Szeroko zakrojone programy fiskalne i pomocowe powinny z jednej strony przełożyć się na niższy wzrost kredytów niepracujących niż tego można było jeszcze oczekiwać w marcu br., ale z drugiej strony znacząco będą wspierać konsumenta, a w konsekwencji jego spłaty. Oznacza to, że scenariusz pisany dla Kruka przed pandemią należy skorygować o spadek spłat i nakładów w 2020 roku, ale jednocześnie należy podwyższyć bazę portfeli dostępnych do zakupu w latach kolejnych. Kruk powinien relatywnie szybko odbudować wyniki po ich znaczącym spadku w 2020 roku, czego dowodem jest chociażby dobry wynik w 2Q'20. W pierwszej fazie odbicia wyników (2021 rok) oczekujemy utrzymania niskich kosztów operacyjnych, zanotowania niskich pozytywnych rewaluacji przy braku jednorazowych odpisów na np. goodwill. W drugiej fazie oczekujemy, że wyniki na lata 2022+ napędzane będą przez rosnącą podaż portfeli spowodowaną przez wzrost wskaźnika NPL w sektorze bankowym przy jednoczesnej normalizacji kosztów. Oczekujemy, że na głównym rynku Kruka, w Polsce, wartość nominalna kredytów niepracujących wzrośnie o 20% w 2021 roku, co pozytywnie przełoży się na rynek sprzedaży wierzytelności, ale najwcześniej w 2022 roku. Pamięamy także o skupie akcji własnych (350 PLN na akcję), co również pozytywnie odróżnia spółkę od sektora bankowego.

Cena bieżąca	133,10 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	183,17 PLN	+37,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	183,17 PLN	2020-09-03

Podstawowe dane			KRU PW	vs. WIG
Ticker	KRU PW	Zmiana 1M	-11,8%	-8,1%
ISIN	PLKRK0000010	Zmiana YTD	-18,1%	-2,9%
Liczba akcji (mln)	18,6	Średni obrót 1M	4,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 477,8	Średni obrót 6M	6,7 mln PLN	
		P/E 12M fwd	12,0	-2,7%
Free float	100,0%	P/E 5Y avg	12,4	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody ogółem	1 165	1 251	1 093	1 299	1 380
z zakupu wierzyt.	1 070	1 138	946	1 152	1 230
z inkasa	67	52	54	59	60
Koszty operacyjne	-161	-178	-164	-185	-197
Zysk netto	330	277	108	294	327
P/E	7,5	9,0	22,9	8,3	7,5
P/BV	1,5	1,3	1,2	1,1	1,0
ROE	20,7%	15,0%	5,4%	13,6%	13,6%
DPS	5,00	5,00	0,04	1,92	5,24
DYield	3,8%	3,8%	0,0%	1,4%	3,9%
Zmiana prognoz		2020P	2021P	2022P	
Nabyte pakiety wierzytelności					
Usługi windykacyjne					
Pozostałe produkty					
Koszty ogólne					
Zysk netto					

RZiS

(mln PLN)	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Nabyte pakiety wierzyteln.	633	661	482	657	714
Usługi windykacyjne	15	-1	-16	9	10
Pozostałe produkty	16	6	17	16	16
Marża pośrednia	664	665	483	682	739
Koszty ogólne	161	178	164	185	197
Wynik na pozostałej działalności	-5	-2	3	-2	-3
EBITDA	498	484	323	495	540
Amortyzacja	20	44	46	48	49
EBIT	478	440	277	447	491
Przychody/koszty finansov	-126	-126	-139	-120	-128
Zysk brutto	353	314	138	327	363
Podatek dochodowy	22	37	30	33	36
Zysk netto	330	277	108	294	327
Nakłady na nowe portfele	1 395	783	298	874	1 306
Spłaty	-1 582	-1 782	-1 838	-1 884	-1 828

Wycena DDM oraz EVA

(mln PLN)	DDM	EVA
Początkowe TNAV		1 958
Etap I (2017-24)	621	749
Etap II (2025-44)	977	426
PV TV	1479	
Wartość godziwa na 01/2019	3 077	3 133
Korekta o wartość pieniądza w czasie	234	160
Obecna wartość firmy	3 311	3 294
Liczba akcji (mln)	18,9	18,9
Koszt kapitału	9,6%	9,6%
Wartość godziwa na akcję (PLN)	175,3	174,4
Cena docelowa za 9M (PLN)	187,9	187,0

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Suma FCF	997
Wartość rezydualna (TV)	8 862
Wzrost FCF po prognozie	3,0%
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	4 724
Wartość firmy (EV)	5 721
Dług netto	2 555
Udziałowcy mniejszościowi	1
Wartość firmy na 01/2019	3 165
Korekta o wartość pieniądza w czasie	161
Obecna wartość godziwa	3 326
Ilość akcji (mln)	18,9
Wartość firmy na akcję (PLN)	176,09

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM & EVA	33%	3 302
Porównawcza	33%	2 976
DCF	33%	3 326

Wycena na akcję

(PLN)	waga	wycena
DDM & EVA	33%	174,84
Porównawcza	33%	157,57
DCF	33%	176,09
Średnia wartość godziwa		170,87
Koszt kapitału 9M		6,2%
Cena docelowa za 9M (PLN)		183,17

Skarbiec Holding akumuluj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację akumuluj 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 9-10% w kolejnych latach za wyjątkiem roku obecnego, w którym DY sięgnąć powinien 18%. Tak wysoka dywidenda w roku obecnym jest efektem wyśmienitego poprzedniego roku. Niemniej jednak zaznaczamy, że DPS może ulec obniżce w przypadku akwizycji, np. dystrybutora, który byłby naturalnym dopełnieniem biznesowym spółki.

Cena bieżąca

24,70 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

26,86 PLN

+8,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	26,86 PLN	2020-09-11

Podstawowe dane			SKH PW	vs. WIG
Ticker	SKH PW	Zmiana 1M	-5,4%	-1,6%
ISIN	PLSKRBH00014	Zmiana YTD	+30,0%	+45,2%
Liczba akcji (mln)	6,8	Średni obrót 1M		0,0 mln PLN
MC (mln PLN)	168,5	Średni obrót 6M		0,1 mln PLN
		P/E 12M fwd	9,8	+34,7%
Free float	25,4%	P/E 5Y avg	7,3	premija

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	18/19	19/20P	20/21P	21/22P
Przychody ogółem	112,9	91,6	85,6	84,8
opłata stała	78,3	63,3	62,0	58,7
opłata zmienna	33,2	27,0	22,3	24,7
Koszty razem	-75,0	-62,2	-63,7	-65,0
Zysk netto	31,2	24,0	18,7	16,9
P/E	5,5	7,1	9,1	10,1
P/BV	1,6	1,4	1,5	1,5
ROE	30,3%	21,2%	15,8%	15,1%
DPS	4,45	0,50	4,39	2,50
DYield	18,0%	2,0%	17,8%	10,1%
Zmiana prognoz		2020P	2021P	2022P
Wynagrodzenie stałe		0,0%	0,0%	0,0%
Wynagrodzenie zmienne		0,0%	0,0%	0,0%
Przychody		0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynagrodzenie stałe	80,9	78,3	63,3	62,0	58,7
Wynagrodzenie zmienne	15,2	33,2	27,0	22,3	24,7
Pozostałe	5,4	1,4	1,3	1,3	1,4
Przychody	101,5	112,9	91,6	85,6	84,8
Koszty dystrybucji	-41,5	-34,3	-25,0	-26,2	-26,1
Koszty świadczeń prac.	-19,8	-24,6	-19,7	-19,3	-20,1
Poz. koszty dział oper.	-16,8	-16,1	-17,5	-18,1	-18,8
Koszty operacyjne	-78,1	-75,0	-62,2	-63,7	-65,0
Pozostałe	0,9	0,9	1,0	1,1	1,1
Zysk brutto	24,3	38,8	30,4	23,1	20,9
Podatek dochodowy	-4,7	-7,6	-6,4	-4,4	-4,0
Zysk netto	19,6	31,2	24,0	18,7	16,9
Aktywa detaliczne	4 414	3 457	3 293	3 795	4 039
Aktywa dedykowane	2 375	406	1 014	1 014	1 014
AUM ogółem	6 789	3 862	4 307	4 809	5 053

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Środki pieniężne	50,1	53,9	77,0	65,5	67,8
Pozostałe aktywa	67,4	77,9	78,5	81,8	84,8
Aktywa razem	117,5	131,8	155,5	147,3	152,6
Obligacje i kredyty	0,1	0,0	5,4	8,5	12,7
Pozostałe zobowiązania	15,0	28,6	26,2	26,3	27,4
Udziały mniejszościowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitały własne	102,4	103,2	123,9	112,6	112,5

Analiza porównawcza

	P/E			Kapitalizacja/AUM		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	2,8	5,1	4,1	0,0%	0,0%	0,0%
Maksimum	22,8	25,9	30,2	4,9%	4,1%	3,7%
Mediana	11,6	11,1	10,1	1,2%	1,1%	1,1%
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
PV Dywidend (Etap I)	99	54%
PV Dywidend (Etap II)	76	41%
PV wartości rezydualnej	10	5%
Wartość godziwa na 07/2019	186	100%
Korekta o wartość pieniądza w czasie	16	
Wartość godziwa	201	
Rozwodnienie (program menadż.)	-7	
Obecna wartość godziwa	194	
Liczba akcji (mln)	6,8	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	28,45	
Cena docelowa za 9M (PLN)	30,79	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowy TNAV	103	60%
Etap I (2019-2026)	44	26%
Etap II - 20-lat	24	14%
Wartość godziwa na 07/2019	170	100%
Korekta o wartość pieniądza w czasie	19	
Wartość godziwa	189	
Rozwodnienie (program menadż.)	-7	
Obecna wartość godziwa	182	
Liczba akcji (mln)	6,8	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	26,69	
Cena docelowa za 9M (PLN)	28,89	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	33%	194
Zyski ekonomiczne	33%	182
Porównawcza	33%	137

Wycena na akcję

(PLN)	waga	wycena
DDM	33%	28,45
Zyski ekonomiczne	33%	26,69
Porównawcza	33%	20,04
Koszt kapitału 9M		8,3%
Cena docelowa za 9M (PLN)		26,86

GPW sprzedaj (bez zmian)

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

Chociaż 2020 rok będzie bardzo dobry w wykonaniu GPW, to uważamy, że obecna wycena oraz plany dotyczące obliża na handel energią elektryczną sprawiają, że nadarzyła się okazja do sprzedawania walorów GPW. Co więcej zastanawia nas dlaczego zarząd GPW, przy bardzo dobrych wynikach rekomenduje dywidendę na 2021 rok zgodnie z minimalnym poziomem założonym w strategii tj. 2,50 PLN, podczas gdy sytuacja gotówka spółki jest bardzo dobra i można byłoby wypłacić więcej. Dla odmiany rynek obiegrała informacja o term sheet na zakup przez GPW udziałów w giełdzie armeńskiej, która to transakcja byłaby pomijalna z punktu widzenia wyników GPW. 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 (obecnie do końca września) 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 uwzględnił przychodów z tego źródła w swoich analizach.

Cena bieżąca	45,10 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	39,19 PLN	-13,1%

	rekommendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	sprzedaj	39,19 PLN	2020-09-30

Podstawowe dane			GPW PW	vs. WIG
Ticker	GPW PW	Zmiana 1M	+6,0%	+9,7%
ISIN	PLGPW0000017	Zmiana YTD	+22,2%	+37,4%
Liczba akcji (mln)	42,0	Średni obrót 1M	3,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 892,9	Średni obrót 6M	2,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 843,6	EV/EBITDA 12M fwd	9,5	+27,8%
Free float	64,8%	EV/EBITDA 5Y avg	7,5	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	347	336	381	355	358
EBITDA	205	205	192	214	191
marża EBITDA	59,0%	61,0%	50,4%	60,3%	53,2%
EBIT	173	173	156	176	150
Zysk netto	184	119	138	126	125
P/E	10,3	15,9	13,7	15,0	15,1
P/BV	2,1	2,2	2,1	2,0	2,0
EV/EBITDA	9,5	9,1	9,6	8,5	9,4
DPS	2,20	3,18	2,40	2,50	2,60
DYield	4,9%	7,1%	5,3%	5,5%	5,8%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży	347	336	381	355	358
rynek finansowy	192	185	236	226	227
z czego obrót akcjami	94	87	131	121	119
pozostałe	98	98	105	105	108
rynek towarowy	154	150	144	128	130
z czego obsługa obrotu	79	75	73	62	63
pozostałe	75	75	71	65	67
pozostałe przychody	1	1	1	1	1
EBIT	173	156	176	150	147
EBITDA	205	188	212	188	187
Udział w zyskach jednostek	11	11	13	13	13
Wynik na działalność finans.	45	-17	-14	-4	-1
Zysk brutto	226	150	175	159	159
Podatek dochodowy	-42	-31	-37	-33	-33
Zysk netto	184	119	138	126	125

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(PLN)	PLN	%
Etap I (2021-22)	4,18	12,2%
Etap II (2023-29)	11,01	32,2%
Wartość rezydualna	19,04	55,6%
Wartość godziwa	34,24	100%
CoE (%)	8,5%	
Cena docelowa za 9M (PLN)	36,42	

Podsumowanie modelu DCF

(mln PLN)	wartość
Wartość rezydualna	1 564
Zdyskontowana wartość rezydualna	705
Zdysk. wartość FCF w okr. prognozy	880
Dług netto	-71
Udziały w spółkach	0
Wartość firmy	1 656
Liczba akcji (mln)	42
Wartość godziwa na akcję (PLN)	39,45
CoE (%)	8,5%
Cena docelowa za 9M (PLN)	41,97

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa	1 217	1 257	1 302	1 318	1 334
Aktywa trwałe	581	590	593	589	588
Aktywa obrotowe	637	667	708	730	746
Zob. i kapitały	1 217	1 257	1 302	1 318	1 334
Zob. długoterminowe	269	284	283	282	281
Zob. krótkoterminowe	61	100	107	104	105
Kapitały własne	888	873	911	932	948

Wskaźniki

	2018	2019	2020P	2021P	2022P
P/E	10,8	16,6	14,3	15,7	15,8
P/BV	2,2	2,3	2,2	2,1	2,1
P/S	5,7	5,9	5,2	5,6	5,5
EV/EBITDA	9,9	10,3	9,1	10,1	10,1
DYield	5,5%	7,4%	5,1%	5,3%	5,5%

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
Wycena DDM	50%	34,24
Wycena DCF	50%	39,45
cena wynikowa		36,85
cena docelowa za 9 m-cy		39,19

Analiza scenariuszowa

scenariusz	wycena	różnica
bazowy	39,19	-
optymistyczny	42,57	+8,6%
pesymistyczny	37,79	-3,6%

Chemia

Ciech

trzymaj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Na konferencji po wynikach za 2Q'20 Zarząd potwierdził możliwe spadki cen sody w 2021 roku (rynek spekulował o tym wcześniej; my oczekujemy -4% r/r). Dodał również, że popyt na sodę i sól warzoną odbija się w kształcie „wydłużonego U” (co potwierdzają dane GUS o produkcji sprzedanej przemysłu). Spółka ponadto poinformowała o przesunięciu na 2Q'21 zakończenie inwestycji fabryki soli warzonej w Niemczech, a Zarząd po raz pierwszy przyznał, że istnieje możliwość rewizji części celów zapisanych w strategii. Naszym zdaniem odbijające ceny gazu ziemnego i węgla koksowego przy niepewności związanej z cenami sody w 2021 roku powodują, że sentyment wokół CIECH będzie pod presją. Dodatkowo nie sprzyja niepewność odnośnie alokacji darmowych certyfikatów CO2 dla branży przemysłowej po 2020 roku. Aktualizujemy nasze prognozy o transakcję sprzedaży segmentu żywic oraz zakładamy 20% spadek r/r alokacji darmowych certyfikatów CO2 w 2021 roku. Zakładamy przekroczenie osiągnięcia 600 mln PLN EBITDA w całym 2020 roku jako mało prawdopodobne, co oznacza dalsze rewizje w dół konsensusu. Obniżamy naszą cenę docelową do 30,10 PLN/akcja (wcześniej 34,09 PLN/akcja) oraz podtrzymujemy rekomendację trzymaj dla Grupy Ciech.

