

czwartek, 5 listopada 2020 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: listopad 2020

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

Druga fala COVID wkrótce osiągnie apogeum zachorowań, a jej negatywny wpływ na gospodarkę jest znacząco mniejszy niż na wiosnę. Uważamy, że jest to dobry czas do kupna akcji na GPW w perspektywie kolejnych miesięcy i kwartałów – szczególnie mocno przecenionych spółek cyklicznych.

Ze spółek

Finanse

Wyniki za 3Q'20 napawają optymizmem i oczekujemy, że ich efektem będzie podwyższenie prognoz także na 2021 r. Zwracamy uwagę na niskie wyceny, gdzie nierzadko kurs akcji spółek zbliżył się do poziomów IPO sprzed ponad dekady (np. Pekao). Niemniej w listopadzie bez wątpienia sektor finansowy cechować będzie duża zmienność, napędzana przez kolejne restrykcje czy brak decyzji na temat dywidend. Z banków przeważamy Erste, OTP, Monetę ponad polski sektor. Wśród spółek finansowych PZU powinien być pośrednim beneficjentem restrykcji dzięki niższej szkodowości.

Chemia

Odbicie produkcji szkła płaskiego w Polsce w IX'20 zwiastować może bardziej optymistyczny outlook na ceny sody w 2021 roku. Naszym zdaniem warto postawić na Ciech (podnosimy z trzymaj do kupuj).

Surowce

Duża ilość pozycji spekulacyjnych na miedzi może sygnalizować nadchodzącą korektę cen (negatywnie dla KGHM). Lepszy PMI w przemyśle stalowym w Chinach, możliwa pomoc z PFR i odbijające ceny węgla koksowego sprzyjają JSW.

Paliwa

Makro w rafineriach wciąż nie wspiera, ale wyceny w średnim terminie są już bardzo atrakcyjne (preferujemy LTS i MOL). Korekta cen gazu popsuła nieco sentyment na PGNiG, ale utrzymujemy nasze pozytywne nastawienie.

Energetyka

Ostatnie spadki WIG-Energia były zaskakujące w kontekście coraz mocniej komunikowanej transformacji sektora. Naszym zdaniem to ciekawy moment na budowanie średnioterminowej pozycji pod przyszłoroczne zmiany.

Telekomunikacja, Media, IT

W sektorze telekomunikacyjnym preferujemy OPL, po dobrych wynikach za 3Q'20 i wezwaniu na PLY przez francuski Iliad. Podtrzymujemy pozytywne podejście do sektora IT, gdzie spodziewamy się dobrego sezonu wyników za 3Q'20. Potencjał do wzrostu mają zwłaszcza: ACP, ASE, CMR i SGN.

Gaming

Spółki z sektora mogą być beneficjentem wprowadzenia lockdown w poszczególnych gospodarkach. Przeważalibyśmy CD Projekt (premiera gry w grudniu) oraz Ten Square Games (obietująca sprzedaż Hunting Clash).

Przemysł

Sentyment do sektora wspierany jest przez poprawiające się wskaźniki PMI nowych zamówień w przemyśle w Niemczech. Dodatkowo dane o produkcji sprzedanej GUS za IX'20 wskazują na dalszą odbudowę wolumenów w większości segmentów. Oczekujemy, że w 3Q'20 50% spółek poprawi r/r wyniki, a pozytywnych zaskoczeń oczekujemy w AMC, AST, FMF, FTE, KSW.

Handel

Ze względu na wprowadzenie lockdown w Polsce i innych krajach z regionu oczekujemy presji na kursy spółek z sektora. Niemniej wykorzystywalibyśmy spadki do akumulowania akcji LPP i VRG. Ze spółek handlu spożywczego preferowalibyśmy EUR, JMT. Unikilibyśmy DNP.

Kluczowe rekomendacje

Pozytywne: AMC, AST, CDR, CEZ, CIE, COG, EUR, EBS AV, FMF, JMT, KER,

KSW, LTS, LPP, MOL, MONET CP, OPL, PEP, PGN, PZU, SGN, STP, TEN, TIM, VRG

Negatywne: DNP, KGH

Indeksy	Kurs bieżący	1M	YTD
WIG	47 294	-3,6%	-18%
ATX	2 147	+3,3%	-31%
BUX	34 775	+4,0%	-25%
PX	865	+0,9%	-20%

Indeksy sektorowe WIG		1M	YTD
WIG20	1 641	-3,2%	-23%
mWIG40	3 375	-5,1%	-12%
sWIG80	13 518	-3,2%	+15%
Banki	3 436	-7,4%	-49%
Budownictwo	2 919	-2,7%	+28%
Chemia	6 432	-2,9%	-23%
Energia	1 611	-16,7%	-18%
Gaming	33 315	+0,9%	+78%
Górnictwo	3 956	+8,6%	+28%
Informatyka	3 647	-3,5%	+29%
Media	4 768	+0,3%	-11%
Odzież	3 478	-13,9%	-39%
Paliwa	3 665	-8,4%	-44%
Spożywczy	2 961	-1,2%	-5%
Telekomunikacja	884	-2,1%	+1%

Top 5 / Worst 5		1M	YTD
Asbis	7,21	+44,2%	+141%
BAH	0,61	+18,6%	-39%
Astarta	20,30	+18,4%	+27%
Lubawa	1,47	+16,2%	+86%
MLP Group	80,50	+14,2%	+50%
CCC	41,78	-26,1%	-62%
Work Service	0,74	-26,9%	+40%
Rafako	0,64	-27,6%	-30%
Mabion	22,85	-28,4%	-70%
Krynica Vitamin	21,50	-29,5%	+374%

Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
Alior Bank	akumuluj ▲	14,98 PLN ►
CD Projekt	akumuluj ►	421,60 PLN ▼
Ciech	kupuj ▲	34,27 PLN ▲
GPW	redukuj ▲	39,19 PLN ►
Grupa Kęty	trzymaj ►	422,81 PLN ▼
Handlowy	kupuj ▲	37,64 PLN ►
JSW	trzymaj ►	20,14 PLN ▼
Kernel	kupuj ►	53,66 PLN ▼
LPP	kupuj ►	7 600 PLN ▼
PKO BP	akumuluj ▲	22,58 PLN ►
Ten Square Games	akumuluj ►	722,00 PLN ▲

Spis treści

1. Rynek akcji	3
2. Sektory	5
3. Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu	8
4. Zaskoczenia na wynikach spółek w poszczególnych kwartałach	9
5. Prognozy i rekomendacje Biura maklerskiego mBanku na tle konsensusu	12
6. Aktualne rekomendacje Biura maklerskiego mBanku	13
7. Statystyki rekomendacji	14
8. Kalendarium wydarzeń	15
9. Makroekonomia	16
10. Finanse	18
10.1. Alior Bank	18
10.2. Handlowy	19
10.3. ING BSK	20
10.4. Millennium	21
10.5. Pekao	22
10.6. PKO BP	23
10.7. Santander Bank Polska	24
10.8. Komercni Banka	25
10.9. Moneta Money Bank	26
10.10. Erste Group	27
10.11. RBI	28
10.12. OTP Bank	29
10.13. PZU	30
10.14. Kruk	31
10.15. Skarbiec Holding	32
10.16. GPW	33
11. Chemia	34
11.1. Ciech	34
11.2. Grupa Azoty	35
12. Surowce	36
12.1. JSW	36
12.2. KGHM	37
13. Paliwa	38
13.1. Lotos	38
13.2. MOL	39
13.3. PGNiG	40
13.4. PKN Orlen	41
14. Energetyka	42
14.1. CEZ	42
14.2. Enea	43
14.3. Energa	44
14.4. PGE	45
14.5. Polenergia	46
14.6. 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. Sygnity	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

W październiku, podwyższając pozycjonowanie dla rynku akcji z negatywnego do neutralnego, zakładaliśmy osiągnięcie porozumienia ws. pakietu stymulacyjnego w USA jeszcze przed wyborami prezydenckimi (co nie nastąpiło) oraz mniejszą falą zachorowań na COVID'19 w Europie. Światowe indeksy kontynuowały korektę, a WIG20 spadł do poziomu 1500 pkt. W listopadzie na rynkach akcji może utrzymywać się wysoka niepewność związana z epidemią. Liczba nowych przypadków w Europie i USA będzie nadal rosła. Wprowadzone ograniczenia zaczną jednak przynosić pozytywne efekty i w największych europejskich gospodarkach apogeum zachorowań zostanie osiągnięte w połowie miesiąca. W Polsce nastąpi to później, a liczba nowych przypadków może zwiększyć się do 35-40 tys. dziennie, co oznacza dodatkowe ograniczenia. Uważamy jednak, że jest to dobry czas do kupna akcji na GPW w perspektywie kolejnych miesięcy i kwartałów (szczególnie spółek cyklicznych). Negatywny wpływ drugiej fali COVID'19 na gospodarkę jest istotnie mniejszy niż na wiosnę. Rządy utrzymują/przedłużają pomocowe pakiety fiskalne dla firm/konsumentów (w tym czwarty pakiet w USA). Banki centralne nadal będą utrzymywać luźną politykę monetarną (ECB/FED – dodatkowe działania jeszcze w tym roku). Wraz ze stopniowym znoszeniem ograniczeń (w Europie już w grudniu) pozwoli to firmom przetrwać i wejść w okres szybkiego wzrostu (odbicie sprzedaży przy ograniczonej bazie kosztowej) na początku 2021 roku.

COVID'19 – wielka fala zachorowań, a jednak mniej destrukcyjna

Oczywiście było, że na jesieni czeka nas znaczący wzrost liczby zachorowań na COVID'19 – zarówno w Europie, jak i w USA (wskazywały na to chociażby rosnący wskaźnik Ro, o którym pisaliśmy przed miesiącem). Skala wzrostu liczby zachorowań w Europie jest jednak wyższa niż oczekiwaliśmy jeszcze miesiąc temu i pod koniec tygodnia (cyklicznie największa liczba testów) dochodzi do 300 tys. dziennie. Obawa przed skutkami ekonomicznymi lockdownu – jak miało to miejsce na wiosnę – spowodowała, że wprowadzone zbyt późno restrykcje doprowadziły do zmiany skali problemu z punktowych ognisk zapalnych (łatwiej kontrolowalnych) do masowego rozprzestrzeniania się choroby.