Cena bieżąca

27,25 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

30,10 PLN

+10,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	30,10 PLN	2020-10-02	
poprzednia	trzymaj	34,09 PLN	2020-07-02	
Podstawowe dane			CIE PW	vs. WIG
Ticker	CIE PW	Zmiana 1M	-10,5%	-6,8%
ISIN	PLCIECH000018	Zmiana YTD	-31,4%	-16,1%
Liczba akcji (mln)	52,7	Średni obrót 1M	1,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 436,1	Średni obrót 6M	2,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 200,9	EV/EBITDA 12M fwd	5,0	-11,9%
Free float	33,0%	EV/EBITDA 5Y avg	5,6	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	3 673	3 549	3 077	3 146	3 257
EBITDA skor.	633	663	577	621	624
marża EBITDA	17,2%	18,7%	18,7%	19,7%	19,2%
EBIT skor.	358	353	251	254	268
Zysk netto skor.	166	187	90	149	164
P/E skor.	8,6	7,7	15,9	9,6	8,8
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA skor.	4,6	4,4	5,6	4,7	4,5
DPS	7,50	0,00	0,00	0,51	1,42
DYield	27,5%	0,0%	0,0%	1,9%	5,2%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA adj.			-3,9%	-13,3%	-14,1%
Zysk netto adj.			-42,7%	-31,0%	-30,3%
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 koksowy (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	526	564	569
EBITDA organika	76	72	52	44	43
EBITDA krzemiany	34	40	26	40	39
EBITDA pozostałe	5	-34	-27	-27	-27
EBITDA norm.	633	663	577	621	624
Przepływy oper.	454	532	489	578	577
Amortyzacja	275	310	325	366	356
Kapitał obrotowy	-97	56	8	-1	-2
Przepływy inv.	-627	-407	-699	-223	-314
CAPEX	595	385	699	223	314
Przepływy fin.	-125	-17	-66	-192	-235
Dywidenda/buyback	-395	0	0	-27	-75
FCF	-170	174	-207	355	263
FCF/EBITDA	-26%	30%	-36%	57%	42%
CFO/EBITDA	69%	92%	85%	93%	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)	850,2	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	3 077	3 146	3 257	3 288	3 311	3 325	3 340	3 355	3 371	3 386	3 403
EBITDA	577	621	624	615	603	591	581	570	560	549	537
marża EBITDA	18,7%	19,7%	19,2%	18,7%	18,2%	17,8%	17,4%	17,0%	16,6%	16,2%	15,8%
EBIT	251	254	268	261	255	253	233	217	202	189	175
Podatek	93	41	45	44	44	44	40	37	34	32	29
CAPEX	-699	-223	-314	-324	-339	-351	-342	-351	-356	-360	-363
Kapitał obrotowy	8	-1	-2	-1	0	0	0	0	0	0	0
FCF	-207	355	263	247	219	196	199	182	169	156	147
PV FCF	-205	330	228	201	167	140	133	113	98	85	
WACC	5,5%	6,6%	6,7%	6,7%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,9%
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%

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa	4 831	5 046	5 013	5 053	5 072
Aktywa trwałe	3 559	3 734	4 109	3 967	3 927
Kapitał własny	1 970	1 978	2 069	2 191	2 280
Udział mniejszości	0	-1	-1	-1	-1
Dług netto	1 464	1 490	1 766	1 503	1 376
Dług netto/EBITDA (x)	2,2	2,6	3,1	2,4	2,2
Dług netto/kap. wł. (x)	0,7	0,8	0,9	0,7	0,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	3,9	6,3	4,0	5,1	4,8	4,0
Maksimum	55,1	20,5	18,2	13,1	11,4	10,2
Mediana	13,5	13,8	11,0	9,0	6,9	6,0
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 290
Dług netto	1 490
Inne korekty	-202
Wycena DCF na akcję (PLN)	23,62

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	33,01
DCF	50%	23,62
Cena wynikowa		28,31
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		30,10

Grupa Azoty trzymaj (bez zmian)

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

Słabe zachowanie cen nawozów saletranych 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. Brak szybkiego odbicia koniunktury w zakresie tworzyw sztucznych oraz spadki marży na nawozach mogą naszym zdaniem zaważyć na wynikach 2H'20. W kolejnych kwartałach otoczenie dla Grupy będzie naszym zdaniem mniej sprzyjające. Ryzykiem są również doniesienia prasowe o konieczności podniesienia kosztorysu inwestycji w projekt PDH w związku z pandemią COVID-19. Nie zmieniamy naszej ceny docelowej (25,83 PLN/akcja) oraz rekomendacji trzymaj dla Grupy Azoty.

Cena bieżąca	23,85 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	25,83 PLN	+8,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	25,83 PLN	2020-09-02

Podstawowe dane			ATT PW	vs. WIG
Ticker	ATT PW	Zmiana 1M	-5,7%	-2,0%
ISIN	PLZATRM00012	Zmiana YTD	-18,5%	-3,3%
Liczba akcji (mln)	99,2	Średni obrót 1M	1,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 365,8	Średni obrót 6M	2,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	6 754,3	EV/EBITDA 12M fwd	5,8	-4,9%
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.	55,5	5,5	17,6	39,8	30,1
P/BV	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA skor.	6,5	3,9	6,1	7,6	8,0
DPS	1,20	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	5,0%	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%
Mocznik (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Saletra (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Gaz ziemny (PLN/m3)			0,0%	0,0%	0,0%
Melamina (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Poliamid 6 (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Propylen (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
EBITDA nawozy	82	965	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
Przepływy oper.	1 043	2 033	1 161	1 003	1 111
Amortyzacja	683	811	805	840	877
Kapitał obrotowy	155	636	76	-36	-17
Przepływy inw.	-1 761	-1 186	-1 945	-2 071	-1 863
CAPEX	2 042	1 044	1 945	2 071	2 037
Przepływy fin.	440	-923	80	1 012	832
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%
Cena docelowa za 9M		25,83

Surowce

JSW

trzymaj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Rosnące zainteresowanie zakupami węgla koksowego przez klientów z Chin i Indii w Australijskim Queensland przekłada się na wzrosty cen węgla koksującego, które docierają już do poziomów 140 USD/t. Dodatkowo ze względu na spadające w Chinach zapasy w portach ceny koksu wyraźnie rosną w 3Q'20. Rynek obawia się zapowiadanych przez meteorologów cyklonów w regionie Australii, które przełożyć się mogą na ograniczenie podaży w 4Q'20 oraz wzrost cen. Poza tym oczekiwane spadki cen rudy żelaza pozwalają producentom wielkopiecowym stali na podwyżki cen koksu bez wpływu na swoją marżę. Podnosimy nasze oczekiwania cen węgla koksowego i koksu w latach 2020-2021. W efekcie nasze prognozy EBITDA na te lata rosną o ponad 50%, a wycena JSW do 25,96 PLN/akcja (wcześniej 15,82 PLN/akcja). W krótkim terminie pozytywnie na sentyment do JSW wpływać może udzielenie pożyczki przez PFR nawet do 2 mld PLN. Z drugiej strony, jeśli stanie się to zbyt późno (np. w listopadzie), to Zarząd JSW może być zmuszony sięgnąć po ostatnią tranzę funduszu stabilizacyjnego (co może wywołać krótkoterminową korektę notowań). Podtrzymujemy trzymaj dla akcji JSW.

Cena bieżąca

25,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

25,96 PLN

+3,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	25,96 PLN	2020-10-02	
poprzednia	trzymaj	15,82 PLN	2020-09-02	
Podstawowe dane		JSW PW	vs. WIG	
Ticker	JSW PW	Zmiana 1M	+64,7%	+68,4%
ISIN	PLJSW0000015	Zmiana YTD	+16,9%	+32,1%
Liczba akcji (mln)	117,4	Średni obrót 1M	61,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 935,3	Średni obrót 6M	21,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 710,3	EV/EBITDA 12M fwd	6,6	+118,7%
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	7 498	9 251	9 147
EBITDA skor.	3 101	1 839	695	1 547	1 427
marża EBITDA	31,6%	21,2%	9,3%	16,7%	15,6%
EBIT skor.	2 335	806	-437	312	93
Zysk netto skor.	1 802	548	-441	124	-53
P/E skor.	1,6	5,4	-	23,6	-
P/BV	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA skor.	0,0	1,1	5,3	2,2	2,6
DPS	0,00	1,71	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	6,8%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz		2020P	2021P	2022P	
EBITDA (skor.)		+55,1%	+62,0%	+28,1%	
Zysk netto (skor.)		-31,2%	-	-82,7%	
Węgiel koksowy (PLN/t)		+3,8%	+3,3%	0,0%	
Węgiel do celów energetycznych (PLN/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Koks (PLN/t)		+4,5%	+15,2%	+10,1%	
Prod. węgla (tys. t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Prod. w. koks. (tys. t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Prod. koksu (tys. t)		0,0%	0,0%	0,0%	

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Prod. węgla (tys. t)	15 019	14 762	14 200	14 986	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
Przepływy oper.	2 856	1 538	414	2 261	1 597
Amortyzacja	766	1 034	1 132	1 234	1 334
Kapitał obrotowy	338	-162	-526	789	221
Przepływy inw.	-1 582	-2 261	-1 970	-1 870	-1 670
CAPEX	1 248	2 181	1 970	1 870	1 670
Przepływy fin.	-755	-180	1 667	-133	-133
Dywidenda/buyback	0	-201	0	0	0
FCF	1 754	-691	-1 742	431	-14
FCF/EBITDA skor.	57%	-38%	-251%	28%	-1%
CFO/EBITDA skor.	92%	84%	60%	146%	112%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
W. koksowy (USD/t)	124	155	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)	816	958	973	884	884	884	884	884	884	884	884
Przychody	7 498	9 251	9 147	9 188	9 279	9 420	9 571	9 722	9 900	9 913	9 915
EBITDA	901	1 547	1 427	1 489	1 561	1 576	1 595	1 614	1 692	1 700	1 619
marża EBITDA	12,0%	16,7%	15,6%	16,2%	16,8%	16,7%	16,7%	16,6%	17,1%	17,1%	16,3%
EBIT	-230	312	93	114	-23	12	124	237	323	306	219
Podatek	-59	34	-8	-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	-526	789	221	59	10	25	33	33	35	3	-5
FCF	-1 742	431	-14	152	193	210	216	213	277	256	186
PV FCF	-1 720	393	-12	119	140	140	132	120	144	125	
WACC	8,0%	8,3%	8,0%	8,0%	8,1%	8,2%	8,3%	8,3%	8,3%	8,2%	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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyktowana wartość FCF	-420
Dług netto	-1 252
Inne korekty	388
Wycena DCF na akcję (PLN)	13,39

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	35,44
DCF	50%	13,39
Cena wynikowa		24,42
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		25,96

KGHM redukuj (obniżona)

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

Liczba otwartych pozycji spekulacyjnych na miedzi wzrosła do 68 tys. sztuk i tylko raz w ostatnich kilku latach odnotowano wyższy od aktualnego poziom (w VI'18 70 tys. sztuk). Zwykle taka ilość otwartych pozycji spekulacyjnych sygnalizowała nadchodzącą korektę cen miedzi. Dodatkowo perspektywa wynalezienia szczepionki na COVID-19 oraz oddalająca się perspektywa kolejnych pakietów stymulujących sprawia, że inwestorzy uciekają z bezpiecznej przystani jaką są metale szlachetne. Ryzykiem są również bardzo słabe dane produkcyjne w Grupie KGHM za sierpień. Ich powtórka w kolejnych miesiącach mogłaby zaważyć na całorocznym planie produkcyjno-sprzedażowym i konieczności jego wersyfikacji. Obniżamy nasze prognozy miedzi i srebra. Obniżamy naszą cenę docelową do 103,84 PLN/akcja (wcześniej 124,67 PLN/akcja) oraz rekomendację do redukuj (wcześniej trzymaj).

Cena bieżąca	115,15 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	103,84 PLN	-9,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	redukuj	103,84 PLN	2020-10-02
poprzednia	trzymaj	124,67 PLN	2020-07-29
Podstawowe dane			
Ticker	KGHM PW	Zmiana 1M	-15,5%
ISIN	PLKGHM000017	Zmiana YTD	+20,5%
Liczba akcji (mln)	200,0	Średni obrót 1M	70,7 mln PLN
MC (mln PLN)	23 030,0	Średni obrót 6M	73,3 mln PLN
EV (mln PLN)	27 974,9	EV/EBITDA 12M fwd	4,4
Free float	63,2%	EV/EBITDA 5Y avg	4,8

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	20 526	22 723	23 506	22 421	22 530
EBITDA skor.	4 972	5 229	5 710	4 928	4 867
marża EBITDA	24,2%	23,0%	24,3%	22,0%	21,6%
EBIT skor.	3 176	3 309	3 679	2 750	2 715
Zysk netto skor.	1 888	2 230	2 524	1 812	1 784
P/E skor.	12,2	10,3	9,1	12,7	12,9
P/BV	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA skor.	6,1	5,7	4,9	5,5	5,4
DPS	0,00	0,00	0,00	2,00	3,62
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	1,7%	3,1%
Zmiana prognoz					
EBITDA (skor.)			-3,6%	-16,3%	-13,9%
Zysk netto (skor.)			-6,2%	-29,1%	-25,3%
Miedź (USD/t)			0,0%	-4,8%	-5,5%
Srebro (USD/oz)			0,0%	-8,3%	-4,3%
Molibden (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Prod. miedź (tys. ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Prod. srebro (ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Prod. molibden (mln lb)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Cu KGHM Pol (tys. ton)	385	418	401	385	384
Cu KGHM Int (tys. ton)	79	77	75	77	77
Cu Sierra Gorda (tys. ton)	53	60	75	80	82
Srebro Grupa (ton)	1 205	1 417	1 433	1 390	1 390
Złoto Grupa (tys. troz)	174	220	207	210	212
Przepływy oper.	3 826	5 048	4 706	4 157	4 093
Amortyzacja	1 796	1 920	2 031	2 178	2 152
Kapitał obrotowy	1 412	1 227	-7	10	-1
Przepływy inw.	-3 539	-3 643	-2 544	-2 756	-2 349
CAPEX	3 541	3 336	2 544	2 756	2 349
Przepływy fin.	84	-1 346	-157	-557	-882
Dywidenda/buyback	0	0	0	-400	-725
FCF	1 924	2 310	2 162	1 401	1 743
FCF/EBITDA	41%	51%	38%	28%	36%
CFO/EBITDA	77%	97%	82%	84%	84%

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa	37 237	39 409	42 143	43 265	44 354
Aktywa trwałe	29 375	31 669	32 182	32 761	32 959
Kapitał własny	19 133	20 110	22 634	24 047	25 106
Udział mniejszości	92	92	92	92	92
Dług netto	6 992	6 857	4 853	4 009	3 149
Dług netto/EBITDA (x)	1,5	1,5	0,8	0,8	0,6
Dług netto/kap. wł. (x)	0,4	0,3	0,2	0,2	0,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	6,4	5,8	4,9	1,4	0,9	0,9
Maksimum	60,0	74,7	21,0	12,4	10,7	11,1
Mediana	13,6	11,2	10,8	6,1	5,3	5,3
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Miedź (USD/t)	5 850	6 000	6 000	6 400	6 500	6 500	6 500	6 500	6 500	6 500	6 500
Srebro (USD/oz)	20,0	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0
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	23 506	22 421	22 530	23 454	23 634	23 423	22 202	22 198	22 200	22 117	22 048
EBITDA	5 710	4 928	4 867	5 516	5 530	5 251	5 169	5 130	5 084	4 983	4 898
marża EBITDA	15,7%	12,3%	12,1%	14,5%	14,8%	13,7%	14,0%	13,7%	13,4%	13,8%	13,5%
EBIT	3 679	2 750	2 715	3 404	3 489	3 198	3 102	3 051	2 976	3 047	2 967
Podatek	997	780	773	930	952	895	876	865	850	860	843
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	-7	10	-1	-8	-2	2	11	0	0	1	1
FCF	2 162	1 401	1 743	2 647	2 614	2 362	2 277	2 205	2 143	2 193	2 125
PV FCF	2 135	1 284	1 479	2 065	1 874	1 555	1 377	1 229	1 100		
WACC	7,6%	7,8%	7,9%	8,2%	8,3%	8,4%	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	0,0%
Zdykontowana wartość FCF	15 137
Dług netto	6 857
Inne korekty	454
Wycena DCF na akcję (PLN)	102,85

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	92,50
DCF	50%	102,85
Cena wynikowa		97,67
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		103,84

Paliwa Lotos kupuj (podwyższona)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

We wrześniu akcje Lotosu pogłębiły wcześniejsze spadki, co wpisywało się w ogólny sentyment do rafinerii w ujęciu globalnym. 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 oczekiwaliśmy nawet pewnej poprawy marż/dyferencjału z aktualnych bardzo niskich poziomów (rosnąca podaż ropy, spadek zapasów w okresie huraganowym, powrót popytu z rolnictwa na rynku diesla, pierwsze wyłączenia rafinerii). Nasza wycena uwzględnia konserwatywne założenia makro i przy obecnym kursie podnosimy rekomendację do kupuj. Dodatkowo uważamy, że rynek zbyt pesymistycznie przechodzi do kwestii finalizacji fuzji z PKN. 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 kontrowersje. Trudno sobie wyobrazić, aby zagraniczne koncerny będące stroną wymiany aktywów w ramach środków zaradczych chcieli wikać 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.

Cena bieżąca

34,00 PLN

potencjał zmiany**Cena docelowa**

47,09 PLN

+38,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	47,09 PLN	2020-10-02
poprzednia	akumuluj	47,09 PLN	2020-09-02
Podstawowe dane			LTS PW vs. WIG
Ticker	LTS PW	Zmiana 1M	-11,0% -7,3%
ISIN	PLLOTOS000025	Zmiana YTD	-58,8% -43,6%
Liczba akcji (mln)	184,9	Średni obrót 1M	16,4 mln PLN
MC (mln PLN)	6 285,7	Średni obrót 6M	24,1 mln PLN
EV (mln PLN)	8 806,0	EV/EBITDA 12M fwd	4,7 -13,8%
Free float	46,8%	EV/EBITDA 5Y avg	5,4 dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	30 122	29 493	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	4,0	5,5	-	12,3	6,1
P/BV	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	2,2	3,2	-	4,7	3,3
DPS	1,00	3,00	1,00	3,00	3,00
DYield	2,9%	8,8%	2,9%	8,8%	8,8%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA LIFO			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Brent (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
USD/PLN			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
EBITDA LIFO skor.	3 126	2 861	1 851	1 980	2 408
upstream	917	630	306	328	721
rafineria	2 022	1 965	1 351	1 443	1 476
detal	181	259	194	209	211
EV/EBITDA LIFO skor.	2,6	3,2	4,8	4,5	3,8
Efekt LIFO	500	-141	-857	-76	360
Inne zd. jednorazowe	78	159	-1 112	0	0
Saldo finansowe	-259	-278	-342	-171	-185
Przerób ropy mln ton	10,8	10,7	10,2	10,6	10,6
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
Wydobycie w mboe/d	20,4	20,7	21,4	18,1	21,7
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	40	50	50	50	50	50	50	50	50	50
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%

Bilans i CF

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
CF operacyjny	2 328	2 130	2 554	1 946	1 776
CFO/EBITDA LIFO skor.	74%	74%	138%	98%	74%
Capex	967	805	1 144	1 453	1 241
Kapitał obrotowy	4 816	5 523	4 138	3 993	4 781
Kapitał własny	12 035	12 715	11 479	11 534	12 004
Dług netto	1 943	2 900	2 520	2 658	2 867
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
Wycena DCF na akcję (PLN)	52,05

Wycena

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

MOL kupuj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Wszystko wskazuje na to, że ogłoszony program skupu akcji własnych był tym brakującym katalizatorem który przełamał kilkumiesięczny spadkowy trend na kursie MOL. Po wcześniejszym zawieszeniu wypłaty dywidendy jest to pozytywny sygnał dla rynku. Wcześniej inwestorzy nie reagowali na bardzo dobre wyniki 2Q i mocne wzrosty cen gazu na rynku europejskim. Przypominamy, że węgierski koncern ze względu na zdywersyfikowany profil biznesu jest mniej wrażliwy na załamanie marż rafineryjnych od regionalnych peers'ów. Z tego też względu przy ostatniej rewizji naszych założeń dla tego segmentu nasze prognozy EBITDA na lata 2020-22 podnieśliśmy średnio o 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 wzięł 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. Utrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do akcji MOL.

Cena bieżąca

1 690 HUF

potencjał zmiany
Cena docelowa

1 976 HUF

+16,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	1 976 HUF	2020-09-02

Podstawowe dane			MOL HB	vs. WIG
Ticker	MOL HB	Zmiana 1M	+0,2%	+4,0%
ISIN	HU0000153937	Zmiana YTD	-42,5%	-27,3%
Skor. l. akcji (mln)	753,1	Średni obrót 1M	1 755,7 mln HUF	
MC (mln HUF)	1 272 665,4	Średni obrót 6M	2 005,0 mln HUF	
EV (mln HUF)	2 994 198,5	EV/EBITDA 12M fwd	4,4	+3,8%
Free float	53,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,3	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mld HUF)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	5 169	5 267	3 762	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	-	13,2	6,7
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	7,5%	8,4%	0,0%	4,1%	4,3%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
CCS EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Marża petchem (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Brent (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mld HUF)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
EBITDA LIFO skor.	728	709	546	549	685
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
EV/EBITDA LIFO skor.	2,6	3,0	5,5	5,5	4,3
Efekt LIFO	19	-16	-54	2	22
Inne zd. jednorazowe	17	-8	0	0	0
Saldo finansowe	-22	-18	-119	-18	-38
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
Przerób ropy mln ton	19,2	17,5	15,7	16,5	17,3
Wydobycie mboe/d	110,6	112,0	120,2	126,1	123,6

Model DCF (bez segmentu wydobywczego)

(mld HUF)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Brent (USD/Bbl)	40	40	50	50	50	50	50	50	50	50	50
Marża+dyferencjał USD/HUF	3,5	4,5	5,0	5,5	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
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
CF operacyjny	596	704	391	581	625
CFO/EBITDA LIFO skor.	82%	99%	72%	106%	91%
Capex	380	596	1 177	543	406
Kapitał obrotowy	300	286	369	345	390
Kapitał własny	1 994	2 151	2 124	2 153	2 274
Dług netto	314	559	1 452	1 499	1 387
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%
Zdyskontowana wartość FCF	1 820
Dług netto i korekty	337
Segment wydobywczy	94
Wycena DCF na akcję (HUF)	2 212

Wycena

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

PGNiG kupuj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Po ostatnim niezrozumiałym tąpnięciu kursu PGN (bez konkretnych katalizatorów i w oderwaniu od porównywalnych spółek europejskich), podnieśliśmy rekomendację do kupuj i utrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do spółki. Ceny gazu w Europie po fatalnym lecie zaskakują in plus, a parytet importowy LNG wciąż wskazuje na potencjał wzrostowy w sezonie grzewczym. Ceny spotowe przebiły już 12 EUR, a kontrakt 1Y oscyluje obecnie w okolicach 14 EUR/MWh, czyli bliżej naszej prognozy na rok 2022 (15 EUR/MWh), niż konserwatywnych założeń na rok przyszły (11,8 EUR/MWh). Wolniejszy przyrost zapasów okresie letnim, spadek produkcji stowarzyszonej w USA i problemy z odstępowością LNG z Australii w połączeniu z utrzymującym się zjawiskiem fuel-switch (gaz/węgiel) to główne argumenty za odbiciem cen poruszane przez nas w poprzednich publikacjach. Zwracamy uwagę, iż po urynkowieniu kontraktu jamalskiego Spółka będzie ponad 60% strumienia EBITDA generować ze stabilnych segmentów użyteczności publicznej. Taki profil zasługuje na re-rating wskaźnika EV/EBITDA, podczas gdy w ostatnim czasie spadł on 25% poniżej 5-letniej średniej. Konsensus prognoz na lata 2021-22 od czerwca tego roku zgodnie z naszymi oczekiwaniami podniósł się o ponad 10%, a wykonanie tegorocznej prognozy po półroczu sięga komfortowych 60%.

Cena bieżąca

5,05 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

5,97 PLN

+18,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	5,97 PLN	2020-09-22

Podstawowe dane			PGN PW	vs. WIG
Ticker	PGN PW	Zmiana 1M	-2,0%	+1,7%
ISIN	PLPGNIG00014	Zmiana YTD	+19,1%	+34,3%
Liczba akcji (mln)	5 778,3	Średni obrót 1M	24,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	29 157,4	Średni obrót 6M	25,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	27 014,3	EV/EBITDA 12M fwd	3,3	-28,6%
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	33 372	36 958
EBITDA	7 115	5 504	12 745	7 110	7 749
marża EBITDA	17,3%	13,1%	36,7%	21,3%	21,0%
EBIT	4 395	2 448	9 378	3 613	4 221
Zysk netto	3 212	1 371	7 291	2 936	3 258
P/E	9,1	21,3	4,0	9,9	8,9
P/BV	0,8	0,8	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	4,1	6,0	2,1	3,7	3,5
DPS	0,07	0,11	0,09	0,19	0,25
DYield	1,4%	2,2%	1,9%	3,8%	5,0%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Brent (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Gaz EU (EUR/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
USD/PLN			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
EBITDA skor.	7 511	6 452	7 042	7 316	8 036
EBITDA	7 115	5 504	12 745	7 110	7 749
wydobycie	5 019	3 360	1 860	2 748	3 629
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
Saldo finansowe	107	-289	-444	41	0
Prod. ropy mln ton	1,41	1,21	1,36	1,62	1,53
kraj	0,82	0,77	0,75	0,73	0,73
zagranica	0,59	0,44	0,61	0,89	0,79
Prod. gazu mld m3	4,5	4,5	4,7	5,4	5,4
kraj	3,8	3,8	3,8	4,0	4,0
zagranica	0,7	0,7	0,9	1,4	1,4
marża obrót PLN/MWh	-6,6	-4,5	46,7	6,6	5,2

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Brent (USD/Bbl)	40	40	50	50	50	50	50	50	50	50	50
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	33 372	36 958	37 190	35 125	35 643	36 109	36 406	36 411	36 444	36 444
EBITDA	12 177	6 711	7 363	6 886	7 275	7 508	7 746	7 849	7 666	7 564	7 564
marża EBITDA	35,1%	20,1%	19,9%	18,5%	20,7%	21,1%	21,5%	21,6%	21,1%	20,8%	20,8%
EBIT	9 378	3 613	4 221	3 655	3 347	3 472	3 505	3 490	3 210	3 735	3 124
Podatek	1 644	718	963	816	549	617	651	677	639	927	623
CAPEX	-5 423	-4 498	-5 120	-5 157	-4 612	-4 654	-4 578	-4 594	-4 541	-4 440	-4 440
Kapitał obrotowy	1 518	177	-469	-30	270	-68	-61	-39	-1	-4	-4
FCF	6 627	1 673	812	883	2 384	2 171	2 456	2 539	2 485	2 193	2 497
PV FCF	6 486	1 503	669	667	1 653	1 381	1 433	1 360	1 223	991	
WACC	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	8,9%	8,9%	8,9%	8,2%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
CF operacyjny	5 814	4 938	11 928	6 303	6 030
CFO/EBITDA	82%	90%	94%	89%	78%
Capex	4 534	6 069	5 423	4 498	5 120
Kapitał obrotowy	5 358	6 059	4 541	4 364	4 833
Kapitał własny	36 634	38 108	45 072	46 915	48 705
Dług netto	-223	3 715	-2 142	-2 763	-2 107
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	35,7	16,8	16,0	14,9	12,0	11,7
Mediana	18,8	11,5	9,5	6,5	5,6	5,1
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	35 592
Dług netto	6 102
Inne korekty	-7
Wycena DCF na akcję (PLN)	5,10

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	7,23
DYield-porównawcza	17%	2,67
DCF	50%	5,10
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		5,97

PKN Orlen trzymaj (bez zmian)

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 rafinerijnym nie powinny być 1:1 ekstrapolowane na kolejne okresy, to zakładamy pogorszenie marżowości w petrochemii (presja podażowa), 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. Na razie utrzymujemy neutralną rekomendację dla PKN.

Cena bieżąca

44,86 PLN

potencjał zmiany
Cena docelowa

56,37 PLN

+25,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	56,37 PLN	2020-09-02

Podstawowe dane			PKN PW	vs. WIG
Ticker	PKN PW	Zmiana 1M	-10,9%	-7,1%
ISIN	PLPKN0000018	Zmiana YTD	-47,1%	-31,9%
Liczba akcji (mln)	427,7	Średni obrót 1M	44,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	19 187,0	Średni obrót 6M	79,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	37 816,1	EV/EBITDA 12M fwd	4,1	-20,1%
Free float	67,6%	EV/EBITDA 5Y avg	5,1	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	3,5	4,5	8,1	10,2	7,0
P/BV	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA	2,5	2,9	5,2	5,0	4,2
DPS	3,00	3,50	1,00	1,00	2,65
DYield	6,7%	7,8%	2,2%	2,2%	5,9%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA LIFO			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Marża petchem (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
USD/PLN			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
EBITDA LIFO skor.	8 448	8 999	7 778	7 970	8 752
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
EV/EBITDA LIFO skor.	2,9	2,9	4,9	4,9	4,6
Efekt LIFO	860	-145	-2 241	-190	900
Inne zd. jednorazowe	580	8	1 776	0	0
Saldo finansowe	-104	-11	-609	-205	-480
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	4,3	2,8	1,3	1,0	1,7
detal EBITDA/tonę	294	312	301	298	308
Przerób ropy mln ton	33,4	33,9	29,8	29,8	31,3
Prod. petch. (tys. ton)	3 616	3 781	3 781	3 781	3 781

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Marża+dyferencjał	6,3	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
CF operacyjny	4 980	9 319	8 116	7 306	7 329
CFO/EBITDA LIFO skor.	59%	104%	104%	92%	84%
Capex	4 454	4 450	8 309	7 569	7 487
Kapitał obrotowy	11 144	9 611	6 726	6 757	8 436
Kapitał własny	35 727	38 596	40 534	41 997	43 615
Dług netto	5 599	6 446	16 769	17 664	19 436
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
Wycena DCF na akcję (PLN)	56,35

Wycena

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

Energetyka

CEZ

kupuj (podwyższona)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Deklaracje KE o podwyższeniu celu redukcji emisji do 2030 roku na razie nie wywołały euforii na cenach CO₂, ale naszym zdaniem ten scenariusz dopiero przed nami, a CEZ ze swoim współczynnikiem emisji na poziomie 0,34t/MWh stanowi idealną ekspozycję na taki rozwój wypadków. Dodatkowo 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 w przyszłym roku >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 CO₂ przez czeski rząd. Spółka będzie miała również 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. Przy obecnym kursie podnosimy rekomendację do kupuj.

Rachunek wyników i dane operacyjne

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

Model DCF

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

Cena bieżąca

438,00 CZK

potencjał zmiany

Cena docelowa

514,80 CZK

+17,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	514,80 CZK	2020-10-02
poprzednia	akumuluj	514,80 CZK	2020-06-03
Podstawowe dane		CEZ CP	vs. WIG
Ticker	CEZ CP	Zmiana 1M	-2,9% +0,9%
ISIN	CZ0005112300	Zmiana YTD	-7,9% +7,3%
Liczba akcji (mln)	538,0	Średni obrót 1M	65,7 mln CZK
MC (mld CZK)	235,6	Średni obrót 6M	100,4 mln CZK
EV (mld CZK)	400,0	EV/EBITDA 12M fwd	7,2 +0,3%
Free float	30,2%	EV/EBITDA 5Y avg	7,1 premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

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

Bilans i CF

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

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Enea zawieszona (bez zmian)

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

Kurs Enei odrobił część spadków, ale wciąż 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 2,0x EV/EBITDA vs średnia dla pozostałych spółek na poziomie 4,0x. 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 Cena docelowa

6,10 PLN

-

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

Podstawowe dane		ENA PW	vs. WIG
Ticker	ENA PW	Zmiana 1M	-1,0% +2,8%
ISIN	PLENEA000013	Zmiana YTD	-22,9% -7,7%
Liczba akcji (mln)	441,4	Średni obrót 1M	2,0 mln PLN
MC (mln PLN)	2 692,8	Średni obrót 6M	3,9 mln PLN
EV (mln PLN)	10 271,6	EV/EBITDA 12M fwd	3,2 -23,1%
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	3,9	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%	4,0%	9,4%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Energia (PLN/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

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

Bilans i CF

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
CF operacyjny	2 435	2 145	2 388	3 465	3 140
CFO/EBITDA	104%	63%	76%	98%	92%
Capex	1 979	2 077	2 643	2 330	2 107
Kapitał obrotowy	605	1 586	2 088	1 863	1 848
Kapitał własny	14 097	14 456	15 524	16 683	17 607
Dług netto	5 566	6 137	6 491	5 677	5 096
Dług netto/EBITDA (x)	2,4	1,8	2,1	1,6	1,5

Energa zawieszona (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Wezwanie Orlenu z zamiarem zdjęcia Energi z GPW pozwoliło na odrobienie wcześniejszych spadków na kursie. Nadal uważamy, że wskaźniki na jakich notowana jest Spółka nie uwzględniają faktu, że po rezygnacji z węglowego projektu Ostrołęka C ma profil bardzo zbliżony do tego do którego reszta sektora ma dopiero dążyć (śladowy udział wyniku opartego na generacji węglowej). Tymczasem obecnie rynek wycenia Energe na zbliżonym poziomie do docelowej „czystej” części Tauronu przy wskaźniku 4,7x. Oczywiście rola mniejszościowego udziałowca przy 80% udziale PKN wiąże się z pewnym ryzykiem, ale w naszej ocenie plany paliwowego koncernu w obszarze energetycznym nie powinny być krzywdzące dla wartości Energi w średnim terminie.

Cena bieżąca

8,32 PLN

Cena docelowa

-

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

Podstawowe dane		ENG PW	vs. WIG
Ticker	ENG PW	Zmiana 1M	+6,4% +10,1%
ISIN	PLENERG00022	Zmiana YTD	+17,5% +32,7%
Liczba akcji (mln)	414,1	Średni obrót 1M	2,5 mln PLN
MC (mln PLN)	3 445,0	Średni obrót 6M	2,3 mln PLN
EV (mln PLN)	9 783,0	EV/EBITDA 12M fwd	5,0 +16,0%
Free float	48,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,4 premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

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

Rachunek wyników i dane operacyjne

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

Bilans i CF

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

PGE

zawieszona (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Notowania PGE po ogłoszeniu porozumienia rządu z górnikaми odrobiły znaczną część wcześniejszych spadków, pomimo tego że sam dokument ma wiele kuriozalnych zapisów i nie rozwiązuje węglowych wyzwań ani w krótkim ani w długim terminie. Sam fakt akceptacji przez stronę społeczną konieczności zamknięcia kopalni jest już jednak osiągnięciem wskazującym, że zmiany, choć wolno i w bólach, to jednak w polskiej energetyce będą zachodziły. Nadal nie spodziewamy się jednak, aby jesienna aktualizacja strategii PGE przyniosła odpowiedź na pytanie jak ma wyglądać proces transformacji i konkretne deklaracje ws. 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, a świadomość konieczności zamknięcia kompleksu odkrywkowego jest tam znacznie mniejsza niż na Śląsku. 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 (potencjalnym ryzykiem jest czasowe zawieszenie płatności z/w na pozew Tempus Energy). Dodatkowym pozytywnym katalizatorem może być propozycja obniżenia obliża giełdowego. Bez konkretów ws. procesu wydzielania aktywów węglowych trudno jednak oczekiwać trwałej poprawy sentymentu do całego sektora.

Cena bieżąca

6,99 PLN

Cena docelowa

-

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

Podstawowe dane		PGE PW	vs. WIG
Ticker	PGE PW	Zmiana 1M	+20,6% +24,3%
ISIN	PLPGER000010	Zmiana YTD	-12,2% +3,0%
Liczba akcji (mln)	1 869,8	Średni obrót 1M	15,7 mln PLN
MC (mln PLN)	13 066,0	Średni obrót 6M	25,5 mln PLN
EV (mln PLN)	25 048,5	EV/EBITDA 12M fwd	3,9 -9,3%
Free float	42,6%	EV/EBITDA 5Y avg	4,3 dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	25 946	37 627	41 772	40 002	39 617
EBITDA	6 375	7 141	6 349	8 351	8 162
marża EBITDA	24,6%	19,0%	15,2%	20,9%	20,6%
EBIT	2 482	-4 175	2 225	3 885	3 577
Zysk netto	1 498	-3 961	1 380	2 864	2 554
P/E	8,7	-	9,5	4,6	5,1
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	3,7	3,5	3,9	2,9	3,0
DPS	0,00	0,00	0,00	0,18	0,38
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	2,6%	5,5%
Zmiana prognoz		2020P	2021P	2022P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Energia (PLN/MWh)		0,0%	0,0%	0,0%	
Węgiel (PLN/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
CO2 (EUR/t)		0,0%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

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

Bilans i CF

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

Tauron zawieszona (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Tauron dotychczas najmocniej dyskontował pozytywny scenariusz wydzielania aktywów węglowych i dlatego najbardziej ucierpiał na ostatniej przecenie sektora. Porozumienie rządu z górnikami odwróciło część tych spadków, ale w dokumencie zabrakło tego na co rynek czekał (wskazywaliśmy że te oczekiwania są mocno na wyrost), czyli deklaracji o szybkim zamknięciu 3 posiadanych przez koncern kopalni. Zamiast tego Tauron pojawił się tam w innym kontekście, a mianowicie jako inwestor w kosztownym projekcie CCU w starej Elektrowni Łaziska, który miałyby wydłużyć żywotność wydobywania na Śląsku. Wygląda na to, że również sprzedaż Tauron Ciepło do PGNiG idzie wolniej niż zakładano, a kolejne wydłużenie okresu negocjacji może naszym zdaniem sygnalizować, że do transakcji w ogóle nie dojdzie do czasu wyklarowania się koncepcji reformy całego sektora. Obecna wycena Tauronu, również przy założeniu separacji aktywów węglowych, wciąż mocno odbiega na wskaźniku EV/EBITDA (4,4x vs 3,2x) od pozostałych spółek, co nie jest naszym zdaniem uzasadnione.