Jaki jest dalszy scenariusz? Ograniczenia wprowadzone przez poszczególne rządy w drugiej połowie października zaczną przynosić pozytywne efekty dopiero w drugiej połowie listopada, kiedy spodziewamy się wyhamowanie skali dziennych przyrostów zachorowań. Innymi słowy, apogeum drugiej fali COVID'19 w głównych gospodarkach europejskich to połowa listopada, potem sytuacja zacznie się powoli poprawiać. Dobrym przykładem jest tu przypadek Czech, które na jesieni jako jeden z pierwszych krajów europejskich doświadczyły lawinowego wzrostu zachorowań (15 tys. dziennie przy populacji 10,7 mln osób) i jako jeden z pierwszych wprowadziły w połowie października restrykcyjne ograniczenia. W ostatnich dniach Czechy notują już spadek liczby nowych przypadków w ujęciu t/t. Uważamy, że w grudniu liczba nowych przypadków nadal będzie wysoka, ale już w wyraźnym trendzie malejącym. Wraz z tym będą pojawiały się oczekiwania na stopniowe znoszenie ograniczeń. Momentum drugiej fali COVID'19 w USA jest opóźnione w stosunku do Europy o miesiąc, dlatego nad rynkami nadal będą „ciążyły” słabe odczyty danych z kluczowego dla sentymentu inwestorów rynku amerykańskiego. To jednak nie zmienia szerszej perspektywy i tego, że druga fala będzie ustępowała.

W Polsce przy relatywnie małej ilości przeprowadzanych testów (dotychczas 129 tys. na 1 mln mieszkańców, Niemcy 260 tys., Hiszpania 386 tys., Wielka Brytania 509 tys.) działania ograniczające zostały wprowadzone zbyt późno. Ponadto, w związku z ulicznymi protestami społecznymi, należy oczekiwać, że proces dojścia do „punktu przegięcia” krzywej nowych zachorowań opóźni się w stosunku do innych krajów europejskich. Przykład wiosennych protestów ulicznych w USA pokazuje, że są one jednym z powodów przyspieszonego przenoszenia się wirusa. W ciągu następnych dwóch tygodni czeka nas ogromne wyzwanie stojące przed systemem opieki zdrowotnej. Należy zakładać, że będzie dochodziło do sytuacji braku miejsc dla chorych i wyższej niż dotychczas śmiertelności. Pod koniec listopada sytuacja jednak zacznie się stabilizować.

Nie ulega wątpliwości, że dodatkowe ograniczenia wprowadzane w całej Europie negatywnie wpłyną na aktywność gospodarczą, co już widać w malejącej transakcyjności kartowej, wskaźnikach mobilności czy danych o transporcie. Tym niemniej uważamy, że pomimo zdecydowanie wyższej liczby chorych skala tąpnięcia makro będzie istotnie mniejsza niż na wiosnę. Główne argumenty za takim scenariuszem to:

1. COVID'19 nie demoluje rynków azjatyckich, co oznacza rosnący popyt na eksport z Europy;
2. co szczególnie ważne, to oznacza również utrzymanie łańcuchów dostaw (to one odpowiadały za gros ograniczeń produkcji na wiosnę);
3. społeczeństwo i biznes nauczyły się funkcjonować w otoczeniu COVIDowym (mniejszy strach, lepsza organizacja funkcjonowania przedsiębiorstw i życia publicznego, w efekcie oczekiwany mniejszy spadek konsumpcji);
4. w Polsce sektory najbardziej dotknięte skutkami drugiej fali (hotele, restauracje, rozrywka) nadal mogą liczyć na wsparcie państwa, m.in. z niewykorzystanych środków PFR/BGK.

Nadal otwartą kwestią pozostaje dostępność szczepionki na COVID'19. Informacje płynące z firm farmaceutycznych, wskazują na liczne problemy i dalsze opóźnienia w certyfikacji leku. Uzyskanie zgody FDA przez jedną z firm do końca roku i tak nie będzie miało znaczenia w przypadku drugiej fali epidemii. Jest to jednak istotne dla opanowania fali trzeciej, której należy spodziewać się na wiosnę 2021. Dotychczas byliśmy sceptyczni co do wypowiedzi m.in. Donalda Trumpa o realnym wprowadzeniu szczepionki jeszcze przez listopadowymi wyborami prezydenckimi. Naszym zdaniem, szansa na to, że szczepionka trafi do szpitali jeszcze przed trzecią falą COVID'19 jest jednak duża, a to będzie istotnym wsparciem dla rynków na początku 2021 roku.

Wybory w USA, FED i pakiet stymulacyjny

Chwili przygotowywania tego opracowywania nadal nie było jasne, który z kandydatów wygrał wybory prezydenckie. Biorąc pod uwagę sondaże, dużym zaskoczeniem (również dla rynków, co najlepiej obrazuje duża zmienność USD) może być bardzo dobry wynik Trumpa, który po wstępnym policzeniu części głosów zdaje się prowadzić w wyścigu o głosy elektoralskie. Jak pisaliśmy w poprzednim raporcie miesięcznym, naszym zdaniem jedynym złym scenariuszem dla rynków jest remis i awantura związana z kwestionowaniem wyniku wyborczego. Jeżeli szala przechyliła się w stronę Trumpa, ryzyko to nawet przy „remisowym” wyniku jest mniejsze, chociaż nadal stanowi element niepewności i ryzyka.

Pakiety stymulacyjne i wsparcie banków centralnych

Nadal kluczowe dla rynków jest to, kiedy po wyborach Kongres osiągnie porozumienie ws. pakietu stymulacyjnego. Nasze oczekiwania, że nastąpi to w trakcie kampanii wyborczej nie zrealizowało się, co negatywnie wpływało na sentyment inwestorów w październiku. Niezależnie od wyniku wyborów prezydenckich, im szybciej nastąpi uznanie wyniku wyborczego tym większe szanse na szybkie osiągnięcie konsensusu ws. pakietu pomocowego – tym bardziej, że będzie rosła presja na polityków w związku z rosnącą liczbą zachorowań. Wierzymy, że nastąpi to jeszcze w listopadzie.

Niezależnie od stymulacji fiskalnej, w nadchodzących tygodniach wsparciem dla rynków i gospodarki powinny być kolejne działania banków centralnych. W październiku zostały one zapowiedziane przez ECB. Najprawdopodobniej, po zakończonych wyborach prezydenckich działania takie zostaną podjęte również przez FED, zawsze wstrzymujący się od ważnych decyzji w okresie bezpośrednio przed wyborami.

USA-Chiny nadal na kursie kolizyjnym

Podtrzymujemy opinię, że niezależnie od wyniku wyborów prezydenckich w USA, sytuacja w relacjach USA-Chiny będzie napięta i stanowi istotny czynnik ryzyka w przyszłości. Podczas gdy rok temu uwaga koncentrowała się na wojnie handlowej, obecnie konfrontacja oprócz ekonomicznej i technologicznej, bardziej dotyczy sfery militarnej. Zwycięstwo Bidena może zmienić medialny obraz konfrontacji, ale nie realne działania podejmowane przez USA. W ostatnich dwóch tygodniach Kongres – za zgodą Demokratów – zatwierdził sprzedaż kolejnej partii uzbrojenia (w tym 300 nowoczesnych rakiet przeciw-okrętowych Harpoon) dla Tajwanu. Trudno o działania, które mogą bardziej rozwścieczać Chiny (w odwecie nałożenie chińskich sankcji na trzech największych amerykańskich producentów broni, w tym spółkę zależną Boeing – ryzyko rozszerzenia ich na produkcję samolotów pasażerskich). USA poza wypróbowanymi sprzymierzeńcami w regionie Południowo-Wschodniej Azji zawiązują nowe sojusze wojskowe, w tym z coraz bardziej „wciągany” Indiami (m.in. wspólne ćwiczenia floty, układ o wymianie wywiadowczej) oraz Wietnamem. Obie strony, w rejonie Morza Południowochińskiego, nadal prowadzą niekończące się manewry wojskowe, które stanowią pokaz siły, ale również prowokują przeciwnika (np. lądowanie wojsk japońsko-amerykańskich na sporne z Chinami wyspy Senkaku, udział bierze 46 tys. żołnierzy).

PMI nie potwierdzają silnego hamowania gospodarki w związku z COVID’19

Jak na razie mniejszy wpływ obecnej fali COVID’19 na gospodarkę potwierdzają również wskaźniki wyprzedzające. Optymistyczne nastroje przedsiębiorców utrzymują się przede wszystkim w przedsiębiorstwach przemysłowych. Październikowy (COVIDowy) PMI w przemyśle dla Strefy euro wzrósł do 54,8 pkt (53,7 pkt poprzednio). W USA ISM Manufacturing zanotował jeszcze większy wzrost – do 59,3 pkt (55,4 pkt poprzednio). Argumenty przemawiające za powodami relatywnie dobrego momentum w przemyśle przytoczyliśmy w poprzednim rozdziale. Warto jednak zwrócić jeszcze uwagę, że długoterminowy trend przenoszenia (skracania) łańcucha dostaw z Chin już się rozpoczął. To również nie pozostaje bez wpływu na sytuację europejskiego przemysłu.

Sporym zaskoczeniem mogą być odczyty PMI w usługach, które częściowo „zahaczają” już o efekt drugiej fali COVID’19 w Europie. PMI usługowy dla całej Strefy utrzymał się na poziomie 46,9 pkt w stosunku do 48,0 w poprzednim miesiącu. Dla największych gospodarek (Francja, Hiszpania, Włochy) skala spadku wskaźnika jest podobna i wynika

zapewne z dużego udziału w PKB turystyki (hotele, restauracje, rozrywka). Zaskakuje wzrost wskaźnika w Niemczech (49,5 vs. 49,1 pkt). Listopad zapewne przyniesie dalsze pogorszenie nastrojów, jednak jego skala nawet bardzo podatnych na COVID’19 usługach jest nieporównywalna z sytuacją obserwowaną na wiosnę.

GPW

Słabszy sentyment na rynkach europejskich związany z epidemią i zmiana składu indeksu WIG20 negatywnie oddziaływały na GPW, w efekcie czego nie zrealizował się nasz scenariusz korekty wzrostowej. Kwestie związane z epidemią i naszą oceną sytuacji w nadchodzących tygodniach przedstawiliśmy powyżej. *Rebalancing* WIG20 zakończył się. Istotnie wyższa wycena Allegro, a w efekcie wyższy niż pierwotnie zakładano udział spółki w WIG20 spowodował, że niektórzy inwestorzy instytucjonalni sprzedawali akcje spółek, których udział w indeksie odpowiednio zmniejszy się (Allegro z 13,2% udziałem zastąpiło mBank posiadający 1,3% udziału). Bardziej agresywne fundusze spekulacyjne mogły kupować akcje Allegro „po każdej” cenie i sprzedawać pozostałe spółki zakładając, że w dniu zmiany składu indeksu (wysokie obroty) pasywnie zarządzane fundusze dopasowując swoje portfele (kupując Allegro, sprzedając pozostałe spółki) umożliwią im zamknięcie z zyskiem takiej strategii.

W naszej opinii sytuacja ta (jako jeden z czynników) spowodowała wyceny wielu spółek z WIG20 do atrakcyjnych poziomów i stanowi okazję do zakupu akcji w dłuższym horyzoncie czasowym. W perspektywie krótkoterminowej (najbliższych 2-3 tygodni) rynki może cechować nadal duża zmienność wynikająca z obaw o perspektywę gospodarcze związane z epidemią. Biorąc pod uwagę nasz scenariusz bazowy dotyczący COVID’19 uważamy, że jest to dobry czas na kupno przecenionych akcji spółek cyklicznych (szczegóły w podsumowaniu sektorowym). Takie strategię pojawiają się coraz częściej w opracowaniach globalnych banków inwestycyjnych i naszym zdaniem będą coraz częstsze w strategiach rocznych na 2021 rok. Debiut Allegro jest niewątpliwie ważnym wydarzeniem dla GPW i z pewnością uatrakcyjni polską giełdę dla inwestorów zagranicznych. Z drugiej strony wysoka wycena spółki (22x przychody 2020) może ciążyć WIG20 w przyszłości.

Czy zwrot środków z PFR/BGK jest ryzykiem dla firm i makro?

W perspektywie na 2021 r., wśród inwestorów pojawiają się obawy o negatywny wpływ na firmy i makro (szczególnie rynek pracy) zwrotu środków przekazanych w 2020 roku przez PFR/BGK. Po analizie prowadzonej przez naszych makroekonomistów, uważamy że nie jest to aż tak istotny czynnik ryzyka. PFR/BGK dotychczas przekazały przedsiębiorstwom ok. 60 mld PLN. Nadal fundusze dysponują kwotą 40 mld PLN, które mogą przeznaczyć na pomoc dla firm mających problemy związane z epidemią. Wykorzystane już środki częściowo będą umorzone (50-75%) a pozostałe będą zwracane przez firmy od kwietnia 2021 r. w równych ratach przez dwa lata. Daje to skalę spłat w przedziale 0,625-1,25 mld PLN miesięcznie. Przy założeniu, że sytuacja makro ulega ustabilizowaniu (warunek konieczny naszego toku rozumowania) taka skala odpływu pieniędzy nie powinna być dla firm problemem, tym bardziej że nadpłynne banki będą wspierały firmy kredytem (środki z PFR częściowo „wyparły” banki z finansowania firm). Biorąc pod uwagę sytuację gospodarczą, nie można też wykluczyć, że płatności zostaną opóźnione lub nawet całkowicie umorzone.

Michał Marczał
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl

Sektory

Finanse

- Wzbierając fala zachorowań na COVID'19 popsuła nastroje w europejskim sektorze finansowym w październiku, pomimo dobrych wyników kwartalnych. Banki na całym świecie potwierdzają, że wpływ wiosennego lock-downu miał znacznie mniejszy wpływ na jakość aktywów niż można było tego oczekiwać jeszcze parę miesięcy temu, a w Polsce raportowany wynik odsetkowy po 9M'20 znajduje się powyżej tego prognozowanego przez banki tuż po cięciu stóp procentowych. Niemniej jednak wycena sektora nie odzwierciedla nadal potencjalnej poprawy rentowności ani nadchodzących podwyżek konsensusu ponieważ nadal bez odpowiedzi pozostaje kwestia dywidend, która najprawdopodobniej wyjaśni się dopiero w grudniu 2020 roku. Obecnie zakładamy, że zarówno ECB i KNF zezwoli na wypłatę dywidendy w 2021 r., z zaznaczeniem, że w przypadku polskich banków będzie to nie więcej niż 50% z zysku za 2020 r. Więcej o naszym spojrzeniu na dywidendy w 2021 r. można przeczytać w [komentarzu specjalnym](#).
- Jeżeli chodzi o wyniki to dotychczasowy zestaw liczb odbieramy pozytywnie, mając jednak świadomość, że oczy rynku nie są obecnie zwrócone na krótkoterminowe rezultaty sektora. Jakość aktywów utrzymuje się na dobrym poziomie, kwartałna marża odsetkowa sięgnęła dna i od tego momentu powinna lekko rosnąć, dyscyplina kosztowa pozostaje utrzymana, jest to zapewne charakterystyka większości wyników z tego sezonu. Uważamy, że jest to dobry znak, ponieważ konsensus na 2020 rok będzie musiał się podnieść, oraz 2021 r. będziemy zaczynać z wyższej bazy. Ze spółek, które dotychczas zaraportowały wskazujemy na dobre wyniki Santander BP w Polsce oraz Moneta i Erste w regionie, które są naszymi top pickami. Co więcej oba banki podwyższyły guidance na 2021 r. oraz następne lata.
- W październiku ECB nie dostosował swoich narzędzi polityki monetarnej, jednakże Prezydent Lagarde jednoznacznie dała do zrozumienia, że podczas grudniowego posiedzenia wraz z nowymi projekcjami makro, instrumenty polityki monetarnej zostaną dostosowane do bieżącej sytuacji. W listopadzie decyzje w sprawie stóp procentowych będą podejmowali czescy bankierzy centralni, rynek oczekuje pozostawienie stóp procentowych bez zmian, jednakże nowe projekcje makro mogą wykluczać podwyżkę stóp procentowych w 2021 roku. Po stronie regulacji EBA zaproponowała, żeby niektóre aktywa niematerialne (oprogramowanie) nie były wyłączone z bazy kapitałowej banków, co po zatwierdzeniu przez KE (pod koniec roku) powinno poprawić nieco sytuację kapitałową banków. Jest to oczywiście pozytywna informacja, również dla polskich banków. Moneta Money Bank poinformował, że takie rozwiązanie zwiększy bazę kapitałową banku o około 800 mln CZK.
- **Kluczowe rekomendacje:** Erste Group (kupuj), Moneta Money Bank (kupuj)

Chemia

- W 3Q'20 oczekujemy słabych wyników finansowych Grupy Azoty (EBITDA skorygowana -50% r/r). Odbijające ceny gazu ziemnego negatywnie wpływają na perspektywę 4Q'20. Dodatkowo dane GUS o produkcji sprzedanej przemysłu za IX'20 pokazują spadek produkcji nawozów saletrzanych i wieloskładnikowych o 8% r/r.
- Wyniki Grupy Ciech w 3Q'20 pokażą odbudowę wolumenów. Dodatkowo odbijające ceny sody w Chinach i poprawa wolumenów sprzedaży mogą zachęcić Zarząd do bardziej optymistycznej oceny prognoz cen sody w 2021

roku. Warto również zwrócić uwagę na odbijające wolumeny w IX'20 w zakresie produkcji szkła płaskiego w Polsce (+34% r/r) i soli warzonej (+10% r/r).

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 mogą (w szczególności miedź) mogą być przedmiotem większej wyprzedaży, dlatego jesteśmy ostrożni wobec perspektyw KGHM na październik.
- Zamorski rynek węgla metalurgicznego lekko ożywił się w końcówce sierpnia, a ceny we IX'20 wzrosły do 140 USD/t. Outlook diametralnie zmieniła informacja o zaprzestaniu importu węgla koksowego przez Chiny z Australii. W efekcie ceny na rynku zamorskim spadły do około 110 USD/t, a wewnętrzne ceny w Chinach odnotowały dalszy wzrost. Obecnie ceny odreagowują spadki. 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.
- Bardzo dobrze w ostatnich tygodniach kształtują się ceny cynku, które testują tegoroczne maksima. Dodatkowo lider rynku recyklingu cynku w Europie (Befesa) w 3Q'20 zaraportował wzrost marży q/q i poinformował o oczekiwanych dalszych wzrostach w 4Q'20. Informacje powinny pozytywnie wpływać na Stalprodukt w krótkim terminie.
- **Kluczowe rekomendacje:** KGHM (redukuj)

Paliwa

- Ceny ropy Brent utrzymują się w okolicach 40 USD/Bbl, pomimo pogarszającego się globalnego bilansu popytu i podaży (skokowy wzrost wydobycia w Libii, zatrzymanie spadków w USA vs nowe lockdown'y i presja na popyt). Kraje OPEC+ skutecznie póki co „straszą” rynek wydłużeniem restrykcji produkcyjnych (vs pierwotny plan poluzowania o 2 mb/d w styczniu). Posiedzenie ministrów kartelu jest przewidziane na 1 grudnia. Naszym zdaniem samo utrzymanie restrykcji o 3 miesiące dłużej może nie wystarczyć, aby obronić aktualne poziomy cen.
- Brak reakcji po stronie cen surowca, neutralizuje wysiłki branży rafinerijnej (obniżenie wskaźnika wykorzystania mocy, ogłoszone wyłączenia mocy rzędu 1 mb/d), zmierzające do zbilansowania rynku paliw. W efekcie choć zapasy diesla czy benzyny zaczęły spadać nie przynosi to poprawy marży przerobowej. Dodatkowo w regionie nie pomaga ujemny dyferencjał Ural/Brent (mniejsza dostępność ropy rosyjskiej na Bałtyku). W perspektywie kolejnych miesięcy oczekujemy jednak jakiejś normalizacji na rynku ropy, co powinno pozwolić na „oddech” w sektorze rafinerijnym.
- Na europejskim rynku gazu końcówka października przyniosła dynamiczną korektę i miesięczne kontrakty potaniały z 15 EUR/MWh w okolice 13,5 EUR/MWh. Rynek wystraszył się wpływu wprowadzanych restrykcji w związku z COVID'19 oraz prognoz dotyczących możliwej łagodniejszej zimy. W Azji cały czas wzrostowy trend się utrzymuje, co będzie wspierać notowania w Europie przez arbitraż LNG, nawet jeśli lockdown będzie wpływał w najbliższych tygodniach na popyt. Zwracamy uwagę, że aktualna krzywa terminowa nadal znajduje się znacznie powyżej naszych prognoz aplikowanych w modelu PGNiG.

- Na polskim rynku w październiku ruch samochodów ciężarowych utrzymał dynamiki z września na poziomie +5-6%, ale wzrost zachorowań wyraźnie odbił się na statystykach „osobówek”, które wskazują na spadek ruchu o 15% r/r. Wolumenowo 4Q może być więc mniej udany niż 3Q, ale na pewno będzie to odrobione na poziomie marży paliwowej, która w Polsce w październiku była wyższa r/r średnio o ponad 20 groszy na litrze.
- W sektorze petrochemicznym po lepszych odczytach w 3Q, w ostatnich tygodniach znów obserwujemy presję 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 wskazujemy mocno przecenione spółki rafineryjne, które na średnio cyklicznych marżach są już wycenione < 4x EV/EBITDA LIFO. Preferujemy LTS i MOL względem PKN.
- **Kluczowe rekomendacje:** Lotos (kupuj), MOL (kupuj), PGNiG (kupuj)