Cena bieżąca Cena docelowa

2,31 PLN

-

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

Podstawowe dane			TPE PW	vs. WIG
Ticker	TPE PW	Zmiana 1M	-0,2%	+3,6%
ISIN	PLTAURN00011	Zmiana YTD	+40,9%	+56,1%
Liczba akcji (mln)	1 752,5	Średni obrót 1M		10,8 mln PLN
MC (mln PLN)	4 048,4	Średni obrót 6M		18,0 mln PLN
EV (mln PLN)	18 971,9	EV/EBITDA 12M fwd	5,4	+16,9%
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
wydobycie	-90	-500	-344	-315	-94
dystribucja	2 466	2 606	2 567	2 445	2 519
obróć	372	429	486	460	467
pozostałe	13	81	35	42	45
Saldo finansowe	-286	-311	-577	-110	-325
Produkcja energii TWh	16,2	13,9	13,4	17,5	17,5
w tym OZE	1,0	1,4	1,8	1,8	1,8
Wolumen obrotu TWh	34,5	33,7	32,4	32,8	33,3
dynamika r/r	-1,2%	-2,3%	-4,0%	1,5%	1,5%
marża obrotu PLN/MWh	10,8	11,6	14,0	14,0	14,0
WRA w mld PLN	16,9	17,5	18,0	18,3	18,7
zwrot na WRA (EBIT)	8,2%	8,2%	7,6%	6,6%	6,5%

Bilans i CF

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

Telekomunikacja

Cyfrowy Polsat

trzymaj (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Podtrzymujemy neutralne podejście do Cyfrowego Polsatu. Spółka jest wyceniana na EV/EBITDA'20 = 7,4x, powyżej konkurencyjnych spółek OPL i PLY (po 39,00 PLN czyli po cenie w wezwaniu przez Iliad), chociaż dynamika wzrostu wyników jest niższa, a dodatkowo potencjalny odpływ klientów payTV oraz na niewyróżniający się od średniej poziom dywidendy powinien negatywnie wpływać na sentyment. Dodatkowym ryzykiem jest zawieszenie trwającego do niedawna postępowania aukcyjnego dot. rozdysponowania częstotliwości 5G. Nie możemy wykluczyć, że warunki w kolejnej aukcji nie pogorszą się. Z drugiej spółka ogłosiła ostatnio przegląd opcji strategicznych. Spółka wieżowa (Polkomtel Infrastruktura) może być warta naszym zdaniem 4,4-6,0 mld PLN. Sądzymy, że sprzedaż mniejszościowego pakietu (50% - jedna akcja) jest najbardziej prawdopodobna. Trzeba się liczyć także z faktem, że PLY i OPL także mogą być zainteresowane sprzedażą części swojej infrastruktury mobilnej. Dlatego też, ostateczny zastrzyk gotówki ze sprzedaży wież może być dużo niższy niż podane powyżej kwoty. Niemniej jednak, do pomysłu sprzedaży wież podchodzimy pozytywnie.

Cena bieżąca

27,30 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

26,30 PLN

-3,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	26,30 PLN	2020-09-02

Podstawowe dane			CPS PW	vs. WIG
Ticker	CPS PW	Zmiana 1M	+1,4%	+5,1%
ISIN	PLCFRPT00013	Zmiana YTD	-2,3%	+12,9%
Liczba akcji (mln)	639,5	Średni obrót 1M	10,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	17 459,5	Średni obrót 6M	14,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	30 246,9	EV/EBITDA 12M fwd	7,0	+4,6%
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	20,9	15,9	15,4	11,9	10,8
P/BV	1,3	1,3	1,2	1,2	1,1
EV/EBITDA	7,6	7,2	7,4	6,9	6,8
DPS	0,00	0,93	0,35	1,58	1,25
DYield	0,0%	3,4%	1,3%	5,8%	4,6%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Liczba RGUs pospaid*	16,91	17,43	17,57	17,66	17,72
w tym Pay TV	5,10	5,01	4,97	4,96	4,96
w tym mobile	7,35	7,83	7,98	8,05	8,09
Przychody	10 686	11 676	11 739	11 945	12 207
zmiana	0	9,3%	0,5%	1,8%	2,2%
EBIT	1 727	1 967	1 784	2 116	2 308
marża	16,2%	16,8%	15,2%	17,7%	18,9%
EBITDA	3 698	4 197	4 066	4 293	4 389
marża	34,6%	35,9%	34,6%	35,9%	36,0%
Koszty finansowe	-387	-466	-438	-366	-374
Inne	-34	-34	72	87	93
Zysk brutto	1 306	1 468	1 419	1 838	2 028
Podatek	-490	-353	-270	-349	-385
Zyski mniejszości	-18	14	16	18	19
Zysk netto	834	1 101	1 133	1 471	1 623

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	-1 959	-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
CF operacyjny	2 915	3 087	3 136	3 272	3 390
CFO/EBITDA	79%	74%	77%	76%	77%
Capex	-928	-1 232	-2 385	-1 308	-2 303
Aktywa ogółem	30 697	32 590	33 534	34 074	34 994
Kapitał własny	13 227	13 811	14 720	15 180	16 003
Dług netto ex. MSSF16	10 092	10 792	10 703	10 116	10 203
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
Wycena DCF na akcję (PLN)	26,02

Wycena

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

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

4,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

4,40 PLN

-2,2%

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

Podstawowe dane		NET PW	vs. WIG
Ticker	NET PW	Zmiana 1M	+0,7% +4,4%
ISIN	PLNETIA00014	Zmiana YTD	+1,8% +17,0%
Liczba akcji (mln)	337,0	Średni obrót 1M	0,5 mln PLN
MC (mln PLN)	1 516,7	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN
EV (mln PLN)	2 025,0	EV/EBITDA 12M fwd	4,3 -11,9%
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	23,4	31,9	29,0	26,2	25,2
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
Przychody	1 373	1 297	1 280	1 278	1 290
bezpośrednie usługi głos.	350	293	265	246	233
transmisja danych	581	566	566	576	594
rozł. międzyop. i hurt.	236	211	214	216	218
inne	207	226	235	241	245
Koszty sprzedaży	275	256	247	250	254
Koszty ogół. zarządu	134	149	144	144	145
EBITDA MSSF16	-	457	439	439	436
marża	-	35,2%	34,3%	34,3%	33,8%
Zysk netto	64,8	47,6	52,4	57,9	60,2

Model DCF

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

Bilans i CF

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

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Orange Polska kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Podtrzymujemy pozytywne podejście do Orange Polska. Głównymi argumentami są: poprawa w stacjonarnej części Orange (ARPO z usług tylko stacjonarnych wzrosło o 5,6% R/R), szybkie tempo wzrostu bazy klientów FTTH (+44 tys. w ciągu 2Q'20), odbudowa poziomu cen w obszarze mobilnym i konwergentnym oraz postępująca redukcja kosztów. Spółka jest wyceniana obecnie na atrakcyjnym poziomie EV/EBITDA = 5,1x. Ponadto, liczymy że wezwanie Iliad na akcje Play po 39,00 PLN za walor, uwidoczni niską wycenę Orange Polska oraz wzmocni popytu na akcje OPL (zakładamy, że inwestorzy odpowiedzą na wezwanie PLY). De facto, wartość EV dla OPL i PLY to odpowiednio 17,4 mld PLN oraz 16,7 mld PLN. Jeśli przyjąłby, że wartość mobilnej części i OPL i PLY powinny być zbliżone, cena płacona przez Iliad za akcje PLY właściwa, to okazuje się że rynek nie przykłada dużej wartości do części stacjonarnej Orange Polska. Tymczasem, ze światłowodu Orange korzysta już >600 tys. klientów w 152 miejscowościach w Polsce, a zasięg sieci FTTH to > 4,6 mln polskich gospodarstw domowych (gros na sieci własnej). Dodatkowo, separacja części sieci FTTH i kontynuacja jej budowy we współpracy z zewnętrznym partnerem powinny wspierać sentyment do spółki 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

7,04 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

8,30 PLN

+18,0%

	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%	+1,6%
ISIN	PLTLKPL00017	Zmiana YTD	-1,2%	+14,0%
Liczba akcji (mln)	1 312,0	Średni obrót 1M	9,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	9 229,9	Średni obrót 6M	11,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	17 421,3	EV/EBITDA 12M fwd	5,1	+9,0%
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	923,0	101,1	37,9	20,3	14,8
P/BV	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	5,6	5,5	5,1	4,6	4,5
DPS	0,00	0,00	0,00	0,25	0,25
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	3,6%	3,6%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
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
Przychody	11 087	11 406	11 528	11 741	11 905
telefonía komórkowa	2 726	2 598	2 565	2 576	2 586
telefonía stacjonarna	2 441	2 192	2 079	1 948	1 854
pozostałe	5 920	6 616	6 884	7 216	7 466
Koszty	7 980	8 092	8 014	8 043	8 097
koszty pracownicze	-1 577	-1 490	-1 374	-1 334	-1 314
usługi obce	-6 200	-6 417	-6 505	-6 572	-6 644
poz. przychody i koszty	-203	-185	-135	-137	-139
Sprzedaż aktywów	192	271	70	120	150
Pozostałe	-490	-596	-651	-690	-661
EBITDAaL	-	2 718	2 864	3 008	3 147
marża	-	23,8%	24,8%	25,6%	26,4%
Zysk netto	10	74	244	454	622

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

Model DCF*

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Przychody	11 528	11 741	11 905	12 075	12 264	12 451	12 659	12 817	13 027	13 217	13 217
EBIT+Amor. ex. IFRS16	2 992	3 187	3 357	3 449	3 442	3 490	3 569	3 589	3 642	3 676	3 676
marża EBITDA	26,0%	27,1%	28,2%	28,6%	28,1%	28,0%	28,2%	28,0%	28,0%	27,8%	27,8%
Amortyzacja	2 399	2 351	2 304	2 258	2 190	2 125	2 061	2 020	1 979	1 940	1 940
EBIT	593	836	1 053	1 191	1 251	1 365	1 508	1 570	1 663	1 736	1 736
Podatek	113	159	200	226	238	259	286	298	316	330	330
NOPLAT	480	677	853	965	1 014	1 106	1 221	1 271	1 347	1 406	1 406
CAPEX bez zysków z nier.	-2 688	-1 814	-2 823	-1 799	-1 898	-1 926	-1 926	-1 919	-2 389	-2 389	-2 389
Kapitał obrotowy	19	-54	-67	-67	-67	-66	-66	-66	-61	-61	-61
FCF	210	1 160	267	1 356	1 239	1 238	1 290	1 305	876	896	896
PV FCF	205	1 057	227	1 082	923	861	838	791	496	473	
WACC	6,8%	6,9%	6,8%	6,9%	7,0%	7,1%	7,1%	7,2%	7,2%	7,1%	7,1%
Dług netto / EV	35,5%	33,2%	34,4%	32,5%	30,9%	29,5%	28,0%	26,6%	27,5%	28,6%	28,6%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

*korekta nakładów inwestycyjnych o zyski ze sprzedaży nieruchomości

Bilans i CF

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

Analiza porównawcza

	EV / EBITDA			DYield - RFR		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	11,9	11,5	10,7	18,2%	37,3%	24,0%
Maksimum	3,4	3,1	2,8	-5,8%	-4,4%	-2,9%
Mediana	5,2	5,0	4,9	4,4%	4,4%	5,1%
waga	22%	22%	22%	0%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	17 199
Dług netto ex. MSSF16	6 182
Inne korekty	2
Wycena DCF na akcję (PLN)	8,40

Wycena

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

Play redukuje (obniżona)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

We wrześniu opublikowaliśmy raport analityczny na Play z rekomendacją kupuj. Podkreśliśmy w nim, że spadek notowań Play do połowy września nie jest uzasadniony, a spółka generuje bardzo atrakcyjny FCFE Yield, co powinno być głównym argumentem wspierającym sentyment do spółki. W kolejnym dniu sesyjnym francuski operator Iliad ogłosił wezwanie na 100% akcji Play po 39,00 PLN. Cena w wezwaniu jest wyższa od naszej ceny docelowej o blisko 11%. Chociaż Play nawet przy cenie z wezwania generuje FCFE Yield rzędu 7-8%, co trzeba doceniać w otoczeniu niskich stóp procentowych to jednak odpowiedzialibyśmy na wezwanie. Stąd obniżamy rekomendację do redukuje. Naszym zdaniem kluczową ideą Iliad będzie wprowadzenie Play na rynek stacjonarny. W przypadku przejęcia operatora kablowego wysoki strumień pieniężny generowany przez Play będzie głównym źródłem finansowania potencjalnej akwizycji operatora kablowego. Samo wejście na rynek stacjonarny niesie także pewne ryzyka dla Play. Ze względu na powyższe czynniki, uważamy że odpowiedź na wezwanie Iliad jest właściwą decyzją dla inwestorów Play. Ciekawszą propozycją inwestycyjną po obecnej cenie rynkowej jest Orange Polska.

Cena bieżąca

38,72 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

35,20 PLN

-9,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	redukuje	35,20 PLN	2020-10-02
poprzednia	kupuj	35,20 PLN	2020-09-18
Podstawowe dane		PLY PW	vs. WIG
Ticker	PLY PW	Zmiana 1M	+29,2% +32,9%
ISIN	LU1642887738	Zmiana YTD	+16,1% +31,3%
Liczba akcji (mln)	253,7	Średni obrót 1M	104,7 mln PLN
MC (mln PLN)	9 823,3	Średni obrót 6M	31,7 mln PLN
EV (mln PLN)	16 598,9	EV/EBITDA 12M fwd	6,3 +6,9%
Free float	49,4%	EV/EBITDA 5Y avg	5,9 premia

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	1 619
Zysk netto	744	867	927	941	937
P/E	13,2	11,3	10,6	10,4	10,5
P/BV	-	30,5	11,8	7,3	5,3
EV/EBITDA	7,6	6,8	6,6	6,4	6,3
DPS	2,57	1,45	1,65	1,65	1,65
DYield	6,6%	3,7%	4,3%	4,3%	4,3%
Zmiana prognoz		2020P	2021P	2022P	
Przychody		0,0%	0,0%	0,0%	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
EBIT		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
CAPEX		0,0%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywni klienci (tys.)	12 653	12 678	12 291	12 176	12 130
ARPU (PLN)	32,3	33,3	35,4	35,7	36,3
Przychody	6 856	7 041	7 102	7 211	7 361
przychody z usług	5 083	5 296	5 634	5 516	5 589
obrót sprzętem	1 773	1 745	1 468	1 696	1 771
Koszty	4 670	4 635	4 601	4 639	4 708
interkonekt	1 922	1 770	1 902	1 688	1 646
koszty kontraktów	411	405	405	415	416
sprzęt	1 442	1 437	1 230	1 441	1 515
koszty osobowe	255	298	331	344	358
usługi obce	515	571	572	638	669
pozostałe	124	154	162	112	104
EBITDA skoryg.	2 186	2 436	2 530	2 603	2 683
marża	31,9%	34,6%	35,6%	36,1%	36,5%
Zysk netto	771	867	927	941	937

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	1 035	1 080	1 105	1 113	1 099	1 083	1 076	1 098	1 098
EBIT	1 567	1 574	1 619	1 660	1 675	1 701	1 741	1 777	1 803	1 794	1 794
Podatek	298	299	308	315	318	323	331	338	343	341	341
NOPLAT	1 269	1 275	1 311	1 344	1 357	1 378	1 410	1 439	1 461	1 453	1 453
CAPEX	-1 416	-1 073	-1 502	-1 370	-1 198	-913	-920	-927	-1 477	-811	-811
Kapitał obr. + inne	-164	-252	-314	-298	-295	-294	-295	-294	-299	-299	-299
FCF	623	949	530	757	969	1 283	1 294	1 301	760	1 442	1 442
PV FCF	608	862	448	596	709	873	816	760	411	719	
WACC	7,4%	7,5%	7,4%	7,4%	7,5%	7,6%	7,8%	8,0%	8,1%	8,4%	8,4%
Dług netto / EV	50,5%	49,6%	50,5%	50,3%	49,2%	46,7%	43,7%	40,3%	39,4%	34,1%	34,1%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
CF operacyjny	2 037	2 230	2 192	2 251	2 263
CFO/EBITDA skor.	93%	92%	87%	86%	84%
Capex	-783	-843	-1 416	-1 073	-1 502
Aktywa ogółem	8 521	8 885	9 693	9 780	10 401
Kapitał własny	-201	322	829	1 350	1 868
Dług netto	6 653	6 572	6 776	6 523	6 760
Dług netto/EBITDA (x)	3,0	2,7	2,7	2,5	2,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	16,7	13,2	11,9	4,2	4,0	4,0
Maksimum	41,3	29,7	22,6	11,7	11,2	10,5
Mediana	12,6	11,4	10,9	5,3	5,1	5,0
waga	0%	0%	0%	33%	33%	33%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,3
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	15 348
Skorygowany dług netto	6 001
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	36,84

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	28,47
DCF	50%	36,84
Cena wynikowa		32,66
Koszt kapitału 9M		7,8%
Cena docelowa za 9M		35,20

Media

Agora

trzymaj (bez zmian)

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

Agora zaraportowała wyniki za 2Q'20 zgodne z wcześniej opublikowanymi szacunkami. W rozbiciu lepiej niż oczekiwaliśmy performował segment Outdoor i Internet. Agora podała lepszą prognozę na rynek reklamowy. Wcześniej spółka spodziewała się o 20-25% spadku rynku, teraz spółka oczekuje spadku o 8-12%. Guidance na sprzedaż biletów w Heliosie nie zmienił się. Można oczekiwać frekwencji niższej o 50% vs. 2019 r. Przełomem w branży kinowej będzie przywrócenie działalności kin w USA - wtedy na szeroką skalę powinny ruszyć premiery nowych filmów, bez których na rynku polskim trudno wygenerować poprawę sprzedaży biletów. Zwracamy uwagę, że spółka poinformowała o zawarciu umów kredytowych (100 mln PLN dla spółki matki i 40 mln PLN dla Heliosa). To dobra informacja, która powinna wspierać sentyment do spółki. Pomimo tego, podtrzymujemy neutralne nastawienie do Agory. Nasze dwa kluczowe zastrzeżenia to: prawdopodobny brak dywidendy oraz powolny powrót do stanu spółki z 2019 roku.