Energetyka

- Zapowiedzi wprowadzenia narodowych lockdown'ów w Europie wpłynęły na notowania węgla ARA i gazu, co przełożyło się na ceny energii na rynku niemieckim, które obecnie oscylują wokół 37 EUR/MWh. Korekta nie ominęła również uprawnień do emisji (obecnie 24 EUR/t), ale w tym wypadku oczekujemy dużej odporności na wieści z frontu walki z pandemią z uwagi na perspektywę zapowiedzianej reformy ETS.
- Indeksy spółek użyteczności publicznej w Europie i USA pozostają w trendzie bocznym, a pozytywne nastroje dotyczą przede wszystkim szeroko rozumianego sektora OZE. Oferowane stopy dywidendy powinny jednak w naszej opinii przywrócić do łask inwestorów również koncerny sieciowe (mediana europejska na rok 2021 to 5,4%) i zintegrowane (mediana 5,9%).
- W Polsce ceny energii oscylują obecnie na poziomie 220 PLN/MWh i nadal modelowa marża elektrowni węglowej jest pod presją (nawet w okresie spadków na CO₂). Na danych PSE na razie nie widać jeszcze wpływu wzrostu zachorowań czy ograniczeń wprowadzonych przez rząd, a konsumpcja energii w październiku nawet wzrosła 1,3% r/r.
- Ogłoszona przez PGE strategia zakładająca dekarbonizację w perspektywie 2050 roku, pomimo oficjalnego wsparcia dla tych pomysłów ze strony rządu, nie była w stanie przekonać rynku do scenariusza pozytywnej transformacji sektora. Oczywiście wiele elementów pozostaje w tej kwestii niewiadomych, a wyzwania organizacyjne i finansowe procesu separacji aktywów węglowych raczej nie pozwolą na jego szybką realizację, ale mimo wszystko wydaje się że obecne niskie poziomy wyceny to dobra okazja do budowania średnioterminowej pozycji pod rewolucyjne zmiany profilu inwestycyjnego spółek. W najbliższych tygodniach ryzykiem pozostają jeszcze potencjalne niepokoje społeczne w Bełchatowie (jasny komunikat o braku inwestycji w Żłoczew i zakończenie pracy kompleksu w perspektywie 15 lat) oraz niepewność związana ze skargą na notyfikację polskiego rynku mocy (może to skutkować czasowym zawieszeniem płatności).
- **Kluczowe rekomendacje:** CEZ (kupuj), Polenergia (kupuj)

Telekomunikacja, media, IT

- W pierwszym dniu obecności na warszawskiej giełdzie akcje Allegro podrożały o 62,8 proc., a kapitalizacja spółki sięgnęła 70,2 mld PLN. Zaledwie dwa dni po debiucie kapitalizacja spółki wynosiła już niemal 78 mld

PLN – czyli blisko dwa razy więcej niż w przypadku dotychczasowej największej spółki na warszawskim parkiecie tj. CD Projekt.

- Ministerstwo Cyfryzacji planuje wspólnie z Urzędem Komunikacji Elektronicznej, że 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).
- Z kolei 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.
- Iliad poinformował też o zamiarze sprzedaży 60% udziałów w podlegającej Play-owi spółce zarządzającej siecią nadawczą operatora, za ok. 800 mln EUR. To pierwsza tego rodzaju transakcja w Polsce. Play ma w planach budowę 5 tys. stacji, z czego 1,5 tys. ma być budowane w partnerstwie z Cellnexem.
- Spadek rynku reklamowego w Polsce może sięgnąć 7,3% na koniec 2020 roku, jeśli będziemy mieć do czynienia ze skutecznym odmrażaniem gospodarki. Jeśli natomiast na skutek wzrostu zachorowań restrykcje zostaną zaostrzone, wartość rynku reklamowego może spaść nawet o 14%, według szacunków Zenith Polska. Najbardziej kryzys obejduje 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 październiku'20 notowania WIG Info spadły o 5,3% (podobne tempo spadku do szerokiego indeksu).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Orange Polska (kupuj), Comarch (kupuj), Sygnyty (kupuj), Asseco Poland (kupuj), Asseco SEE (przeważaj)

Gaming

- Wprowadzenie lockdown w poszczególnych gospodarkach w związku z drugą falą pandemii COVID'19 może wspierać sentyment do sektora (sektor odporny na wpływ pandemii).
- Najważniejszym wydarzeniem dla CDR było przesunięcie premiery Cyberpunk 2077 na grudzień. Od początku listopada kurs spółki odbudowuje się po spadkach. Jednocześnie zwracamy uwagę na powrót Cyberpunk na czołowe miejsca na Steam Global Top Sellers. Intensyfikacja działań marketingowych powinna pozytywnie wpłynąć na sprzedaż preorderów w kolejnych tygodniach. Oczekujemy utrzymania wysokiej pozycji Cyberpunk 2077 na liście Steam Global Top Sellers, co powinno pozytywnie wpływać na notowanie CDR. Biorąc pod uwagę przesunięcie premiery, skorygowaliśmy nasze prognozy na 2020/2021 rok bez zmiany rekomendacji.
- Ten Square Games powinien zraportować istotną poprawę wyników r/r w 3Q'20 (znacznie wyższa dynamika niż w poprzednich kwartałach ze względu na ograniczenie kosztów marketingu). Jednocześnie zwracamy uwagę na bardzo obiecujące wyniki sprzedażowe gry Hunting Clash

(zgodnie z szacunkami Sensor Tower), który osiągnął poziom 1,8x sprzedaży gry Fishing Clash w analogicznym okresie. Biorąc powyższe pod uwagę podwyższyliśmy nasze prognozy dla spółki pozostawiając rekomendację akumuluj.

- W listopadzie PlayWay opublikuje wyniki za 3Q'20. Oczekujemy, że dynamika poprawy r/r nie będzie tak imponująca jak w 2Q'20. Jednocześnie zwracamy uwagę na dobry odbiór mobilnej wersji gry House Flipper, która zgodnie z danymi Sensor Tower wygenerowała 90 tys. USD w ostatnim tygodniu października (od 22.10 do 31.10). Widzimy potencjał do poprawy sprzedaży gry w kolejnych miesiącach. Jednocześnie zwracamy uwagę na bogaty plan wydawniczy Grupy PLW na 1H'21.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** CD Projekt (akumuluj), Ten Square Games (akumuluj)

Przemysł

- Utrzymujące się wysokie wskaźniki PMI dla przemysłu w Niemczech oraz osłabienie PLN do EUR to korzystne otoczenie dla polskich eksporterów (Alumetal, Amica, Forte, Mangata, Stalprodukt). Ryzykiem jest potencjalne zamknięcie gospodarek (lock-down) oraz pojawienie się COVID'19 na zakładach produkcyjnych. Słabość wykorzystywalibyśmy do kupowania akcji.
- W 3Q'20 oczekujemy, że 50% spółek poprawi r/r wyniki, a proporcja wyraźnie wzrośnie w porównaniu do 2Q'20. Pozytywnych zaskoczeń oczekivalibyśmy w Amica, Astarta, Famur, Forte, Kruszwica.
- Dane o produkcji sprzedanej przemysłu za IX'20 potwierdzają V-kształtne odbicie w branży meblarskiej (pozytywnie dla Forte) i dużego AGD (pozytywnie dla Amica). Warto zwrócić uwagę na wzrosty produkcji wyrobów z aluminium (pozytywnie dla Alumetal, Grupy Kęty). W IX'20 zatrzymał spadki produkcji stali surowej w Polsce (pozytywnie dla Cognor).
- Wśród naszych faworytów pozostają: Amica (wzrost sprzedaży i wyników finansowych w 3Q'20, dobry outlook na 4Q'20), Astarta (spadek produkcji cukru na Ukrainie w 2020/21 sezonie i pierwszy od 3 lat deficyt surowca, rosnące ceny zbóż, mleka i oleju sojowego), Cognor (przełamanie trendu spadku wyników finansowych w 3Q'20, prawdopodobny powrót do polityki dywidendowej w 2021 r.), Famur (zbliżone r/r wyniki w 3Q'20 i wzrost gotówki netto na bilansie do 0,43 PLN/akcja), Kernel (wyższe marże na tłoczeniu słonecznika, rosnące ceny zbóż, oddłużenie bilansu), Kruszwica (oczekiwane dobre wyniki 2H'20, dobry outlook Bunge, dobra sytuacja na rynku oleju rzepakowego), Stalprodukt (drastycznie przeceniona spółka z mocnym bilansem na końcu wieloletniego programu inwestycyjnego, wyższe ceny cynku i rosnące ceny blachy transformatorowej) i TIM (dobre oczekiwane wyniki w 3Q'20, DYield >7%, koniunktura na e-commerce).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Amica (przeważaj), Astarta (przeważaj), Cognor (kupuj), Famur (kupuj), Kernel (kupuj), Kruszwica (przeważaj), Stalprodukt (kupuj), TIM (przeważaj)

Handel

- Spółki odzieżowe i obuwnicze: Wprowadzenie lockdown do 29 listopada 2020 roku będzie wywierało presję na

notowania spółek z sektora. W takim otoczeniu regulacyjnym preferowalibyśmy spółki o mocnym bilansie jak LPP i VRG.

- LPP zaraportowało dobre wyniki za 3Q'20/21 poprawiając sprzedaż r/r (dynamiczny wzrost kanały e-commerce r/r) oraz utrzymując dyscyplinę kosztową. Biorąc pod uwagę wyniki za 9M'20 podwyższyliśmy nasze prognozy dla spółki oraz podtrzymujemy rekomendację kupuj.
- Kurs VRG istotnie spadł dyskontując ryzyko potencjalnego lockdown, które się zmaterializowało. Naszym zdaniem tak mocne spadki nie są uzasadnione biorąc pod uwagę dobrą sytuację bilansową spółki, oczekiwaną poprawę wyniku EBIT r/r w 3Q'20 (zaraportowana sprzedaż spadła o 1% r/r) oraz dużą odporność segmentu jubilerskiego na pogorszenie otoczenia makroekonomicznego. W krótkim terminie obciążeniem dla kursu są słabe wyniki sprzedażowe za październik, które mogą wskazywać na złe przyjęcie nowej kolekcji w segmencie odzieżowym. Ponadto, wprowadzony lockdown do 29 listopada wpłynie naszym zdaniem negatywnie na sprzedaż spółki w tym miesiącu oraz sentyment inwestorów do sektora.
- Spółki handlu spożywczego: kurs EUR kontynuował spadki w październiku. 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 w październiku. Spółka zaraportowała dane dotyczące otwarć w 9M'20, które mogą wskazywać na niższe niż pierwotnie zakładano tempo otwarć w 2020 roku. W 3Q'20 oczekujemy kontynuacji dynamicznej poprawy wyników r/r. Potencjalnego spowolnienia poprawy wyników r/r oczekujemy w 4Q'20. JMT opublikowało dobre wyniki za 3Q'20, w których dyscyplina kosztowa pozwoliła na pozytywne zaskoczenie względem oczekiwań. Niemniej bardziej zachowawczy guidance zarządu spółki na 4Q'20 stłumił pozytywną reakcję po wynikach. 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 wstępne wyniki sprzedażowe w 3Q'20, zgodnie z którymi sprzedaż spadła o 12,6% r/r w tym okresie. Kurs spółki negatywnie reagował na wprowadzanie kolejnych obostrzeń przez państwa europejskie, co negatywnie wpłynie na wyniki spółki w 4Q'20. Na koniec 3Q'20 działało 98% z portfela restauracji vs. 96% na 11 sierpnia. Spółka poinformowała o zrewidowanym planie otwarć restauracji, który zakłada 80-90 otwarć 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, słabą sytuację bilansową spółki oraz utrzymanie restrykcji, 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)

vs.	2017	2018	2019	2020	+/-
konsensus	3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q 2Q 3Q	
in minus	16 15	8 11 15 24	12 15 17 21	24 9 2	189
brak zaskoczeń	28 22	35 20 24 22	28 26 28 16	15 18 3	285
in plus	14 22	18 31 24 19	26 26 24 32	30 42 12	320
suma	58 59	61 62 63 65	66 67 69 69	69 69 17	794
in minus (%)	28 25	13 18 24 37	18 22 25 30	35 13 12	24
in plus (%)	24 37	30 50 38 29	39 39 35 46	43 61 71	40

Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank

vs.	2017	2018	2019	2020	+/-
r/r	3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q 2Q 3Q	
in minus	21 26	29 21 20 24	25 29 24 23	34 42 12	330
brak zaskoczeń	12 2	8 11 10 6	9 11 7 9	9 5 0	99
in plus	35 40	33 39 41 41	37 31 40 39	28 24 5	433
suma	68 68	70 71 71 71	71 71 71 71	71 71 17	862
in minus (%)	31 38	41 30 28 34	35 41 34 32	48 59 71	38
in plus (%)	51 59	47 55 58 58	52 44 56 55	39 34 29	50

Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu

Sektor		Rynek polski	Rynek amerykański	Rynek europejski
Finanse	SENTYMENT	POZYTYWNY	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	PZU, PEO	MS US	EBS AV, MONET CP
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:	Wyniki kwartalne, doniesienia o kolejnych obostrzeniach	Dobre wyniki w 3Q, CoR pod kontrolą, okres post-wyborczy w USA plus dla sektora	
Chemia	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	CIE	APD US, ECL US, LYB US	1COV GY
	Spółki na minus	ATT	ALB US	LIN GY, BAYN GY
	Kluczowe katalizatory:	Odbudowa wolumenów na przełomie 3Q/4Q	Odbudowa wolumenów na przełomie 3Q/4Q, ryzyko kolejnych lockdown	
Surowce	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	JSW	BOL SS, LUN CN	
	Spółki na minus	KGH	ANG SJ, ANTO LN, BHP AU, FM CN, RIO LN	
	Kluczowe katalizatory:	Możliwe środki z tarczy antykryzysowej	Silniejszy dolar po wyborach w USA in minus, korekta cen miedzi, rudy żelaza	
Paliwa	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	LTS, MOL, PGN	CVX US, SLB US	
	Spółki na minus			BP/ LN, RDSA NA
	Kluczowe katalizatory:	Spadek cen ropy, odbicie cen gazu	Dużo w cenach, wysoki "yield" vs ryzyko polityczne/wyborcze	
Energetyka	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	CEZ, ENA, PEP	AEP US, AEE US, EVRG US, HE US, AWR US	RWE GY, ENR GY, EOAN GY
	Spółki na minus			VWS DC
	Kluczowe katalizatory:	Wzrost cen CO ₂ , transformacja polskiego sektora	Solidny sezon wynikowy wciąż trwa, dane wskazują odporność na kryzys	
Telekomy	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	OPL	TMUS US, CMCSA US	DRI GY, DTE GY, UTDI GY, TC1 GY
	Spółki na minus	CPS		O2D GY
	Kluczowe katalizatory:	Wzrost cen na rynku mobilnym i stacjonarnym, potencjalna sprzedaż infrastruktury, wezwanie na PLY	Dobre wyniki w 3Q vs niekorzystna rotacja	Nadchodzące IPO aktywów infra in plus; niekorzystna rotacja
Media	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus		DISCA US, FWONA US	PSM GY
	Spółki na minus	AGO	VIAC US, NFLX US	
	Kluczowe katalizatory:	Słaby 3Q, perspektywa długiego powrotu do wzrostów r/r	Wsparcie rotacji w "value"	
IT	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	ASE, ACP, CMR, SGN	CSCO US, FIS US, MSFT US	SAP GY
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:	Sektor zyska na COVID-19 w długim terminie, niskie zalewarowanie, dobre momentum wynikowe	Dobre wyniki 2H, ale rotacja w krótkim terminie nie sprzyja technologii	
Gaming	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	CDR, TEN		
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:	Dobre wyniki 2H'20		
Przemysł	SENTYMENT	NEUTRALNY	POZYTYWNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	AMC, AST, COG, FMF, KSW, KER, STP, TIM	CAT US, FDX US	OSR GY, SIĘ GY
	Spółki na minus			LHA GY, KNEBV FH
	Kluczowe katalizatory:	Poprawiające się perspektywy na 2H'20	Kolejny kwartał dużych zaskoczeń in plus	
Automotive	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus			FCA IM, VOW3 GY
	Spółki na minus	ACG, AML, MGT, SNK	TSLA US	
	Kluczowe katalizatory:	Sektor automotive przeregulowany	Silny rynek chiński, ale powtórzenie 3Q trudne	
Handel	SENTYMENT	POZYTYWNY	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	EUR, JMT, LPP, VRG	HD US, NKE US, TJX US	ADS GY, HFG GY, KER FP
	Spółki na minus	DNP	FL US, KSS US	CEC GY
	Kluczowe katalizatory:	Wpływ drugiej fali COVID-19 na wyniki mniejszy niż na wiosnę	Szczyt pandemii blisko; dalsze wsparcie fiskalne i monetarne	

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

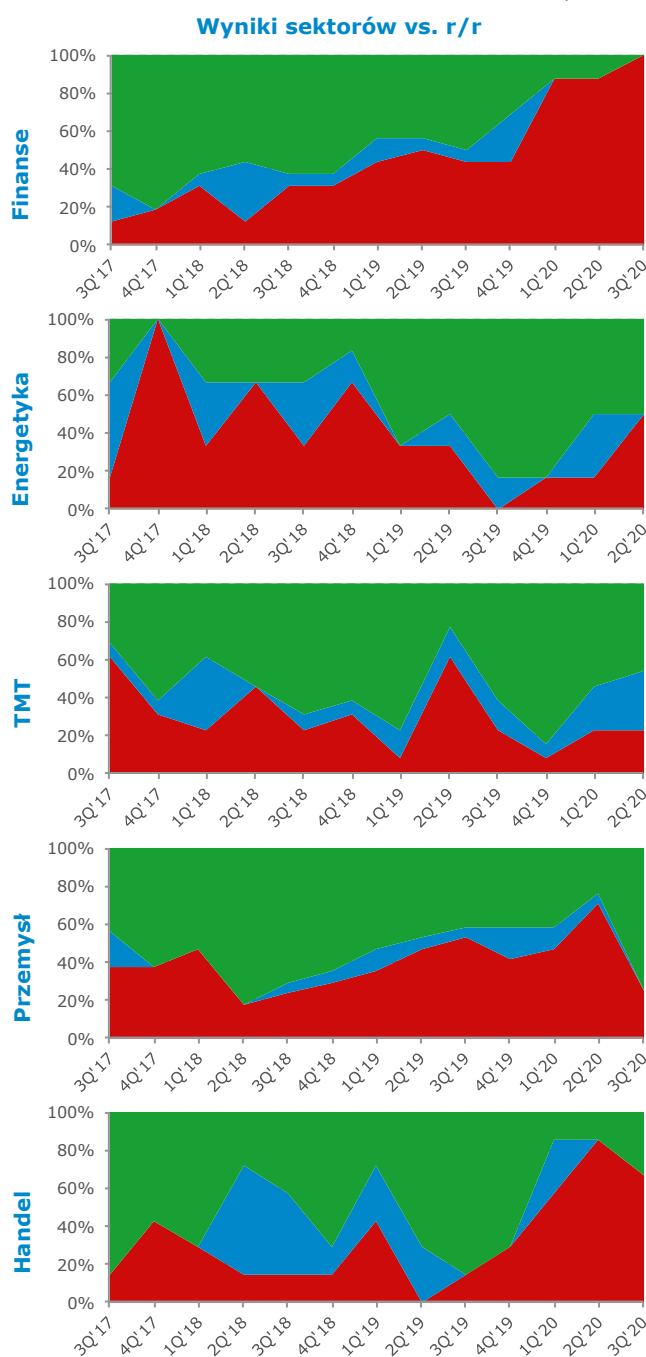
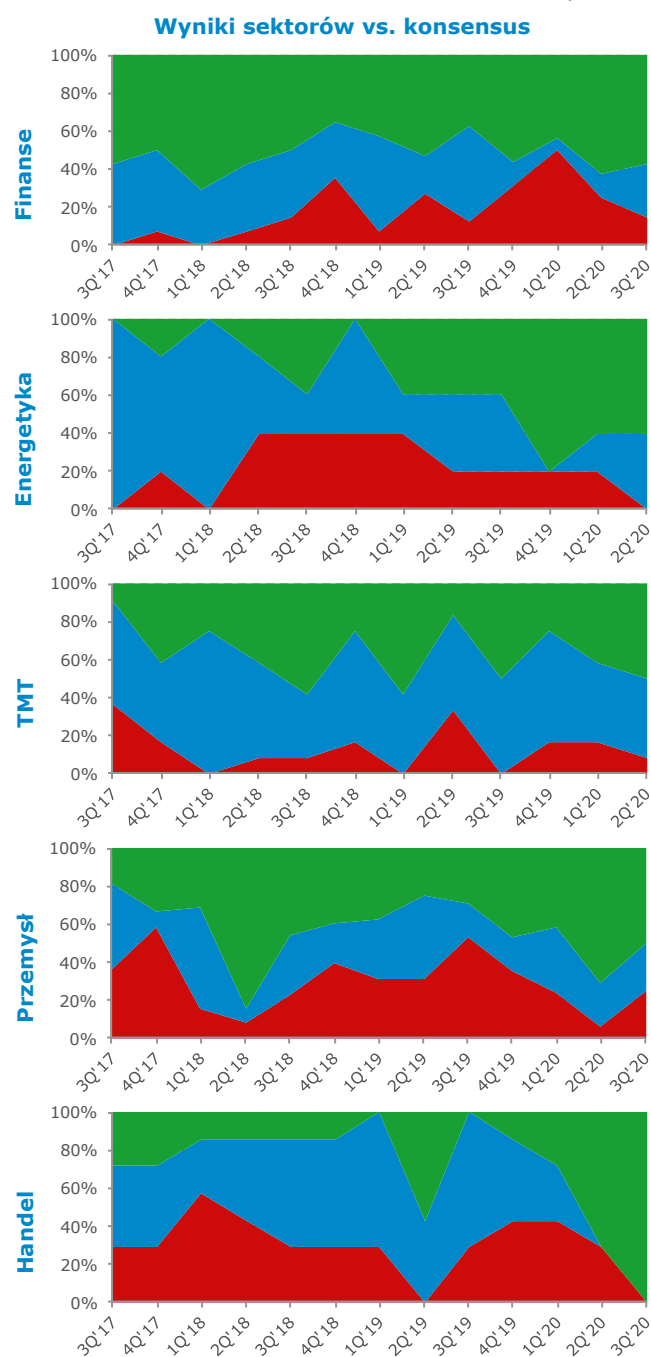
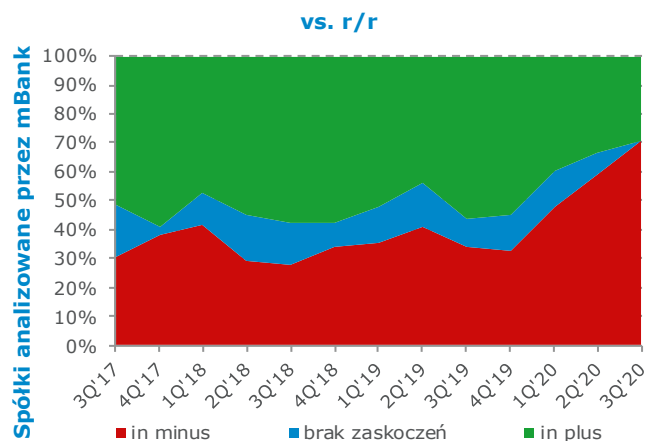
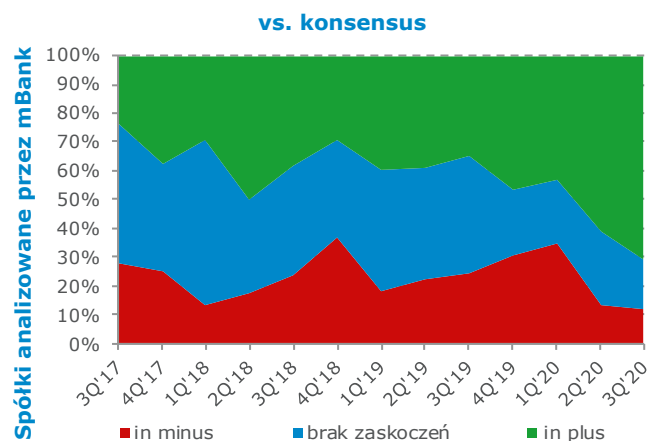
vs.	2017	2018	2019	2020	+/-
konsensus	3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q 2Q 3Q	
Finanse					
Alior Bank	+	+	+	+	77%
Handlowy	+	+	+	+	50%
ING BSK	=	=	=	=	75%
Millennium	+	+	+	+	77%
Pekao	=	+	+	+	100%
PKO BP	+	+	+	+	100%
Santander BP	=	=	=	=	77%
Komercni	+	+	+	+	92%
Moneta	=	=	=	=	80%
Erste Group	=	+	+	+	85%
RBI	=	+	+	+	100%
OTP Bank	+	+	+	+	92%
PZU	=	+	+	+	92%
Kruk	=	+	+	+	62%
Skarbiec	+	+	+	+	83%
GPW	+	+	+	+	75%
Chemia					
Ciech	=	+	+	+	83%
Grupa Azoty	=	=	=	=	75%
Surowce					
JSW	=	+	+	+	67%
KGHM	=	+	+	+	67%
Paliwa					
Lotos	+	+	+	+	62%
MOL	=	=	=	=	92%
PGNiG	=	=	=	=	62%
PKN Orlen	=	=	=	=	77%
Energetyka					
CEZ	=	+	+	+	83%
Enea	=	=	=	=	92%
Energa	=	=	=	=	42%
PGE	=	=	=	=	75%
Polenergia	=	=	=	=	100%
Tauron	=	=	=	=	100%
Telekomunikacja					
Cyfrowy	=	+	+	+	100%
Netia	=	=	=	=	100%
Orange PL	=	=	=	=	100%
Play	=	=	=	=	100%
Media					
Aqora	=	+	+	+	92%
Wirtualna	=	=	=	=	92%
IT					
Ailleron	=	+	+	+	50%
Asseco BS	=	=	=	=	100%
Asseco PL	=	+	+	+	83%
Asseco SEE	=	=	=	=	92%
Atende	=	=	=	=	73%
Comarch	=	+	+	+	58%
Sygnity	=	=	=	=	
Gaming					
11 bit studios	=	=	=	=	55%
CD Projekt	=	=	=	=	67%
PlayWay	=	=	=	=	78%
Ten Square G	=	=	=	=	50%
Przemysł					
AC	=	=	=	=	86%
Alumetal	+	+	+	+	83%
Amica	=	+	+	+	83%
Aparator	=	=	=	=	83%
Astarta	=	=	=	=	50%
Boryszew	+	+	+	+	33%
Cognor	=	+	+	+	64%
Famur	=	+	+	+	83%
Forte	=	=	=	=	62%
Grupa Kęty	=	=	=	=	92%
Kernel	=	+	+	+	75%
Kruszwica	=	+	+	+	83%
Mangata	=	+	+	+	62%
PKP Cargo	=	+	+	+	50%
Pozbud	=	+	+	+	64%
Stalprodukt	=	=	=	=	33%
TIM	=	+	+	+	86%
Handel					
AmRest	+	+	+	+	58%
CCC	=	=	=	=	15%
Dino	=	+	+	+	100%
Eurocash	=	=	=	=	67%
Jeronimo	=	=	=	=	85%
LPP	+	+	+	+	77%
VRG	=	=	=	=	83%