Cena bieżąca 6,46 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 8,60 PLN **+33,1%**

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

Podstawowe dane			AGO PW	vs. WIG
Ticker	AGO PW	Zmiana 1M	-5,8%	-2,1%
ISIN	PLAGORA00067	Zmiana YTD	-37,9%	-22,7%
Liczba akcji (mln)	46,6	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	300,9	Średni obrót 6M	0,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 075,7	EV/EBITDA 12M fwd	8,4	+47,5%
Free float	76,9%	EV/EBITDA 5Y avg	5,7	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	65,8	85,1	-	-	-
P/BV	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	3,5	5,4	19,4	7,2	5,7
DPS	0,50	0,50	0,00	0,00	0,50
DYield	7,7%	7,7%	0,0%	0,0%	7,7%
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
rozpowsz. GW (tys.)	106	98	94	93	91
sprzed. bilety do kin (mln)	12,4	14,0	9,7	14,4	15,1
ATP (PLN)	19,1	18,5	15,9	15,9	16,5
RPH (PLN)	7,3	7,9	7,4	7,5	7,8
Przychody	1 141	1 250	892	1 080	1 191
prasa i druk	286	255	229	235	239
film i książka	419	522	329	448	480
reklama zewnętrzna	172	184	110	137	169
internet	178	209	166	196	228
radio	116	113	79	89	103
druk	-	-	-	-	-
wyłączenia	-29	-33	-22	-26	-27
EBITDA ex. MSSF16	86	104	-23	69	108
marża	7,6%	8,4%	-2,5%	6,4%	9,0%
Zysk netto	5,1	3,5	-136,9	-42,5	-5,5

Model DCF

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

Bilans i CF

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

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Wirtualna Polska 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 = 10,6x, 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

69,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

63,10 PLN

-8,6%

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

Podstawowe dane			WPL PW	vs. WIG
Ticker	WPL PW	Zmiana 1M	-6,8%	-3,0%
ISIN	PLWRTPL00027	Zmiana YTD	-1,1%	+14,1%
Liczba akcji (mln)	29,7	Średni obrót 1M		0,7 mln PLN
MC (mln PLN)	2 045,9	Średni obrót 6M		1,1 mln PLN
EV (mln PLN)	2 362,0	EV/EBITDA 12M fwd	10,5	+2,6%
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	27,7	29,7	35,2	20,3	16,9
P/BV	4,4	4,0	3,8	3,3	3,0
EV/EBITDA	14,5	11,4	14,0	10,6	9,3
DPS	0,96	1,00	1,00	1,00	1,72
DYield	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	2,5%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

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

Model DCF

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

Bilans i CF

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

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

IT

Asseco Poland

kupuj (bez zmian)

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

Notowania Asseco Poland spadły w ciągu ostatniego miesiąca o > 4%, pomimo że spółka zaraportowała zestaw bardzo dobrych wyników za 2Q'20. Zysk netto wyniósł 95,1 mln PLN i był wyższy R/R o 19%, 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. Sądzymy, że Asseco Poland wygeneruje zysk netto na poziomie >360 mln PLN. Spółka jest więc wyceniona obecnie na P/E'20 = 15,3x, istotnie poniżej mediany dla spółek porównywalnych. Stąd, podtrzymujemy pozytywne podejście do Asseco Poland. Sądzymy, że głównym katalizatorem wzrostu kursu giełdowego grupy będzie wzrost wyników, widoczny także w 3Q' i 4Q'20.

Cena bieżąca 67,10 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 80,70 PLN **+20,3%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	80,70 PLN	2020-09-02

Podstawowe dane			ACP PW	vs. WIG
Ticker	ACP PW	Zmiana 1M	-4,4%	-0,7%
ISIN	PLSOFTB000016	Zmiana YTD	+10,7%	+25,9%
Liczba akcji (mln)	83,0	Średni obrót 1M	2,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	5 569,3	Średni obrót 6M	5,1 mln PLN	
		P/E 12M fwd	12,7	-0,2%
Free float	68,0%	P/E 5Y avg	12,7	dyskonto

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	16,7	17,3	15,3	14,0	13,2
P/BV	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9
P/S	0,60	0,52	0,47	0,45	0,43
DPS	3,01	3,07	3,01	3,01	3,01
DYield	4,5%	4,6%	4,5%	4,5%	4,5%

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 brutto	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto	0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	9 329	10 667	11 973	12 492	12 940
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
EBIT	797	976	1 184	1 249	1 307
Amortyzacja	460	635	685	702	715
EBITDA	1 256	1 612	1 869	1 951	2 022
marża	13,5%	15,1%	15,6%	15,6%	15,6%
Jednostki stowarzyszone	-260	-381	-561	-584	-609
Podatek	-182	-191	-246	-253	-258
Zysk netto	333	322	363	397	422

Bilans i CF

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
CF operacyjny	1 001	1 501	1 436	1 628	1 703
CFO/EBITDA	80%	93%	77%	83%	84%
Capex	-240	-320	-419	-500	-518
Aktywa ogółem	12 642	14 598	15 277	16 001	16 730
Kapitał własny	5 718	5 762	5 876	6 022	6 195
Dług netto	305	1 103	704	109	-508
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	+
Asseco Poland (matka)											
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%	
Asseco Business Solutions											
Przychody	275	288	311	329	344	358	372	385	397	407	416
EBITDA	108	112	120	126	130	134	138	141	144	146	149
NOPLAT	65	68	73	76	78	81	82	84	85	86	88
FCF	66	67	70	74	77	79	81	82	84	85	86
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Asseco South Eastern Europe											
Przychody	1 034	1 178	1 275	1 355	1 423	1 483	1 540	1 596	1 651	1 705	1 722
EBITDA	194	219	240	255	268	280	291	302	313	323	326
NOPLAT	96	109	120	127	133	138	143	148	153	157	159
FCF	86	99	115	125	132	137	141	145	148	151	153
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	

Podsumowanie SOTP

(mln PLN)	metoda	udział	wycena
Asseco PL matka	DCF	100%	1 909
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
Razem			6 644
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%
Cena docelowa za 9M		80,70

Comarch kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Notowania Comarchu uległy w ostatnim miesiącu blisko 6% przecenieniu. Nie widzimy istotnego czynnika, który uzasadniałby taki ruch. Comarch wygenerował w 1H'20 zysk EBITDA równy 118 mln PLN, gdzie historycznie drugie półrocze cechowało się wyższymi wynikami niż pierwsze. Comarch wydaje się być dotknięty pandemią COVID-19 w stopniu znacznie mniejszym niż poprzednio zakładaliśmy. Wynik EBITDA prognozujemy na 234 mln PLN. Nasz poziom ceny docelowej to 247,60 PLN, co implikuje ponad 20% potencjał wzrostu. Spółka jest wyceniana obecnie na poziomie EV/EBITDA'20 = 6,6x i 17,4x na P/E'20. Dyskonto do spółek porównywalnych to odpowiednio 42% i 22%. Sądzymy, że tak duży poziom dyskonta nie utrzyma się długo, zwłaszcza że spółka ostatnio poinformowała o kilku kontraktach międzynarodowych, co wzmocni jej pozycję na rynku globalnym. W szczególności umowa z Vodafone w Nowej Zelandii na 300 mln PLN jest naszym zdaniem bardzo dobrą referencją.

Cena bieżąca

202,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

247,60 PLN

+22,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	247,60 PLN	2020-09-29

Podstawowe dane			CMR PW	vs. WIG
Ticker	CMR PW	Zmiana 1M	-5,6%	-1,9%
ISIN	PLCOMAR00012	Zmiana YTD	+8,9%	+24,1%
Liczba akcji (mln)	8,1	Średni obrót 1M		0,2 mln PLN
MC (mln PLN)	1 642,9	Średni obrót 6M		0,9 mln PLN
EV (mln PLN)	1 547,6	EV/EBITDA 12M fwd	6,4	-12,7%
Free float	60,9%	EV/EBITDA 5Y avg	7,3	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	1 370	1 437	1 531	1 620	1 700
EBITDA	153	228	234	237	240
marża EBITDA	11,2%	15,9%	15,3%	14,7%	14,1%
EBIT	88	143	147	150	149
Zysk netto	31	105	95	107	107
P/E	53,7	15,7	17,4	15,4	15,4
P/BV	1,9	1,7	1,6	1,4	1,3
EV/EBITDA	11,2	7,0	6,6	6,4	6,1
DPS	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
DYield	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	1 370	1 437	1 531	1 620	1 700
TMT	316	336	344	371	396
finanse i bankowość	205	191	234	241	248
handel i usługi	202	252	268	281	293
przemysł i utilities	138	179	188	197	207
sektor publiczny	193	130	122	127	132
SME	260	291	313	338	358
inne	54	58	62	64	66
Zysk brutto na sprzedaży	362	421	431	454	469
marża	26,4%	29,3%	28,1%	28,0%	27,6%
koszty sprzedaży	139	146	147	161	172
koszty ogólnego zarządu	106	128	130	139	145
EBIT	88	143	147	150	149
marża	6,4%	10,0%	9,6%	9,2%	8,8%
Zysk netto	30,6	104,8	94,7	106,8	106,7

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Przychody	1 531	1 620	1 700	1 771	1 843	1 914	1 983	2 050	2 119	2 190	2 234
EBITDA	234	237	240	247	253	259	265	271	277	283	288
marża EBITDA	15,3%	14,7%	14,1%	13,9%	13,7%	13,6%	13,4%	13,2%	13,1%	12,9%	12,9%
Amortyzacja	87	88	91	94	97	101	104	107	110	112	114
EBIT	147	150	149	153	155	159	161	164	167	171	174
Podatek	39	40	40	41	42	43	43	44	45	46	47
NOPLAT	108	109	109	112	114	116	118	120	122	125	127
CAPEX	-82	-105	-103	-82	-85	-86	-86	-88	-89	-92	-94
Kapitał obrotowy	-12	-19	-16	-17	-18	-20	-21	-22	-24	-25	-26
FCF	101	73	80	107	108	111	115	117	120	119	122
PV FCF	98	66	66	81	76	72	68	64	61	56	
WACC	8,5%	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%	0,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
CF operacyjny	160	179	188	179	185
CFO/EBITDA	105%	78%	80%	76%	77%
Capex	-87	-45	-82	-105	-103
Aktywa ogółem	1 740	1 843	1 967	2 094	2 219
Kapitał własny	876	971	1 053	1 148	1 242
Dług netto	46	-58	-114	-153	-199
Dług netto/EBITDA (x)	-0,2	-0,3	-0,5	-0,6	-0,8

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	27,3	26,5	23,8	18,9	17,1	15,9
Maksimum	10,0	9,0	7,4	5,2	4,9	4,4
Mediana	22,2	17,1	15,0	11,3	10,6	10,7
waga	33%	33%	33%	33%	33%	33%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 577
Dług netto MSSF16	-46
Inne korekty	19
Wycena DCF na akcję (PLN)	197,25

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	40%	285,93
DCF	60%	197,25
cena wynikowa		232,72
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		247,60

Sygnity kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Miesiąc temu 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 15-18%. 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 = 4,5x oraz 6,9x odpowiednio.

Cena bieżąca

7,68 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

10,70 PLN

+39,3%

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

Podstawowe dane			SGN PW	vs. WIG
Ticker	SGN PW	Zmiana 1M	-10,5%	-6,8%
ISIN	PLCMPLD00016	Zmiana YTD	+202,4%	+217,6%
Liczba akcji (mln)	22,8	Średni obrót 1M	0,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	174,8	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	243,3	EV/EBITDA 12M fwd	3,9	+18,5%
Free float	100,0%	EV/EBITDA 5Y avg	3,3	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	17/18	18/19	19/20P	20/21P	21/22P
Przychody	288,3	234,6	235,0	243,4	255,1
EBITDA	0,7	37,4	54,4	54,5	54,9
marża EBITDA	0,3%	15,9%	23,2%	22,4%	21,5%
EBIT	-7,3	29,4	38,4	39,0	39,0
Zysk netto	-11,3	15,9	25,5	28,2	28,7
P/E	-	11,0	6,9	6,2	6,1
P/BV	5,3	2,7	1,9	1,5	1,2
EV/EBITDA	-	7,2	4,5	3,9	3,3
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			19/20P	20/21P	21/22P
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
Przychody	288,3	234,6	235,0	243,4	255,1
COGS	249,4	164,3	162,6	169,9	180,1
ZBNS	38,9	70,3	72,4	73,5	75,0
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
EBIT	-7,3	29,4	38,4	39,0	39,0
marża	-2,5%	12,5%	16,3%	16,0%	15,3%
Amortyzacja	8,1	8,0	16,0	15,5	15,9
EBITDA	0,7	37,4	54,4	54,5	54,9
Dział. Finansowa	-4,3	-10,6	-7,9	-5,2	-4,6
Zysk brutto	-11,7	18,7	30,6	33,7	34,4
Podatek	0,4	-0,2	-5,1	-5,6	-5,7
Zysk netto	-11,3	15,9	25,5	28,2	28,7

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
CF operacyjny	-11,6	18,9	45,1	47,9	48,1
CFO/EBITDA	-	51%	83%	88%	88%
Capex	-1,2	-1,1	-1,8	-4,6	-6,3
Aktywa ogółem	341,0	294,0	299,3	313,2	327,2
Kapitał własny	33,1	65,8	91,2	119,4	148,1
Dług netto	-	95,3	68,5	37,0	6,4
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
Wycena DCF na akcję (PLN)	9,21

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	15%	14,42
DCF	85%	9,21
cena wynikowa		9,99
koszt kapitału 9M		7,19%
cena docelowa za 9M		10,70

Gaming

11 bit studios

trzymaj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Kurs spółki nieznacznie się cofnął w ciągu ostatniego miesiąca. Zaraportowane wyniki za 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 839 ocen na Steam wynosi 38%. Pomimo w większości negatywnych ocen, dodatek wspierał sprzedaż gry Frostpunk co będzie pozytywnie wpływać na wyniki Q3 2020. Biorąc pod uwagę plany wydawnicze spółki kolejna premiera gry od 11B będzie miała miejsce w 2021 roku (mobilna wersja Frostpunk oraz projekt wydawniczy). W październiku nie powinno być istotnych informacji dla kursu akcji spółki.

Cena bieżąca

478,50 PLN

potencjał zmiany**Cena docelowa**

493,00 PLN

+3,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	493,00 PLN	2020-09-02

Podstawowe dane			11B PW	vs. WIG
Ticker	11B PW	Zmiana 1M	-0,7%	+3,0%
ISIN	PL11BTS00015	Zmiana YTD	+19,6%	+34,8%
Liczba akcji (mln)	2,4	Średni obrót 1M	2,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 166,2	Średni obrót 6M	6,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 072,1	EV/EBITDA 12M fwd	28,0	+91,2%
Free float	79,4%	EV/EBITDA 5Y avg	14,6	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	22,0	56,0	30,0	47,8	9,6
P/BV	12,2	9,7	7,3	6,4	3,8
EV/EBITDA	20,4	36,1	20,0	29,0	6,3
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Frostpunk (S)			0,0%	0,0%	0,0%
Projekt 8 (S)			0,0%	0,0%	0,0%
Wydawnicza (S)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
TWOM (S)	18,3	13,7	17,2	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%
Przepływy oper.	39,0	41,6	47,0	38,3	113,9
Amortyzacja	4,5	6,4	10,3	10,9	15,6
Kapitał obrotowy	-8,0	-1,9	1,2	3,0	-22,9
Przepływy inv.	-55,6	-49,3	-24,2	-27,8	-30,6
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%
Zdykontowana wartość FCF	1 149
Dług netto	-72
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	500,80

Wycena

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

CD Projekt akumuluj (podwyższona)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Kurs CDR we wrześniu był częściowo pod presją ze względu na podaż akcji od osób uprawnionych w programie motywacyjnym. Sprzedaż akcji została zakończona 25 września i kurs CDR odbił. Opublikowane dane za 2Q'20 były nieznacznie poniżej oczekiwań rynkowych ze względu na niższą od marżę brutto na sprzedaży oraz wyższe koszty SG&A. Podczas wideokonferencji wynikowej spółka zaprezentowała roadmap marketingu do Cyberpunk 2077 oraz zapowiedziała wydanie specjalnej wersji gry Wiedźmin 3 na nowe konsole w 2021 roku. We wrześniu zaprezentowany został trzeci odcinek Night City Wire, w którym spółka podała więcej informacji o mieście Night City oraz o gangach działających w nim. Jednocześnie CD Projekt poinformował o wymaganiach sprzętowych dla Cyberpunk 2077, które w naszej ocenie są relatywnie niskie. Może to przełożyć się na zwiększenie liczby potencjalnych graczy na PC. Na 19 listopada zapowiedziana jest premiera Cyberpunk 2077. W 2020 roku spółka powinna podać więcej informacji dotyczących gry The Witcher: Monster Slayer realizowanej przez studio Spokko. Oczekujemy, że zwiększenie aktywności marketingowej spółki przed premierą może wspierać zachowanie się kursu CDR. Po spadku kursu podnosimy naszą rekomendację z trzymaj do akumuluj.

Cena bieżąca

382,60 PLN

potencjał zmiany
Cena docelowa

429,10 PLN

+12,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	akumuluj	429,10 PLN	2020-10-02
poprzednia	trzymaj	429,10 PLN	2020-09-02
Podstawowe dane			
Ticker	CDR PW	Zmiana 1M	-13,2%
ISIN	PLOPTTC00011	Zmiana YTD	+36,9%
Liczba akcji (mln)	102,1	Średni obrót 1M	194,7 mln PLN
MC (mln PLN)	39 071,1	Średni obrót 6M	141,2 mln PLN
EV (mln PLN)	36 156,3	EV/EBITDA 12M fwd	16,9
Free float	70,1%	EV/EBITDA 5Y avg	24,3

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	-	-	15,0	22,5	31,3
P/BV	36,7	33,3	10,5	7,2	5,8
EV/EBITDA	308,3	192,6	12,7	18,7	25,7
DPS	0,00	1,05	0,00	12,76	0,00
DYield	0,0%	0,3%	0,0%	3,3%	0,0%
Zmiana prognoz					
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
W3 (S)			0,0%	0,0%	0,0%
Gwint (S)			0,0%	0,0%	0,0%
C2077 (S)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Prod. Gier (S)	228	369	3 198	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%
Przepływy oper.	133	217	2 606	1 842	1 292
Amortyzacja	5	8	9	9	9
Kapitał obrotowy	46	-128	-65	39	21
Przepływy inv.	-105	-174	-212	-170	-182
CAPEX	-15	-92	-13	-11	-12
Nakłady na produkcję	-98	-165	-166	-159	-170
FCF	40	-180	2 389	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
Wycena DCF na akcję (PLN)	465,70

Wycena

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

PlayWay trzymaj (obniżona)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Kurs PLW istotnie odbił po bardzo dobrych wynikach za 2Q 2020, które były znacząco powyżej naszych oczekiwań oraz oczekiwań rynkowych. Głównym powodem pozytywnego zaskoczenia na wynikach była lepsza od zakładanej sprzedaż, która była wspierana przez portowanie kolejnych gier na konsole (rosnąca sprzedaż konsol) oraz sprzyjające otoczenie rynkowe (COVID-19). Pomimo wzrostu wyników, spółka zaraportowała gorsze przepływy z działalności operacyjnej r/r w 2Q'20, co między innymi wynikało z istotnego wzrostu należności oraz nadpłaconego podatku. Naszym zdaniem przepływy operacyjne powinny ulec normalizacji w kolejnych kwartałach. W dniach 7-13 października odbędzie się Steam Game Festival: Autumn Edition, na którym spółki z Grupy powinny zaprezentować demo do gier (m. in. Contraband Police, I am Your President i Aircraft Carrier Survival), co może pozytywnie wpłynąć na oczekiwania dotyczące kolejnych premier. We wrześniu spółki z Grupy PLW zdecydowały o przeniesieniu premier Junkyard Simulator (powód to słabe przyjęcie prologu) oraz Lust From Beyond od Movie Games (powód: czas potrzebny na dopracowanie gry). Oczekujemy zintensyfikowania liczby premier w Q4 2020 i w 2021 roku. W 2020 r. z istotnych premier oczekujemy wydania Occupy Mars: The Game, BUM Simulator, Lust From Beyond, Junkyard 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 istotny wzrost kursu akcji spółki, obniżamy naszą rekomendację do trzymaj.