vs.	2017	2018	2019	2020	+/-
r/r	3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q 2Q 3Q	
Finanse					
Alior Bank	+	+	+	+	31%
Handlowy	+	+	+	+	42%
ING BSK	+	+	+	+	83%
Millennium	+	+	+	+	62%
Pekao	=	+	+	+	67%
PKO BP	+	+	+	+	69%
Santander BP	+	+	+	+	46%
Komercni	=	+	+	+	50%
Moneta	=	+	+	+	62%
Erste Group	+	+	+	+	69%
RBI	+	+	+	+	58%
OTP Bank	+	+	+	+	83%
PZU	+	+	+	+	58%
Kruk	=	+	+	+	38%
Skarbiec	=	+	+	+	42%
GPW	+	+	+	+	50%
Chemia					
Ciech	=	+	+	+	50%
Grupa Azoty	+	+	+	+	58%
Surowce					
JSW	+	+	+	+	42%
KGHM	+	+	+	+	50%
Paliwa					
Lotos	+	+	+	+	62%
MOL	=	+	+	+	50%
PGNiG	=	+	+	+	62%
PKN Orlen	+	+	+	+	46%
Energetyka					
CEZ	=	+	+	+	58%
Enea	=	+	+	+	75%
Energa	=	+	+	+	42%
PGE	=	+	+	+	58%
Polenergia	+	+	+	+	75%
Tauron	+	+	+	+	58%
Telekomunikacja					
Cyfrowy	=	+	+	+	67%
Netia	=	+	+	+	33%
Orange PL	=	+	+	+	83%
Play	+	+	+	+	67%
Media					
Aqora	+	+	+	+	67%
Wirtualna	+	+	+	+	83%
IT					
Ailleron	=	+	+	+	50%
Asseco BS	+	+	+	+	92%
Asseco PL	=	+	+	+	67%
Asseco SEE	+	+	+	+	100%
Atende	=	+	+	+	42%
Comarch	=	+	+	+	75%
Sygnity	=	+	+	+	83%
Gaming					
11 bit studios	=	+	+	+	75%
CD Projekt	=	+	+	+	33%
PlayWay	=	+	+	+	89%
Ten Square G	=	+	+	+	100%
Przemysł					
AC	=	+	+	+	50%
Alumetal	=	+	+	+	50%
Amica	=	+	+	+	67%
Aparator	+	+	+	+	58%
Astarta	+	+	+	+	42%
Boryszew	+	+	+	+	25%
Cognor	+	+	+	+	54%
Famur	+	+	+	+	67%
Forte	=	+	+	+	54%
Grupa Kęty	+	+	+	+	100%
Kernel	=	+	+	+	58%
Kruszwica	=	+	+	+	83%
Mangata	=	+	+	+	69%
PKP Cargo	=	+	+	+	50%
Pozbud	=	+	+	+	75%
Stalprodukt	=	+	+	+	10%
TIM	=	+	+	+	92%
Handel					
AmRest	+	+	+	+	67%
CCC	=	+	+	+	15%
Dino	+	+	+	+	100%
Eurocash	=	+	+	+	67%
Jeronimo	+	+	+	+	92%
LPP	+	+	+	+	69%
VRG	+	+	+	+	75%

* [+/-] – udział kwartałów w ostatnich 3 latach, w których spółka raportowała wyniki zgodnie lub powyżej oczekiwań rynkowych oraz w porównaniu r/r

Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank

Zaskoczenia na wynikach wszystkich spółek analizowanych przez mBank oraz wybranych sektorów



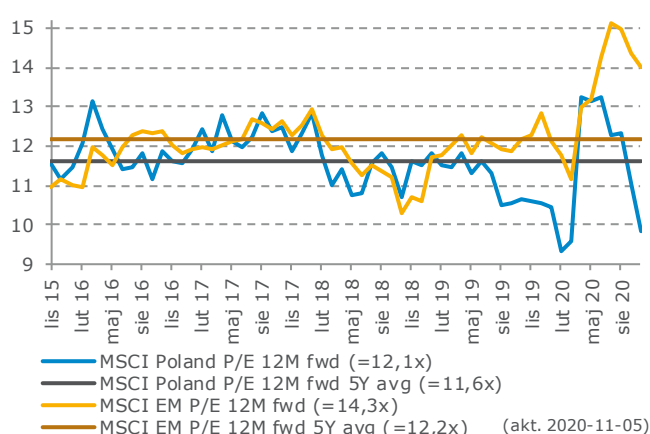
Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank

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

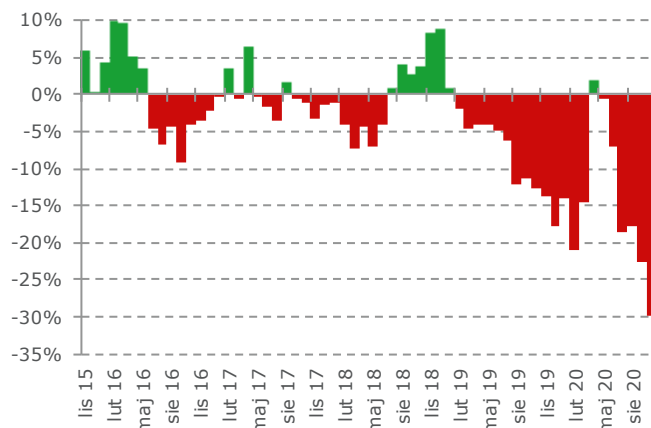
paź 19=0	WIG30		Finanse		Paliwa		Energetyka		Handel		TMT		Chemia		Surowce	
	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank
lis 19	-2%	-2%	+0%	-5%	-4%	+4%	-5%	-0%	-2%	-0%	-4%	-3%	-25%	+3%	+2%	-14%
gru 19	-2%	-2%	+1%	-5%	-5%	+4%	-5%	-0%	-8%	-0%	-3%	-3%	-30%	+3%	-2%	-14%
sty 20	-8%	-8%	-2%	-5%	-20%	-28%	-7%	-0%	-12%	-2%	-3%	-3%	-58%	+88%	+3%	-2%
lut 20	-12%	-9%	-4%	-5%	-25%	-28%	-27%	-0%	-15%	-5%	-4%	-3%	-23%	+131%	-2%	-22%
mar 20	-23%	-39%	-13%	-37%	-41%	-74%	-27%	-0%	-16%	-56%	-8%	-11%	-5%	+131%	-63%	-92%
kwi 20	-41%	-51%	-43%	-49%	-54%	-85%	-31%	-28%	-39%	-66%	-3%	-14%	-27%	+82%	-78%	-92%
maj 20	-42%	-48%	-44%	-52%	-59%	-85%	-35%	-28%	-46%	-59%	+2%	+1%	-28%	+82%	-72%	-42%
cze 20	-42%	-23%	-45%	-52%	-55%	+33%	-33%	-28%	-56%	-59%	-0%	+1%	-28%	+50%	-58%	-42%
lip 20	-39%	-19%	-52%	-52%	-25%	+37%	-40%	-28%	-	-56%	+1%	+4%	-39%	+50%	-44%	+14%
sie 20	-39%	-26%	-52%	-52%	-24%	+7%	-46%	-28%	-98%	-57%	+1%	-3%	-39%	+15%	-38%	+17%
wrz 20	-40%	-27%	-52%	-53%	-21%	+6%	-47%	-28%	-	-57%	-4%	-3%	-39%	+15%	-41%	+19%
paź 20	-47%	-33%	-58%	-53%	-31%	+6%	-67%	-28%	-	-49%	-6%	-29%	-55%	+15%	-38%	-49%

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 mBank”; 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

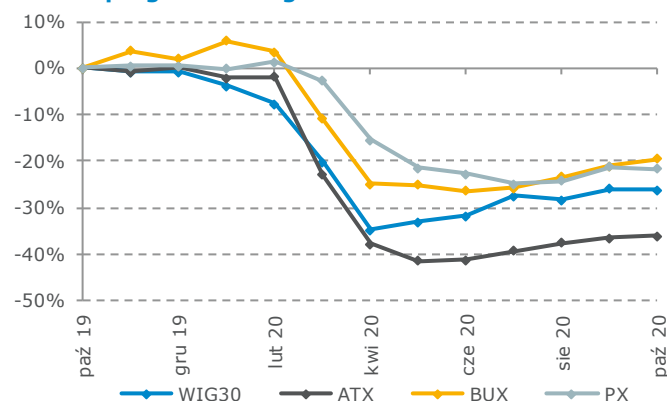


Źródło: Bloomberg, mBank



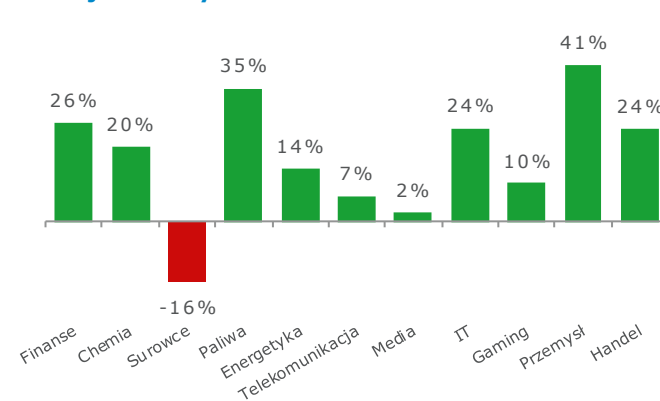
Źródło: Bloomberg, mBank

Zmiana prognozowanego EPS 12M fwd



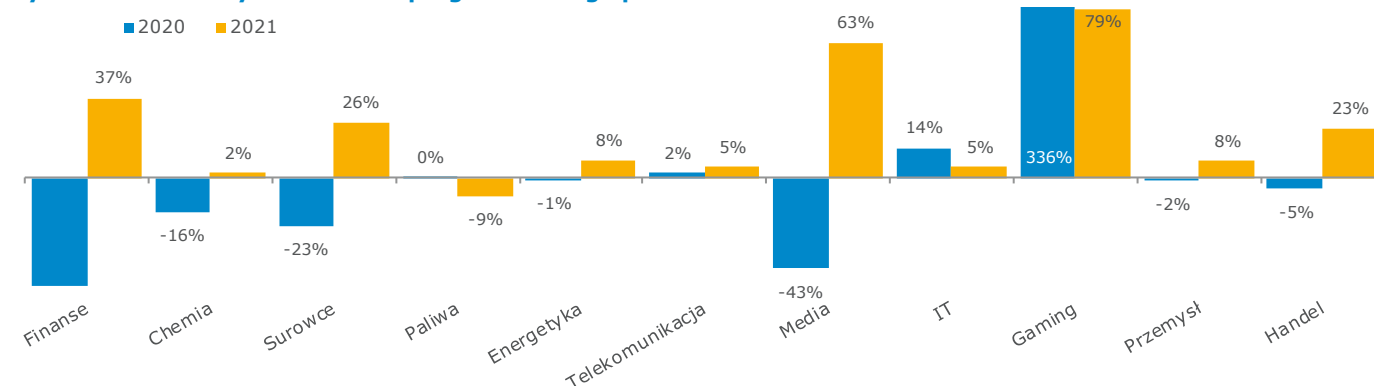
Źródło: Bloomberg, mBank

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	akumuluj	14,98	3	5	6	18,22	-17,8%	-	-	+41%				9
Handlowy	kupuj	37,64	2	3	6	33,48	+12,4%	-19%	-2%	+8%				7
ING BSK	trzymaj	117,78	3	7	2	132,09	-10,8%	-12%	-13%	+1%				7
Millennium	kupuj	3,72	4	8	1	3,38	+9,9%	+468%	+36%	-38%				6
Pekao	kupuj	68,90	15	3	1	67,41	+2,2%	+16%	+5%	+14%				13
PKO BP	akumuluj	22,58	11	7	1	27,92	-19,1%	-31%	-10%	-5%				13
Santander BP	kupuj	179,37	7	9	1	182,98	-2,0%	-20%	+8%	+8%				10
Komercni Banka	kupuj	618,97	12	4	3	685,52	-9,7%	-5%	-7%	-2%				13
Moneta Money Bank	kupuj	79,68	12	0	0	80,06	-0,5%	+3%	+12%	+4%				8
Erste Group	kupuj	26,00	20	5	0	26,75	-2,8%	-9%	+23%	+15%				15
RBI	kupuj	17,67	12	7	2	19,05	-7,2%	+3%	-1%	+27%				12
OTP Bank	akumuluj	11 039	9	6	1	11 978	-7,8%	-32%	+1%	-				13
PZU	kupuj	35,93	7	4	1	32,44	+10,8%	+31%	+5%	+10%				5
Kruk	kupuj	183,17	4	2	1	162,04	+13,0%	+275%	+25%	+20%				3
Skarbiec Holding	akumuluj	26,86	2	0	0	26,86	+0,0%	-23%	-24%	+24%				2
GPW	redukuj	39,19	2	2	2	44,07	-11,1%	+6%	+1%	-3%	+2%	+10%	+2%	4/4
Chemia														
Ciech	kupuj	34,27	8	2	0	37,05	-7,5%	-33%	-4%	-4%	-3%	+2%	-1%	5/5
Grupa Azoty	trzymaj	25,83	3	4	1	28,51	-9,4%	+5%	-69%	-76%	-5%	-8%	-16%	3/3
Surowce														
JSW	trzymaj	20,14	0	3	5	17,33	+16,2%	-	-	-88%	-	+29%	-9%	6/5
KGHM	redukuj	103,84	5	5	6	130,64	-20,5%	+9%	-41%	-26%	+4%	-27%	-18%	14/13
Paliwa														
Lotos	kupuj	47,09	8	4	2	51,54	-8,6%	-	-19%	-8%	-	-10%	-10%	9/9
MOL	kupuj	1 976,0	10	3	1	2 152,2	-8,2%	-	-46%	-26%	-9%	-17%	-8%	12/11
PGNiG	kupuj	5,97	6	5	0	5,45	+9,5%	+37%	+11%	+14%	+22%	-1%	+2%	8/8
PKN Orlen	trzymaj	56,37	4	11	3	57,42	-1,8%	-9%	-40%	-38%	-1%	-13%	-8%	13/13
Energetyka														
CEZ	kupuj	514,80	11	5	1	550,18	-6,4%	+1%	-17%	-39%	+1%	-3%	-11%	7/6
Enea	zawieszona	-	7	1	1	9,52	-	+85%	+37%	+49%	+1%	+16%	+26%	5/5
Energia	zawieszona	-	2	5	0	8,96	-	+550%	-19%	+5%	+4%	+8%	+8%	5/4
PGE	zawieszona	-	6	3	4	7,51	-	+131%	+47%	+28%	+10%	+15%	+20%	5/5
Polenergia	kupuj	62,99	4	2	0	52,80	+19,3%	+8%	+20%	+8%	+6%	+7%	+1%	4/4
Tauron	zawieszona	-	8	3	0	3,02	-	+57%	-1%	-1%	-6%	-1%	+11%	5/4
Telekomunikacja														
Cyfrowy Polsat	trzymaj	26,30	5	7	1	28,81	-8,7%	-5%	+2%	+8%	-2%	+0%	+0%	8/10
Netia	trzymaj	4,40	4	3	0	4,60	-4,3%	-13%	-13%	-19%	-2%	-4%	-7%	2/3
Orange Polska	kupuj	8,30	4	8	2	7,30	+13,8%	+47%	+58%	+53%	+10%	+11%	+10%	9/9
Play	redukuj	35,20	7	4	1	36,52	-3,6%	-0%	-4%	-9%	+0%	-1%	-2%	13/12
Media														
Agora	trzymaj	8,60	0	1	0	-	-	-	-	-	+24%	-	-	2/2
Wirtualna Polska	redukuj	63,10	4	1	1	80,35	-21,5%	-3%	-6%	+8%	-6%	+1%	+5%	5/5
IT														
Asseco BS	równoważ	-	0	3	0	36,10	-	+2%	+3%	-	+2%	+3%	-	3/3
Asseco Poland	kupuj	80,70	6	3	0	77,88	+3,6%	-5%	-3%	-5%	+6%	+6%	+3%	7/7
Asseco SEE	przeważaj	-	1	3	0	46,63	-	+2%	+4%	-	+0%	+2%	-	4/4
Comarch	kupuj	247,60	4	3	0	236,48	+4,7%	+1%	-5%	-9%	-2%	-2%	-4%	6/6
Gaming														
11 bit studios	trzymaj	493,00	6	4	0	519,87	-5,2%	+17%	+13%	+72%	+11%	+19%	+66%	5/4
CD Projekt	akumuluj	421,60	9	9	5	406,49	+3,7%	-40%	+28%	-8%	-46%	+19%	-18%	16/14
PlayWay	trzymaj	549,00	4	3	0	563,10	-2,5%	-5%	+3%	-5%	-8%	+15%	+9%	2/2
Ten Square Games	akumuluj	722,00	9	0	1	724,27	-0,3%	-3%	+10%	+7%	-1%	+11%	+8%	8/9
Przemysł														
AC	równoważ	-	1	2	0	43,50	-	-2%	-13%	+6%	-0%	-11%	+4%	2/2
Alumetal	równoważ	-	3	1	1	45,73	-	-2%	-12%	-6%	-1%	-9%	-5%	5/5
Amica	przeważaj	-	5	0	0	176,75	-	+15%	+11%	+9%	+8%	+3%	+1%	3/3
Apator	równoważ	-	1	3	0	21,50	-	-0%	+5%	+4%	+3%	+7%	+8%	2/2
Astarta	przeważaj	-	1	1	1	19,44	-	-	+116%	+1%	-1%	+19%	+0%	2/2
Boryszew	równoważ	-	0	1	0	-	-	-37%	+0%	-0%	-12%	-0%	-0%	2/2
Cognor	kupuj	2,03	1	0	0	2,03	+0,0%	-4%	-41%	-56%	-6%	-21%	-29%	2/2
Famur	kupuj	2,86	2	3	0	3,06	-6,6%	-13%	-14%	+195%	-5%	+23%	+40%	3/2
Forté	równoważ	-	2	2	1	36,50	-	+419%	+3%	-4%	+3%	+4%	+1%	3/3
Grupa Kęty	trzymaj	422,81	4	5	0	501,59	-15,7%	+11%	+1%	-5%	+8%	+3%	-6%	7/6
Kemel	kupuj	53,66	4	1	0	53,99	-0,6%	+6%	+63%	-	+16%	+18%	-	4/3
Mangata	równoważ	-	1	1	0	83,00	-	+3%	+3%	-2%	+2%	+2%	-1%	2/2
PKP Cargo	trzymaj	12,80	2	2	2	22,70	-43,6%	-	-	-	+2%	-10%	-3%	3/3
Stalprodukt	kupuj	336,15	3	0	0	319,08	+5,4%	-13%	+11%	+3%	-4%	+6%	+0%	2/2
Handel														
Dino	sprzedaj	155,60	5	7	7	207,56	-25,0%	-0%	+6%	+2%	-1%	-1%	-2%	13/12
Eurocash	kupuj	19,90	9	5	3	20,44	-2,6%	+49%	+59%	+53%	-23%	-26%	-24%	12/12
Jeronimo Martins	akumuluj	15,30	13	12	1	15,72	-2,7%	-11%	-8%	-11%	-23%	-15%	-15%	11/13
LPP	kupuj	7 600,0	11	3	2	7 197,0	+5,6%	+750%	+20%	+21%	-45%	-39%	-31%	9/8
VRG	kupuj	3,14	5	1	0	2,84	+10,4%	-	-32%	-8%	-54%	-47%	-36%	2/2