Cena bieżąca

527,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

549,00 PLN

+4,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	549,00 PLN	2020-10-02	
poprzednia	akumuluj	549,00 PLN	2020-08-25	
Podstawowe dane			PLW PW	vs. WIG
Ticker	PLW PW	Zmiana 1M	+6,5%	+10,2%
ISIN	PLPLAYW00015	Zmiana YTD	+129,6%	+144,8%
Liczba akcji (mln)	6,6	Średni obrót 1M	5,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 478,2	Średni obrót 6M	6,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 365,0	EV/EBITDA 12M fwd	18,7	+51,9%
Free float	18,2%	EV/EBITDA 5Y avg	12,3	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	74,0	40,0	33,2	19,1	19,1
P/BV	35,7	19,9	15,8	10,6	9,0
EV/EBITDA	68,4	41,0	27,8	11,1	10,6
DPS	2,38	3,22	9,41	11,12	19,31
DYield	0,5%	0,6%	1,8%	2,1%	3,7%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
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
Przepływy oper.	36	43	83	134	181
Amortyzacja	0	1	1	1	1
Kapitał obrotowy	-9	-28	-13	-49	-3
Przepływy inw.	0	-2	19	-1	-1
CAPEX	0	-1	-1	-1	-1
Przepływy fin.	-13	-12	-61	-73	-127
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%
cena docelowa za 9M		549,00

Ten Square Games akumuluj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

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. Zgodnie z danymi Sensor Tower Gra Fishing Clash wygenerowała 9 mln USD sprzedaży w październiku (płasko m/m), co jest dobrym wynikiem. Jednocześnie zwracamy uwagę na ponad 4x r/r wzrost sprzedaży gry Hunting Clash, co jest wynikiem 2x lepszym niż osiągnęła gra Fishing Clash w analogicznym okresie (2 miesiąc od global launch) oraz wynikiem prawie 2x lepszym niż obecna miesięczna sprzedaż gry Wild Hunt. Widzimy szanse na kontynuację szybkiego tempa budowy sprzedaży przez Hunting Clash. Dodatkowo we wrzeniu w fazę global launch weszła gra Flip This House. Zgodnie z przyjętą strategią TEN pozostaje aktywne na polu M&A i nie wyklucza transakcji w średnim terminie. Na początku miesiąca spółka powinna zareportować szacunki sprzedaży w Q3 2020.

Cena bieżąca

576,00 PLN

potencjał zmiany
Cena docelowa

623,00 PLN

+8,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	623,00 PLN	2020-09-02

Podstawowe dane			TEN PW	vs. WIG
Ticker	TEN PW	Zmiana 1M	+5,1%	+8,8%
ISIN	PLTSQGM00016	Zmiana YTD	+196,6%	+211,8%
Liczba akcji (mln)	7,4	Średni obrót 1M	8,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 265,3	Średni obrót 6M	11,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	4 057,4	EV/EBITDA 12M fwd	15,2	+17,1%
Free float	49,9%	EV/EBITDA 5Y avg	13,0	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	-	54,9	22,5	17,1	15,7
P/BV	99,6	45,5	16,3	11,5	9,4
EV/EBITDA	92,2	48,0	19,1	14,1	12,7
DPS	0,87	3,75	3,70	19,21	25,25
DYield	0,2%	0,7%	0,6%	3,3%	4,4%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
Sprzedaż			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Sprzedaż (Fishing Clash)			0,0%	0,0%	0,0%
Sprzedaż (pozostałe tytuły)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Sprzedaż (Fishing Clash)	89	207	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%
Przepływy oper.	41	66	164	238	268
Amortyzacja	1	1	3	4	4
Kapitał obrotowy	-4	-12	-34	-15	-8
Przepływy inv.	-2	-4	-4	-6	-6
CAPEX	-2	-3	-4	-6	-6
Przepływy fin.	-6	-27	-27	-142	-187
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 Cl	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
Wycena DCF na akcję (PLN)	544,50

Wycena

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

Przemysł Cognor kupuj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Mimo epidemii COVID-19 i schłodzenia koniunktury w przemyśle stalowym wytwórcy oparci 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 budownictwo. W efekcie lepszych od oczekiwań wyników w IH'20 Cognor w 2020 roku utrzyma wskaźnik długu netto do EBITDA na poziomie 2,1x, co naszym zdaniem pozwoli na powrót do wypłaty dywidendy w 2021 roku (zakładamy Dyield'21 10% przy pełnym rozwodnieniu akcji). Dodatkowo outlook Zarządu na 3Q'20 implikuje, że w nadchodzącym kwartale Spółka przerwie spadkowy trend wyników finansowych obserwowany w ostatnich okresach. Wyniki 2Q'20 okazały się wyższe od naszych prognoz. Uwagę zwraca niższy dług netto i przyzwoity w tych warunkach przepływ gotówki z działalności operacyjnej. Pozostawiamy bez zmian naszą cenę docelową (2,03 PLN/akcja) oraz nie zmieniamy naszej rekomendacji (kupuj) dla Grupy Cognor.

Cena bieżąca

1,27 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

2,03 PLN

+59,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	2,03 PLN	2020-09-25

Podstawowe dane			COG PW	vs. WIG
Ticker	COG PW	Zmiana 1M	+4,1%	+7,8%
ISIN	PLCNTSL00014	Zmiana YTD	+2,4%	+17,6%
Liczba akcji (mln)	175,0	Średni obrót 1M		0,1 mln PLN
MC (mln PLN)	222,2	Średni obrót 6M		0,1 mln PLN
EV (mln PLN)	459,7	EV/EBITDA 12M fwd	4,0	+6,2%
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	1 696	1 873	1 969
EBITDA skor.	200	93	107	93	89
marża EBITDA	9,6%	4,9%	6,3%	5,0%	4,5%
EBIT skor.	156	47	59	46	44
Zysk netto skor.	69	19	32	22	20
P/E skor.	3,2	11,6	7,0	10,2	11,3
P/BV	0,8	0,9	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA skor.	2,2	5,0	4,3	4,8	4,8
DPS	0,07	0,21	0,00	0,11	0,09
DYield	5,3%	16,2%	0,0%	8,6%	6,9%
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	1 121	1 131	1 145
Spread HSJ (PLN/t)	1 723	1 508	1 423	1 490	1 506
Przepływy oper.	232	142	76	88	83
Amortyzacja	44	46	48	47	45
Kapitał obrotowy	44	61	-22	1	0
Przepływy inw.	-38	-56	-50	-33	-35
CAPEX	38	56	50	33	35
Przepływy fin.	-196	-84	-24	-39	-35
Dywidenda/buyback	-12	-36	0	-19	-15
FCF	179	102	27	56	50
FCF/EBITDA	90%	101%	25%	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	1 027	1 008	1 008	1 008	1 008	1 008	1 008	1 008	1 008	1 008	1 008
Przychody	1 696	1 873	1 969	2 030	2 087	2 129	2 172	2 187	2 203	2 213	2 224
EBITDA	107	93	89	103	99	94	93	92	92	88	85
marża EBITDA	6,3%	5,0%	4,5%	5,1%	4,7%	4,4%	4,3%	4,2%	4,2%	4,0%	3,8%
EBIT	59	46	44	59	56	52	50	48	48	44	41
Podatek	7	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	27	56	50	57	53	49	46	43	43	40	37
PV FCF	27	52	43	46	39	33	29	25	23	20	
WACC	7,1%	7,2%	7,3%	7,5%	7,5%	7,6%	7,7%	7,7%	7,8%	7,8%	7,8%
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	1 001	1 052	995	1 035	1 060
Aktywa trwałe	379	487	481	459	445
Kapitał własny	278	259	291	293	298
Udział mniejszości	278	259	291	293	298
Dług netto	209	226	219	203	189
Dług netto/EBITDA (x)	1,0	2,2	2,1	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	1,1	6,9	5,2	2,0	1,0	1,1
Maksimum	22,9	100,4	34,9	64,8	15,5	8,6
Mediana	13,6	12,9	9,5	8,4	5,9	5,5
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,2
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana wartość FCF	337
Dług netto	262
Inne korekty	18
Wycena DCF na akcję (PLN)	2,17

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	1,61
DCF	50%	2,17
Cena wynikowa		1,89
Koszt kapitału 9M		7,2%
Cena docelowa za 9M		2,03

Famur kupuj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Mimo skrajnie niekorzystnego otoczenia (stan siły wyższej w PGG i JSW; 12 zamkniętych kopalni w Polsce na miesiąc) Famur w 2Q'20 zanotował 3% q/q poprawę wyniku EBITDA dzięki aktywnej redukcji kosztów (osobowych w ramach tarczy antykryzysowej oraz zmiany systemów bonusów). Wynikom 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 IH'20). W krótkim terminie szansą na poprawę sentymentu do Spółki daje prawdopodobna pomoc w ramach tarczy antykryzysowej dla największych klientów Famur (PGG i JSW). Dodatkowo ostateczny plan transformacji energetycznej zakłada wyraźnie wolniejsze niż zakładał Zarząd Famur wychodzenie z górnictwa węgla energetycznego. Spółka powinna również pozytywnie zareagować na obserwowane wzrosty cen węgla energetycznego i koksowego na świecie. Pozostawiamy nasze konserwatywne prognozy bez zmian. Pozostawiamy bez zmian naszą cenę docelową (2,86 PLN/akcja) oraz rekomendację kupuj.

Cena bieżąca

1,69 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

2,86 PLN

+69,0%

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

Podstawowe dane			FMF PW	vs. WIG
Ticker	FMF PW	Zmiana 1M	-8,5%	-4,8%
ISIN	PLFAMUR00012	Zmiana YTD	-43,2%	-28,0%
Liczba akcji (mln)	574,8	Średni obrót 1M		0,7 mln PLN
MC (mln PLN)	972,5	Średni obrót 6M		1,1 mln PLN
EV (mln PLN)	1 071,9	EV/EBITDA 12M fwd	4,7	-15,5%
Free float	52,3%	EV/EBITDA 5Y avg	5,6	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	2 229	2 165	1 196	1 112	1 118
EBITDA	491	451	333	305	306
marża EBITDA	22,0%	20,8%	27,8%	27,4%	27,4%
EBIT	300	269	173	154	158
Zysk netto	208	245	137	107	115
P/E	4,7	4,0	7,1	9,1	8,4
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	2,5	2,5	3,2	3,2	3,0
DPS	0,44	0,53	0,00	0,12	0,14
DYield	26,0%	31,4%	0,0%	7,0%	8,3%
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%
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
Przepływy oper.	215	504	202	302	274
Amortyzacja	191	182	160	151	148
Kapitał obrotowy	-127	66	-131	22	-6
Przepływy inw.	-138	-15	-50	-120	-122
CAPEX	141	38	120	120	122
Przepływy fin.	-458	-185	-24	-90	-197
Zmiana długu	-213	184	0	0	-100
Dywidenda/buyback	-253	-305	0	-68	-81
FCF	173	415	53	182	152
FCF/EBITDA	35%	92%	16%	60%	49%
CFO/EBITDA	44%	112%	61%	99%	89%

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%

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%

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Grupa Kęty trzymaj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Wstępne wyniki Grupy Kęty w 3Q'20 zaskakują pozytywnie względem naszych prognoz w modelu finansowym. W naszych założeniach zakładaliśmy stabilne obroty w 3Q'20 oraz 6% r/r wzrost wyniku EBITDA. W rzeczywistości według Zarządu przychody wzrosły o 8% r/r, a EBITDA o 20% r/r. Lepiej niż zakładaliśmy wygląda w 3Q'20 sprzedaż w segmentach systemów aluminiowych i wyrobów wyciskanych. Grupie na przestrzeni 3Q'20 udało się również zmniejszyć zadłużenie netto o około 90 mln PLN. W naszych prognozach zakładamy, że Grupa Kęty poprawi r/r wyniki również w 4Q'20. Wypłacona już dywidenda za 2019 rok i niepewność co do dalszej poprawy wyników w 2021 roku naszym zdaniem mogą ciążyć notowaniom Grupy Kęty w końcówce roku. Ryzykiem również w długim terminie pozostaje spadek zainteresowania inwestycjami w obiekty użyteczności publicznej (restauracje, hotele, biurowce), a w efekcie spadek popytu na systemy aluminiowe. Pozostawiamy bez zmian naszą cenę docelową (465,74 PLN/akcja) oraz rekomendację trzymaj.

Cena bieżąca

457,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

465,74 PLN

+1,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	465,74 PLN	2020-09-02

Podstawowe dane			KTY PW	vs. WIG
Ticker	KTY PW	Zmiana 1M	-3,1%	+0,7%
ISIN	PLKETY000011	Zmiana YTD	+36,4%	+51,6%
Liczba akcji (mln)	9,6	Średni obrót 1M		2,3 mln PLN
MC (mln PLN)	4 378,9	Średni obrót 6M		2,4 mln PLN
EV (mln PLN)	5 242,3	EV/EBITDA 12M fwd	9,2	+2,0%
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	16,3	14,8	11,6	14,1	14,0
P/BV	3,1	3,0	2,9	2,9	2,7
EV/EBITDA	11,1	9,7	8,4	9,6	9,6
DPS	23,94	23,99	35,00	31,56	25,95
DYield	5,2%	5,2%	7,7%	6,9%	5,7%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Aluminium (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Premia producencka (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA SOG			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA SWW			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA SSA			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
EBITDA SOG	119	148	216	176	171
EBITDA SWW	163	152	156	145	146
EBITDA SSA	190	237	263	238	237
EBITDA pozostałe	-8	-14	-12	-12	-12
EBITDA/użyte aluminium	5	6	6	5	5
Przepływy oper.	293	563	367	451	453
Amortyzacja	126	138	141	144	137
Kapitał obrotowy	-114	86	-113	-20	-10
Przepływy inv.	-229	-244	-175	-150	-120
CAPEX	229	244	175	150	120
Przepływy fin.	-43	-316	-275	-270	-317
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
Wycena DCF na akcję (PLN)	413,32

Wycena

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

Kernel kupuj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Dynamicznie rosnące ceny oleju słonecznikowego od V'20 przekładają się na rekordowe od 2015 roku marże na jego produkcji. Powodem zyskujących na wartości olejów roślinnych są spadające globalne zapasy w relacji do konsumpcji. Według prognoz USDA światowe zapasy olejów roślinnych na koniec sezonu 2020/21 spadną do najniższego poziomu od 2010/11 roku. W relacji do konsumpcji zapasy będą najniższe w historii, pogłębiając niskie odczyty z poprzednich kilku lat. W przypadku oleju słonecznikowego zapasy na koniec 2020/21 będą utrzymywać się na jednym z najniższych w ostatnich 10 lat poziomie. Naszym zdaniem odbudowa marży w segmencie olejowym przełoży się na poprawę EBITDA o 50% r/r do 190 mln USD, czemu sprzyjać będzie również uruchomienie spalarni biomasy przy tłoczniach (dodatkowe 15 mln USD r/r). W rezultacie wyższych wyników naszym zdaniem Kernel w 2020/21 roku wygeneruje wolny przepływ gotówki (FCF) na poziomie 77 mln USD, a dług netto w relacji do EBITDA spadnie do 3,1x (wcześniej zakładaliśmy 3,6x). Naszym zdaniem lepsze perspektywy w segmencie oleju i produkcji rolnej przełożą się na wzrost EBITDA w 2021 roku do 445 mln USD, a rynek będzie musiał się wyrażnie podnieść ze swoimi oczekiwaniami (konsensus 403 mln USD). Nie zmieniamy naszej ceny docelowej (56,35 PLN) i pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj.

Cena bieżąca

40,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

56,35 PLN

+40,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	56,35 PLN	2020-09-23

Podstawowe dane			KER PW	vs. WIG
Ticker	KER PW	Zmiana 1M	+3,0%	+6,7%
ISIN	LU0327357389	Zmiana YTD	-11,1%	+4,1%
Liczba akcji (mln)	84,0	Średni obrót 1M		1,6 mln PLN
MC (mln PLN)	3 361,2	Średni obrót 6M		1,9 mln PLN
EV (mln PLN)	8 164,3	EV/EBITDA 12M fwd	5,1	+9,1%
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	3 841	4 095	4 419
EBITDA	223	346	361	445	476
marża EBITDA	9,3%	8,7%	9,4%	10,9%	10,8%
EBIT	140	269	270	336	368
Zysk netto	52	189	101	187	211
P/E	16,6	4,6	8,7	4,7	4,2
P/BV	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	6,7	4,5	5,9	5,1	4,6
DPS	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
DYield	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
Zmiana prognoz			19/20P	20/21P	21/22P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Marża olej (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Marża infrastruktura (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Marża rolnictwo (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Sprzerób słonecznika (tys. Ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Wolumen rolnictwo (tys. Ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Wolumen infrastruktura (tys. Ton)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln USD)	17/18	18/19	19/20P	20/21P	21/22P
EBITDA oleje	77	109	124	190	201
EBITDA infrastruktura	101	105	183	189	196
EBITDA rolnictwo	89	182	107	101	117
EBITDA inne	-44	-51	-38	-35	-37
EBITDA/t	14	15	17	19	19
Przepływy oper.	82	189	70	228	264
Amortyzacja	83	76	91	109	108
Kapitał obrotowy	-63	-305	-183	-125	-132
Przepływy inw.	-156	-241	-225	-227	-105
CAPEX	179	234	225	227	105
Przepływy fin.	76	29	143	-14	-21
Dywidenda/buyback	-20	-20	-21	-21	-21
FCF	-14	-205	-48	77	223
FCF/EBITDA	-6%	-59%	-13%	17%	47%
CFO/EBITDA	37%	55%	19%	51%	55%

Bilans

(mln USD)	17/18	18/19	19/20P	20/21P	21/22P
Aktywa	2 211	2 464	3 084	3 366	3 675
Aktywa trwałe	1 006	1 207	1 643	1 766	1 768
Kapitał własny	1 171	1 351	1 431	1 597	1 787
Udział mniejszości	7	-5	-5	-5	-5
Dług netto	619	691	1 264	1 377	1 338
Dług netto/EBITDA (x)	2,8	2,0	3,5	3,1	2,8
Dług netto/kap. wł. (x)	0,5	0,5	0,9	0,9	0,7

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	4,4	3,9	5,4	3,2	3,2	3,3
Maksimum	104,2	56,4	38,8	14,6	13,4	12,6
Mediana	13,3	13,5	13,0	9,0	7,4	7,6
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln USD)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Marża olej (USD/t)	82	122	113	122	121	118	116	113	110	107	105
Pszemka (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	3 841	4 095	4 419	4 483	4 546	4 613	4 672	4 716	4 761	4 806	4 817
EBITDA	361	445	476	480	473	473	465	456	449	439	436
marża EBITDA	9,4%	10,9%	10,8%	10,7%	10,4%	10,3%	10,0%	9,7%	9,4%	9,1%	9,0%
EBIT	270	336	368	371	361	354	338	324	310	299	299
Podatek	1	15	17	18	17	17	16	15	14	13	13
CAPEX	-225	-227	-105	-110	-115	-121	-126	-131	-136	-136	-136
Kapitał obrotowy	-183	-125	-132	-22	-23	-24	-23	-21	-21	-21	-17
FCF	-48	77	223	331	317	312	301	290	278	269	269
PV FCF	-48	70	176	227	190	162	136	114	94	79	
WACC	15,0%	14,4%	14,4%	14,6%	14,7%	14,7%	14,8%	14,9%	15,0%	15,0%	15,1%
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%

Podsumowanie DCF

(mln USD)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana wartość FCF	1 200
Dług netto	691
Inne korekty	-281
Wycena DCF na akcję (PLN)	41,06

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	59,40
DCF	50%	41,06
Cena wynikowa		50,23
Koszt kapitału 9M		12,2%
Cena docelowa za 9M		56,35

PKP Cargo trzymaj (bez zmian)

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

Co prawda sierpniowe wyniki przewozowe wskazują na pewną poprawę sytuacji (czyt. nie tak duże jak poprzednio ujemne dynamiki) to jednak nadal nie napawają one optymizmem: masa towarowa przewieziona przez spółkę spadła r/r o -9,7% (cały rynek skurczył się r/r o -3,0%), a praca przewozowa wykonana przez spółkę spadła o -9,3% r/r (rynek -2,2% r/r). Od początku roku zarówno pod względem masy, jak i pracy PKP Cargo jest na poziomie -19,5% r/r (vs. rynek -9,8% masa i -11,6% praca). Spadające przewozy w połączeniu ze słabymi wynikami operacyjnymi skłoniły rozgoryczonych przedstawicieli związków zawodowych do powołania Międzyzwiązkowego Komitetu Protestacyjnego PKP Cargo. Na 21 września zaplanowany był strajk, który ostatecznie nie odbył się, gdyż na do mediacji włączył się przewodniczący rady nadzorczej PKP Cargo i prezes Grupy PKP Krzysztof Mamiński. Wśród postulatów związkowców znalazły się: 1) przywrócenie pozycji rynkowej spółki na poziomie nie niższym niż w 2018 r.; 2) pełne wykorzystanie zasobów spółki w realizacji przewozów na poziomie nie niższym niż 9 mln ton miesięcznie. Oba postulaty będą w naszej ocenie niezmiernie trudne do spełnienia w najbliższym czasie, gdyż wymagałyby jeszcze mocniejszego obniżenia rentowności realizowanych przewozów. Aktualnie 12-miesięczna krocząca średnia przewozów dla spółki to jedynie 6,9 mln ton vs. 18,4 mln ton w rynku. Uważamy że sytuacja związkowa będzie się tylko zaogniać. Pod koniec września PKP Cargo poinformowało o odnowieniu 3-letniego kontraktu z ArcelorMittal (łącznie 989 mln PLN brutto). Średnie zakładane przychody są o 15% niższe niż w 2019 r., co naszym zdaniem oznacza brak założeń o wznowieniu pracy wielkiego pieca w Krakowie w najbliższym czasie.

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
Przepływy oper.	863	807	514	656	767
Amortyzacja	629	717	775	801	758
Kapitał obrotowy	20	16	-91	18	16
Przepływy inw.	-612	-815	-573	-778	-788
CAPEX	-695	-1 028	-595	-785	-795
Przepływy fin.	-323	111	21	19	-33
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%

Cena bieżąca	11,36 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	12,80 PLN	+12,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	12,80 PLN	2020-09-02

Podstawowe dane			PKP PW	vs. WIG
Ticker	PKP PW	Zmiana 1M	-8,2%	-4,5%
ISIN	PLPKPCR00011	Zmiana YTD	-44,6%	-29,4%
Liczba akcji (mln)	44,8	Średni obrót 1M		1,0 mln PLN
MC (mln PLN)	508,8	Średni obrót 6M		2,1 mln PLN
EV (mln PLN)	2 718,6	EV/EBITDA 12M fwd	4,6	+19,4%
Free float	67,0%	EV/EBITDA 5Y avg	3,9	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	5 183	4 782	4 014	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.	2,1	89,3	-	-	-
P/BV	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA skor.	1,4	3,1	6,2	5,1	4,2
DPS	0,00	1,50	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	13,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA skor.			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Praca przewozowa (mln tkm)			0,0%	0,0%	0,0%
Masa towarowa (mln ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty / tkm			0,0%	0,0%	0,0%

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa	6 806	7 991	7 669	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
Wycena DCF na akcję (PLN)	12,04

Wycena

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

Stalprodukt kupuj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

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 IH'20. Pozostawiamy bez zmian naszą cenę docelową na poziomie 336,15 PLN/akcja oraz rekomendację kupuj.

Cena bieżąca

188,80 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

336,15 PLN

+78,0%

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

Podstawowe dane			STP PW	vs. WIG
Ticker	STP PW	Zmiana 1M	-17,9%	-14,2%
ISIN	PLSTLPD00017	Zmiana YTD	+4,0%	+19,2%
Liczba akcji (mln)	5,6	Średni obrót 1M	0,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 053,6	Średni obrót 6M	0,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	892,8	EV/EBITDA 12M fwd	2,5	-35,5%
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	3,9	7,4	9,0	8,0	9,0
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	2,3	2,8	2,8	2,3	2,5
DPS	4,38	6,37	0,00	8,43	11,76
DYield	2,3%	3,4%	0,0%	4,5%	6,2%
Zmiana prognoz		2020P	2021P	2022P	
EBITDA (skor.)		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto (skor.)		0,0%	0,0%	0,0%	
Błacha trans. (PLN/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Cynk (PLN/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Ołów (PLN/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Błachy trans. (tys. t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Cynk (tys. t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Profile (tys. T)		0,0%	0,0%	0,0%	

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Błachy 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
Przepływy oper.	350	370	301	257	184
Amortyzacja	149	168	159	168	162
Kapitał obrotowy	-176	33	34	-74	-98
Przepływy inw.	-337	-235	-150	-120	-100
CAPEX	242	243	150	120	100
Przepływy fin.	-39	-203	-5	-52	-71
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	+
Błacha 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%
Zdykontowana 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%
Cena docelowa za 9M		336,15

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. We wrześniu spółka poinformowała o planowanej emisji obligacji o wartości 250 mln PLN. Ze względu na efekt bazy oczekujemy spowolnienia wzrostu Ifl w kolejnych kwartałach co powinno wpłynąć na zmniejszenie dynamiki poprawy wyników r/r.

Cena bieżąca

230,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

155,60 PLN

-32,3%

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

Podstawowe dane		DNP PW	vs. WIG
Ticker	DNP PW	Zmiana 1M	+5,5% +9,2%
ISIN	PLDINPL00011	Zmiana YTD	+59,7% +74,9%
Liczba akcji (mln)	98,0	Średni obrót 1M	30,6 mln PLN
MC (mln PLN)	22 549,2	Średni obrót 6M	36,9 mln PLN
EV (mln PLN)	22 790,1	EV/EBITDA 12M fwd	20,4 +23,9%
Free float	48,9%	EV/EBITDA 5Y avg	16,5 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	73,3	55,9	40,6	30,4	24,9
P/BV	18,6	13,9	10,3	7,7	5,9
EV/EBITDA	42,7	31,9	24,0	18,8	15,2
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%	
Liczba sklepów		0,0%	0,0%	0,0%	
sprzedaż/mkw/		0,0%	0,0%	0,0%	
marża EBITDA		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	

Wyniki i przepływy operacyjne (bez MSSF 16)

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

Wskaźniki (bez MSSF 16)

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

Analiza porównawcza

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

Model DCF (bez MSSF 16)

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Eurocash kupuj (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 utrzymaniu 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 stopniową poprawę wyników r/r. W segmencie hurtu oczekujemy znormalizowania sytuacji i powrotu do poprawy rezultatów w 2H'20. Sprzyjający trend w wynikach powinien zostać utrzymany również w 2021 roku (głównie zakładana poprawa rentowności w segmencie detal).

Cena bieżąca

14,29 PLN

potencjał zmiany
Cena docelowa

19,90 PLN

+39,3%

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

Podstawowe dane			EUR PW	vs. WIG
Ticker	EUR PW	Zmiana 1M	-7,8%	-4,1%
ISIN	PLEURCH00011	Zmiana YTD	-34,6%	-19,4%
Liczba akcji (mln)	139,2	Średni obrót 1M	3,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 988,6	Średni obrót 6M	6,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	2 602,0	EV/EBITDA 12M fwd	5,0	-45,8%
Free float	56,0%	EV/EBITDA 5Y avg	9,1	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.	29,7	19,8	15,7	11,5	10,0
P/BV	1,9	2,1	2,3	2,4	2,5
EV/EBITDA skor.	7,0	6,4	6,0	5,6	5,1
DPS	0,76	1,03	0,50	0,50	0,50
DYield	5,3%	7,2%	3,5%	3,5%	3,5%
Zmiana prognoz		2020P	2021P	2022P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Hurt (EBITDA)		0,0%	0,0%	0,0%	
Detal (EBITDA)		0,0%	0,0%	0,0%	
Projekty (EBITDA)		0,0%	0,0%	0,0%	

Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Hurt (S)	19 265	19 526	19 615	19 662	19 568
Detal (S)	6 485	6 805	7 122	7 438	7 755
Projekty (S)	191	248	249	251	252
Inne (EBITDA)	-109	-111	-113	-116	-118
Przepływy oper.	582	683	468	528	551
D&A	204	222	232	242	252
D&A (leasing)		328	83	0	0
Kapitał obrotowy	196	-14	12	23	17
Przepływy inv.	-462	-300	-205	-215	-217
CAPEX	-445	-237	-188	-215	-217
Przepływy fin.	-126	-433	-262	-311	-399
Dywidenda/buyback	-106	-143	-70	-70	-70
FCF	83	30	186	103	222
FCF/EBITDA	24%	7%	43%	22%	45%
CFO/EBITDA	139%	147%	93%	99%	98%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

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

Analiza porównawcza

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

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
Wycena DCF na akcję (PLN)	18,62

Wycena

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

Jeronimo Martins akumuluj (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. Wspierając na sprzedaż w sieci Biedronka w 3Q'20 powinno sprzyjać wprowadzenie akcji lojalnościowo-edukacyjnej Gang Fajniaków. 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 i oczekujemy odbudowy wyników r/r w 2H'20.

Cena bieżąca

14,14 EUR

potencjał zmiany

Cena docelowa

15,30 EUR

+8,2%

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

Podstawowe dane		JMT PL	vs. WIG
Ticker	JMT PL	Zmiana 1M	+2,1% +5,8%
ISIN	PTJMT0AE0001	Zmiana YTD	-2,2% +13,0%
Liczba akcji (mln)	629,3	Średni obrót 1M	9,8 mln EUR
MC (mln EUR)	8 898,2	Średni obrót 6M	15,1 mln EUR
EV (mln EUR)	8 945,2	EV/EBITDA 12M fwd	6,7 -27,4%
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.	22,2	17,0	19,7	16,8	15,9
P/BV	5,0	4,5	4,2	3,8	3,5
EV/EBITDA skor.	9,6	8,6	8,5	7,2	6,7
DPS	0,64	0,35	0,26	0,33	0,35
DYield	4,5%	2,5%	1,9%	2,3%	2,4%
Zmiana prognoz		2020P	2021P	2022P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Biedronka (s/mkw. r/r)		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	
Pingo Doce (s/mkw. r/r)		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	
Recheio (s/mkw. r/r)		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	

Wyniki i przepływy operacyjne (bez MSSF 16)

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

Wskaźniki (bez MSSF 16)

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

*bez MSSF 16

Analiza porównawcza

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

Model DCF (bez MSSF 16)

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

Podsumowanie DCF

(mln EUR)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,5%
Zdyskontowana wartość FCF	10 509
Dług netto	-290
Inne korekty	225
Wycena DCF na akcję (PLN)	16,19

Wycena

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

LPP

kupuj (podwyższona)

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. Po spadku ceny akcji podnosimy naszą rekomendację dla spółki z akumuluj do kupuj.

Cena bieżąca

6 800,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

7 900,00 PLN

+16,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	7 900,00 PLN	2020-10-02	
poprzednia	akumuluj	7 900,00 PLN	2020-08-04	
Podstawowe dane			LPP PW	vs. WIG
Ticker	LPP PW	Zmiana 1M	-4,8%	-1,1%
ISIN	PLPP0000011	Zmiana YTD	-22,9%	-7,7%
Liczba akcji (mln)	1,9	Średni obrót 1M	15,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	12 596,5	Średni obrót 6M	20,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	12 985,0	EV/EBITDA 12M fwd	11,3	-9,3%
Free float	64,6%	EV/EBITDA 5Y avg	12,5	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.	24,9	22,2	261,6	24,7	15,7
P/BV	4,5	3,9	4,8	5,7	6,0
EV/EBITDA skor.	10,6	8,8	23,8	12,2	9,0
DPS	39,96	0,00	0,00	0,00	-70,26
DYield	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	-1,0%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA			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%
Przepływy oper. (bez M	1 212	2 424	381	789	1 136
D&A	349	431	489	527	609
D&A (MSSF 16)	0	603	677	733	814
Kapitał obrotowy	125	-25	-218	-41	-43
Przepływy inv.	-704	-910	-930	-1 226	-714
Przepływy fin.	21	-560	-618	-401	-857
Dywidenda/buyback	73	0	0	0	-129
FCF	-47	156	-603	-232	646
FCF/EBITDA	-4%	12%	-110%	-20%	40%
CFO/EBITDA	110%	115%	30%	41%	46%

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%

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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdyskontowana wartość FCF	14 798
Dług netto	-1 081
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	8 600

Wycena

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

VRG kupuj (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 1,3x na koniec 2Q'20 (-0,2x r/r pomimo istotnego spadku wyników r/r). Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej wyniosły 14,7 mln PLN w 1H'20 (oczyszczone o wpływ MSSF 16) vs. -43,7 mln PLN w 1H'19, a poprawa wyniku przede wszystkim z optymalizacji kapitału obrotowego (zmniejszenie poziomu zapasów i wydłużenie płatności zobowiązań). Sprzedaż spółki za sierpień wzrosła o 1,3% r/r kontynuując pozytywny trend odbudowy sprzedaży. We wrześniu zaangażowanie w spółkę zwiększał główny akcjonariusz, Pan Jerzy Mazgaj. Zarząd VRG opublikował we wrześniu projekty uchwał dotyczące planowanego skupu akcji własnych oraz Programu Motywacyjnego dla Zarządu na lata 2021-23. W wydanym we wrześniu raporcie podnieśliśmy nasze prognozy, na kolejne lata, niemniej nowe szacunki są poniżej poziomu wyznaczonego w projekcie Programu Motywacyjnego. 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

2,34 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

3,14 PLN

+34,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	3,14 PLN	2020-09-23

Podstawowe dane		VRG PW	vs. WIG
Ticker	VRG PW	Zmiana 1M	+0,6% +4,4%
ISIN	PLVSTLA00011	Zmiana YTD	-42,1% -26,9%
Liczba akcji (mln)	234,5	Średni obrót 1M	0,5 mln PLN
MC (mln PLN)	548,6	Średni obrót 6M	0,8 mln PLN
EV (mln PLN)	618,3	EV/EBITDA 12M fwd	9,8 +15,1%
Free float	36,7%	EV/EBITDA 5Y avg	8,5 premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	806	1 068	904	1 066	1 185
EBITDA skor.	89	111	39	67	94
marża EBITDA	11,1%	10,4%	4,4%	6,3%	7,9%
EBIT	72	87	19	48	74
Zysk netto	54	66	8	29	53
P/E	10,2	8,3	68,8	18,9	10,3
P/BV	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA skor.	6,9	5,5	15,7	8,6	5,9
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz		2020P	2021P	2022P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
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	544	648	746
Segment odzieżowy (EBIT)	33	43	-17	12	36
Segment jubilerski (S)	323	376	360	418	439
Segment jubilerski (EBIT)	39,4	44,5	35,7	42,6	45,0
MBNS	51,2%	52,1%	49,6%	50,7%	51,0%
Przepływy oper.	54	109	110	156	151
D&A	17	24	21	19	20
Dodatkový D&A (MSSF 16)		87	96	99	104
Kapitał obrotowy	-21	-75	7	9	-25
Przepływy inv.	-19	-17	-15	-20	-22
Przepływy fin.	-18	-100	-73	-141	-132
Kredyty/pozyczki	8	-5	27	-42	-28
FCF	37	-6	35	48	33
FCF/EBITDA	41%	-6%	88%	71%	35%
CFO/EBITDA	60%	19%	35%	84%	51%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Sprzedaż det/mkw.	1 408	1 675	1 808	1 804	1 818	1 824	1 829	1 834	1 840	1 845	1 845
SG&A/mkw.	652	772	808	805	811	814	820	826	832	839	839
Powierzchnia	53	53	56	57	59	59	60	61	62	62	62
Przychody	904	1 066	1 185	1 227	1 266	1 290	1 309	1 329	1 350	1 371	1 399
EBITDA	39	67	94	105	108	110	109	107	106	104	106
marża EBITDA	4,4%	6,3%	7,9%	8,6%	8,5%	8,5%	8,3%	8,1%	7,9%	7,6%	7,6%
EBIT	19	48	74	85	87	89	88	86	85	83	85
Podatek	-3	9	14	16	17	17	17	16	16	16	16
CAPEX	15	20	22	22	22	21	21	20	20	20	21
Kapitał obrotowy	7	9	-25	-22	-8	-8	-8	-9	-9	-6	-6
FCF	35	48	33	45	62	64	63	62	60	61	62
PV FCF	34	43	27	34	43	41	38	34	31	29	
WACC	8,6%	8,7%	8,8%	8,5%	8,5%	8,4%	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%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Sprz./mkw. (odzieżowy)	1 318	1 048	719	927	1 049
Sprz./mkw. (jubilerski)	2 540	2 689	2 314	2 693	2 759
SG&A/mkw. (odzieżowy)	420	598	538	626	643
SG&A/mkw. (jubilerski)	1 118	1 216	1 140	1 304	1 368
Środki pieniężne	34	25	47	42	40
Dług netto	63	66	70	33	7
Dług netto/EBITDA (x)	0,7	0,6	1,8	0,5	0,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	6,1	5,9	5,2	4,7	3,7	3,5
Maksimum	174,6	53,4	28,2	22,0	23,9	15,2
Mediana	18,3	19,9	13,5	8,2	7,2	5,7
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana wartość FCF	845
Dług netto	66
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	3,32

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	2,60
DCF	50%	3,32
Cena wynikowa		2,96
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		3,14

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_rynke/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 października 2020 o godzinie 8:40.

Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 2 października 2020 o godzinie 8:40.

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

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BGŻ BNP Paribas, Boryszew, BOŚ, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, 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, NWA Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pfeiderer Group, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primetech, Prochem, Projprezem, 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, NWA Dom Maklerski, Pfeiderer Group, Primetech.

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Biura maklerskiego mBanku.

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

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

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

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

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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

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

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

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

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

Grupy porównawcze wykorzystywane w wycenie poszczególnych spółek

11 bit studios	Activision, Blizzard, CAPCOM, Electronic Arts, Paradox Interactive, Take Two Interactive, Ubisoft Entertainment
Agora	Axel Springer, Cinemark Holdings, Cineworld, Daily Mail&General, IMAX Corp, JC Decaux, Lagardere, Sanoma, Schibsted, Stroeer Media
AmRest	Alsea, Autogrill, Chipotle Mexican, Collins Foods, Jack In The Box, McDonalds, Mitchells & Butlers, Starbucks, Texas Roadhouse, Wendy's, Yum! Brands
Asseco Poland	Atos, CAP Gemini, Comarch, Computacenter, Fiserv, Indra Sistemas, Oracle, Sage Group, SAP, Software AG
CCC	Adidas, Asos, Boohoo.com, Caleries, Crocs, Foot Locker, Geox, Nike, Steven Madden, Tod's, Zalando
CD Projekt	Activision, Blizzard, CAPCOM, Electronic Arts, Take Two Interactive, Ubisoft Entertainment
CEZ	EDF, EDP, Endesa, Enea, Enel, Energa, EON, Innogy, PGE, RWE, Tauron
Ciech	Akzo Nobel, BASF, Bayer, Ciner Resources, GHCL, Hongda Xindye, Huntsman, ICI Pakistan, MISR Chemical, PCC Rokita, OCI, Qingdao, Sesoda, Shandong Haihua, Soda Samayii, Solvay, Tangshan Sanyou Chemical, Tata Chemicals, Tessenderlo Chemie, Wacker Chemie
Cognor	AK Steel, Alumetal, ArcelorMittal, Baoshan Iron & Steel, Commercial Metals, HeSteel, Hitachi Metals, Hyundai Steel, JFE Holdings, JSW Steel, Kloeckner & Co, Metalurgica Gerdau, Nippon Yakin Kogyo, Nucor, Olympic Steel, Outokumpu, POSCO, Salzgitter, SSAB, Steel Authority Of India, Steel Dynamics, Tata Steel, thyssenkrupp, United States Steel Corp, voestalpine
Comarch	Asseco Poland, Atos, CAP Gemini, Computacenter, Fiserv INC, Indra Sistemas, Oracle Corp, Sage Group, SAP, Software AG, Tieto
Cyfrowy Polsat	BT Group, Comcast, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Iliad, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Netia, O2 Czech, Orange, Orange Polska, Shaw Communications, Talktalk Telecom, Tele2, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
Dino	Carrefour, Eurocash, Jeronimo Martins, Magnit, Metro, O'Key Group, Tesco, X5
Eurocash	Carrefour, Dino, Jeronimo Martins, Magnit, Metro, O'Key Group, Tesco, X5
Famur	Caterpillar, Epiroc, Komatsu, Sandvik, Weir Group, Metso, Flsmidth
Grupa Azoty	Acron, Agrium, CF Industries, Israel Chemicals, K+S, Mosaic, Phosagro, Potash, Yara
Jeronimo Martins	BIM, Carrefour, Dino, Eurocash, Magnit, Metro, O'Key, Group, Tesco, X5
JSW	Alliance Resource Partners, Arch Coal, Banpu Public, BHP Billiton, Bukin Asam, China Coal, Cloud Peak Energy, Cokal, Henan Shenhui, LW Bogdanka, Natural Resource Partners, Peabody Energy, Rio Tinto, Semirara Mining and Power, Shaanxi Heima, Shanxi Xishan Coal & Elec, Shougang Fushan Resources, Stanmore Coal, Teck Resources, Terracom, Walter Energy, Warrior Met Coal, Yanzhou Coal Mining
Kernel	ADM, Andersnons, Astarta, Avangard, Bunge, China Agri Industries, Felda Global, Golden Agri Resources, GrainCorp, IMC, MHP, Milkiland, Nissin Oillio Group, Ovostar, Wilmar
Kęty	Alcoa, Alumetal, Amag, Amcor, Bemis, Century Aluminium, China Hongoiao, Constelium, Fuji Seal, Kaiser Aluminium, Mercor, Midas Holdings, Nippon Light Metal, Norsk Hydro, UACJ, United CO Rusal
KGHM	Anglo American, Antofagasta, BHP Billiton, Boliden, First Quantum Minerals, Freeport-McMoRan, Grupo Mexico, KAZ Minerals, Hudbay, Lundin, MMC Norilsk Nickel, OZ Minerals, Rio Tinto, Sandfire Resources, Southern Copper, Vedanta Resources
Kruk	Arrow Global, Collection House, Credit Corp, Encore Capital, Intrum, PRA Group
Lotos, MOL	Aker BP, Bashneft, BP, ENI, Gazpromneft, Hellenic, Lotos, Lukoil, MOL, Motor Oil, Neste, OMV, OMV Petrom, PKN, Repsol, Rosneft, Saras, Shell, Statoil, Total, Tullow Oil, Tupras
LPP	CCC, H&M, Hugo Boss, Inditex, Marks & Spencer, Next, Tom Tailor
Netia	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Mobile Telesystems, O2 Czech, Orange, Orange Polska, Rostelecom, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
Orange Polska	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Mobile Telesystems, Netia, O2 Czech, Orange, Rostelecom, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
PGNiG	A2A, BP, Centrica, Enagas, Endesa, Enea, Energa, Engie, ENI, EON, Galp Energia, Gas Natural, Gazprom, Hera, MOL, Novatek, OMV, Red Electrica, Romgaz, RWE, Shell, Snam, Statoil, Total
PKN Orlen	Braskem, Dow Chemical, Eastman, Formosa Plastics, Hellenic Petroleum, Huntsman, Lotos, Lotte, Lyondellbasell, Mitsubishi, Mitsui Chemicals, MOL, Motor Oil, Neste, OMV, OMV Petrom, Petronas, Saras, Tupras, Westlake Chemical
PKP Cargo	Aurizon Holdings, Canadian National Railway, Canadian Pacific Railway, Center for Cargo Container, China Railway Group, China Railway Tielong Container Logistics, CSX Corp, Daqin Railway, Global Ports Holding, Globaltrans Investment, Hamburger Hafen und Logistik, Hub Group, Kansas City Southern, Kuehne + Nagel International, Log-In Logistica Intermodal, Nikkon Holdings, Norfolk Southern Corp, Rumo, Tidewater Midstream, Union Pacific Corp
Play	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Netia, O2 Czech, Orange, Orange Belgium, Orange Polska, TalkTalk, Tele2, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vimpel, Vodafone Group
PlayWay	Activision, Blizzard, CAPCOM, Electronic Arts, Hasbro, Konami, SEGA Sammy, Take Two Interactive, Ubisoft Entertainment, Gungho Online, Squasre Enix, Playtech, 11 bit studios
Skarbiec Holding	Affiliated Managers, AllianceBernstein, Ashmore Group, Blackrock, Brewin Dolphin, Eaton Vance Mgmt, Franklin Resources, GAM Holding, Invesco, Investec, Janus Henderson, Jupiter AM, Legg Mason, Liontrust AM, Och-Ziff Capital Mgmt., Schroders, Standard Life, T Rowe Price
Stalprodukt	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
Sygnity	AiIeron, Asseco Business Solutions, Asseco Poland, Asseco South Eastern Europe, Atende, Comarch
Ten Square Games	Nexon, NetEase, IGG, Gree, NHN, Naver, Koei, Wuhu, Tencent, Zynga
Wirtualna Polska	eBay, Facebook, Google, Mail.ru, Sina, Yahoo Japan, Yandex
VRG	CCC, Chow Sang, Chow Tai Fook, H&M, Hugo Boss, Inditex, Lao Fen Xiang, Lao Feng, LPP, Luk Fook, Marks & Spencer, Next, Pandora, Tiffany

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku wydane w przeciągu ostatnich 12 miesięcy
11 bit studios

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	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	niedoważaj	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2020-09-30	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	35,90	38,00	40,10	37,00	34,60	43,50	42,80	39,30	35,40

Amica

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2020-09-30	2020-07-30	2020-06-29	2020-04-01	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	136,60	145,00	120,00	84,30	133,20

AmRest

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

Apator

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	niedoważaj
data wydania	2020-09-30	2020-06-29	2020-04-01	2020-03-04	2020-01-30	2019-12-05	2019-10-18
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	20,60	20,80	16,20	20,00	20,70	21,10	22,00

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
data wydania	2020-05-11	2020-04-01	2020-01-30	2019-12-05	2019-10-30
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	11,75	11,50	15,90	15,90	16,85

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	równoważ	niedoważaj	niedoważaj	niedoważaj	równoważ	równoważ
data wydania	2020-09-09	2020-06-08	2020-04-01	2020-01-30	2019-12-05	2019-10-30
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,39	3,59	3,74	4,54	4,09	4,29

CCC

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

CD Projekt

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2020-10-02	2020-09-02	2020-06-03	2020-05-05	2020-02-05	2019-12-05	2019-11-06
cena docelowa (PLN)	429,10	429,10	388,10	342,50	284,20	281,30	276,40
kurs z dnia rekomendacji	382,60	440,70	388,20	357,90	305,00	260,30	255,20

CEZ

rekomendacja	kupuj	akumuluj	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-10-02	2020-06-03	2020-05-05	2020-02-20	2019-12-05
cena docelowa (CZK)	514,80	514,80	527,86	592,91	597,80
kurs z dnia rekomendacji	438,00	489,00	451,00	503,00	502,00

Ciech

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-10-02	2020-07-02	2020-05-29	2020-04-14	2020-02-13	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	30,10	34,09	38,94	45,14	47,46	44,41
kurs z dnia rekomendacji	27,25	32,30	39,25	31,80	39,40	36,40

Cognor

rekomendacja	kupuj	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2020-09-25	2020-08-04	2020-04-22	2019-12-06	2019-12-05	2019-11-04
cena docelowa (PLN)	2,03	1,98	0,94	1,25	1,25	1,55
kurs z dnia rekomendacji	1,10	0,93	0,95	1,20	1,17	1,52

Comarch

rekomendacja	kupuj	trzymaj	kupuj
data wydania	2020-09-29	2020-05-13	2019-11-25
cena docelowa (PLN)	247,60	220,30	250,00
kurs z dnia rekomendacji	204,00	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
data wydania	2020-04-02	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	-	88,92
kurs z dnia rekomendacji	68,40	93,00

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

Energia

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
data wydania	2020-07-02	2020-06-03	2020-05-05	2020-02-05	2019-11-25	2019-11-06
cena docelowa (PLN)	19,90	19,90	20,50	19,80	19,80	18,10
kurs z dnia rekomendacji	17,34	18,50	21,10	19,94	22,22	23,80

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	równoważ	przeważaj	przeważaj	równoważ	niedoważaj	niedoważaj	niedoważaj	równoważ
data wydania	2020-09-30	2020-08-28	2020-06-29	2020-05-21	2020-04-01	2020-03-20	2020-01-30	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	32,40	28,85	20,25	17,60	11,20	11,80	32,30	28,15

GPW

rekomendacja	sprzedaj	trzymaj	kupuj
data wydania	2020-09-30	2020-05-20	2020-01-16
cena docelowa (PLN)	39,19	41,56	47,82
kurs z dnia rekomendacji	47,10	40,00	40,85

Grupa Azoty

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	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
cena docelowa (PLN)	25,83	29,90	28,42	30,55	30,31	30,31	32,75	37,12	34,09
kurs z dnia rekomendacji	25,30	30,45	28,00	22,24	27,50	26,10	30,00	36,58	31,18

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	trzymaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2020-10-02	2020-06-03	2020-04-16	2020-03-30	2020-02-04	2019-12-05	2019-10-07
cena docelowa (PLN)	117,78	117,78	114,14	126,36	170,00	187,77	197,53
kurs z dnia rekomendacji	124,40	145,20	141,00	153,80	202,00	190,80	194,80

Jeronimo Martins

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

JSW

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	sprzedaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	kupuj
data wydania	2020-10-02	2020-09-02	2020-08-04	2020-03-27	2020-03-04	2020-02-05	2020-01-20	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	25,96	15,82	16,41	9,78	15,34	18,41	23,32	28,04
kurs z dnia rekomendacji	25,00	15,18	17,40	12,85	15,15	19,78	22,68	18,80

Kernel

rekomendacja	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	redukuj
data wydania	2020-09-23	2020-06-03	2020-02-05	2019-12-05	2019-10-07
cena docelowa (PLN)	56,35	44,58	47,25	41,60	40,76
kurs z dnia rekomendacji	39,90	43,80	47,20	41,20	42,90

Grupa Kęty

rekomendacja	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
cena docelowa (PLN)	465,74	453,70	335,96	360,29	335,44	333,45	298,64
kurs z dnia rekomendacji	482,50	432,00	339,00	381,00	338,50	313,50	283,00

KGHM

rekomendacja	redukuj	trzymaj	sprzedaj	sprzedaj	redukuj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2020-10-02	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)	103,84	124,67	62,94	46,83	46,83	76,92	86,33	85,54	96,13	96,14	90,12
kurs z dnia rekomendacji	115,15	129,45	88,10	74,00	54,64	77,82	96,44	88,66	96,70	91,64	79,92

Komercni Banka

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-10-02	2020-09-02	2020-08-10	2019-12-05
cena docelowa (CZK)	618,97	618,97	618,97	928,20
kurs z dnia rekomendacji	484,50	534,00	529,00	792,00

Kruk

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2020-09-03	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	183,17	210,31
kurs z dnia rekomendacji	156,70	150,90

Kruszwica

rekomendacja	równoważ	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
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	60,40	59,00	54,80	52,20	45,80	44,40

Lotos

rekomendacja	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	redukuj	trzymaj	redukuj	redukuj
data wydania	2020-10-02	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	47,09	55,87	60,39	59,22	67,19	68,47	77,80
kurs z dnia rekomendacji	34,00	39,22	60,14	60,52	65,10	61,06	76,78	85,20

LPP

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

Mangata

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2020-09-30	2020-06-29	2020-04-01	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	47,00	50,50	50,00	72,00

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

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	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	kupuj
data wydania	2020-09-22	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
cena docelowa (PLN)	5,97	5,94	5,94	5,23	4,91	4,44	3,24	3,88	4,06	5,64
kurs z dnia rekomendacji	4,56	5,15	5,10	4,63	4,31	3,48	3,14	3,20	3,86	5,07

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	redukuj	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2020-10-02	2020-09-18	2020-08-04	2020-05-15	2020-03-25	2020-02-05	2019-11-14
cena docelowa (PLN)	35,20	35,20	35,70	35,70	33,50	36,00	36,00
kurs z dnia rekomendacji	38,72	26,16	32,54	31,02	29,04	34,80	31,30

PlayWay

rekomendacja	trzymaj	akumuluj
data wydania	2020-10-02	2020-08-25
cena docelowa (PLN)	549,00	549,00
kurs z dnia rekomendacji	527,00	484,00

Pozbud

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2020-09-30	2020-06-29	2020-04-01	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,65	1,70	0,81	1,80

PZU

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

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	akumuluj	trzymaj	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-09-11	2020-07-02	2020-06-03	2020-03-04	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	26,86	21,20	21,20	21,20	29,34
kurs z dnia rekomendacji	24,70	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
data wydania	2020-07-02	2020-04-01	2020-02-05	2019-12-05	2019-10-07
cena docelowa (PLN)	-	9,04	8,92	8,78	8,10
kurs z dnia rekomendacji	8,55	6,75	7,85	8,20	7,90

Sygnity

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

Tarczyński

rekomendacja	zawieszona	równoważ
data wydania	2019-12-05	2019-10-07
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	15,60	16,30

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	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	kupuj	akumuluj
data wydania	2020-09-23	2020-07-02	2020-06-03	2020-04-06	2020-02-05	2019-12-02
cena docelowa (PLN)	3,14	2,43	2,43	2,00	4,50	4,50
kurs z dnia rekomendacji	2,51	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
 paliwa, energetyka

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

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

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

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

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