Źródło: Bloomberg, mBank; ¹cena docelowa Biura maklerskiego mBanku; ²rekomendacje w konsensusie (pozytywne, neutralne, negatywne); ³średnia cena docelowa konsensusu; ⁴liczba prognoz składających się na konsensus w roku 2020 (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						+31,0%	13,6	9,8		
Alior Bank	akumuluj	2020-11-05	13,39	14,98	13,39	+11,9%	-	8,5		
Handlowy	kupuj	2020-11-05	29,60	37,64	29,60	+27,2%	17,1	13,0		
ING BSK	trzymaj	2020-10-02	124,40	117,78	115,60	+1,9%	16,4	14,0		
Millennium	kupuj	2020-06-03	2,64	3,72	2,31	+60,8%	17,7	10,9		
Pekao	kupuj	2020-06-03	52,40	68,90	44,43	+55,1%	8,8	8,1		
PKO BP	akumuluj	2020-11-05	20,44	22,58	20,44	+10,5%	14,0	10,4		
Santander Bank Polska	kupuj	2020-08-04	152,50	179,37	142,60	+25,8%	16,2	11,7		
Komerční Banka	kupuj	2020-10-02	484,50	618,97 CZK	494,00	+25,3%	12,1	10,8		
Moneta Money Bank	kupuj	2020-08-10	54,20	79,68 CZK	55,30	+44,1%	12,7	10,5		
Erste Group	kupuj	2020-08-10	19,85	26,00 EUR	18,06	+44,0%	11,7	6,6		
RBI	kupuj	2020-08-10	15,20	17,67 EUR	12,68	+39,4%	6,3	6,1		
OTP Bank	akumuluj	2020-09-02	9 950	11 039 HUF	11 040	-0,0%	16,2	9,0		
PZU	kupuj	2020-04-28	29,92	35,93	22,30	+61,1%	7,5	6,7		
Kruk	kupuj	2020-09-03	156,70	183,17	130,90	+39,9%	22,8	8,3		
Skarbiec Holding	akumuluj	2020-09-11	24,70	26,86	23,00	+16,8%	8,4	9,3		
GPW	redukuj	2020-11-05	44,80	39,19	44,80	-12,5%	13,6	14,9		
Chemia						+19,6%	16,0	22,7	5,7	6,1
Ciech	kupuj	2020-11-05	27,45	34,27	27,45	+24,8%	15,5	8,2	5,4	4,7
Grupa Azoty	trzymaj	2020-09-02	25,30	25,83	22,30	+15,8%	16,5	37,2	6,0	7,5
Surowce						-16,1%	10,2	14,2	5,4	4,5
JSW	trzymaj	2020-11-05	18,20	20,14	18,20	+10,7%	-	-	-	3,0
KGHM	redukuj	2020-10-02	115,15	103,84	128,40	-19,1%	10,2	14,2	5,4	6,0
Paliwa						+35,2%	5,5	10,1	4,9	4,5
Lotos	kupuj	2020-10-02	34,00	47,09	30,22	+55,8%	-	10,9	-	4,3
MOL	kupuj	2020-09-02	1 686	1 976 HUF	1 618	+22,1%	-	12,6	6,0	5,4
PGNiG	kupuj	2020-09-22	4,56	5,97	4,41	+35,4%	3,5	8,7	1,8	3,2
PKN Orlen	trzymaj	2020-09-02	50,32	56,37	41,01	+37,5%	7,4	9,3	4,9	4,8
Energetyka						+13,9%	8,9	5,9	5,2	4,5
CEZ	kupuj	2020-10-02	438,00	514,80 CZK	455,00	+13,1%	11,2	15,8	6,4	7,2
Enea	zawieszona	2020-06-23	7,90	-	5,00	-	2,1	1,7	3,1	2,5
Energa	zawieszona	2020-06-03	8,19	-	8,31	-	10,8	8,4	5,2	4,5
PGE	zawieszona	2020-04-27	4,05	-	5,16	-	7,0	3,4	3,4	2,5
Polenergia	kupuj	2020-10-30	42,60	62,99	50,00	+26,0%	21,5	21,0	10,3	10,6
Tauron	zawieszona	2020-05-05	1,14	-	1,86	-	4,9	2,7	5,1	4,5
Telekomunikacja						+6,8%	22,0	14,9	5,7	5,4
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2020-09-02	26,92	26,30	26,00	+1,2%	14,7	11,3	7,2	6,7
Netia	trzymaj	2020-08-04	4,46	4,40	4,55	-3,3%	29,3	26,5	4,6	4,4
Orange Polska	kupuj	2020-07-30	7,07	8,30	6,39	+29,9%	34,4	18,5	4,8	4,4
Play	redukuj	2020-10-02	38,72	35,20	38,78	-9,2%	10,6	10,5	6,6	6,4
Media						+2,3%	37,3	21,5	16,4	8,9
Agora	trzymaj	2020-06-03	8,36	8,60	4,85	+77,3%	-	-	18,0	6,7
Wirtualna Polska	redukuj	2020-04-20	67,80	63,10	73,20	-13,8%	37,3	21,5	14,7	11,2
IT						+25,0%	14,9	13,6	6,5	4,8
Ailleron	równoważ	2020-05-05	6,26	-	7,10	-	14,1	11,0	4,4	3,4
Asseco BS	równoważ	2020-09-02	36,00	-	32,80	-	14,9	14,2	9,8	9,3
Asseco Poland	kupuj	2020-09-02	70,20	80,70	65,00	+24,2%	14,9	13,6	4,7	4,4
Asseco SEE	przeważaj	2020-08-07	43,70	-	41,00	-	18,4	16,2	9,3	8,2
Atende	równoważ	2020-05-05	2,94	-	2,80	-	15,5	9,4	6,7	4,8
Comarch	kupuj	2020-09-29	204,00	247,60	198,00	+25,1%	17,0	15,1	6,5	6,2
Sygnity	kupuj	2020-09-01	7,20	10,70	7,22	+48,2%	6,5	5,8	4,3	3,7
Gaming						+10,0%	31,4	18,7	24,9	14,4
11 bit studios	trzymaj	2020-09-02	482,00	493,00	484,00	+1,9%	30,4	48,4	20,3	29,4
CD Projekt	akumuluj	2020-11-05	381,20	421,60	381,20	+10,6%	32,5	17,8	28,6	14,9
PlayWay	trzymaj	2020-10-02	527,00	549,00	543,00	+1,1%	34,2	19,7	28,7	11,5
Ten Square Games	akumuluj	2020-11-05	640,00	722,00	640,00	+12,8%	24,9	16,8	21,2	13,9
Przemysł						+41,0%	9,7	9,9	5,9	5,8
AC	równoważ	2020-06-29	38,50	-	37,70	-	12,8	12,7	7,8	7,6
Alumetal	równoważ	2020-10-19	36,00	-	36,80	-	15,1	14,1	7,5	7,3
Amica	przeważaj	2020-09-30	136,60	-	150,60	-	9,3	9,4	5,5	5,8
Apator	równoważ	2020-09-30	20,60	-	20,30	-	11,7	10,7	6,7	6,3
Astarta	przeważaj	2020-10-27	21,80	-	20,30	-	-	2,6	3,8	2,6
Boryszew	równoważ	2020-09-09	3,39	-	2,78	-	51,5	9,9	8,3	6,5
Cognor	kupuj	2020-09-25	1,10	2,03	1,15	+77,3%	6,3	9,2	4,1	4,5
Famur	kupuj	2020-08-04	1,70	2,86	1,56	+83,3%	6,6	8,4	3,0	3,0
Forte	równoważ	2020-09-30	32,40	-	34,35	-	26,5	11,7	8,9	7,4
Grupa Kęty	trzymaj	2020-11-05	410,00	422,81	410,00	+3,1%	9,7	11,7	7,1	8,1
Kemel	kupuj	2020-11-05	39,00	53,66	39,00	+37,6%	7,2	4,5	4,2	4,6
Kruszwica	przeważaj	2020-10-29	53,20	-	52,20	-	10,6	10,0	5,9	5,5
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	10,32	+24,0%	-	-	4,8	5,0
Pozbud	równoważ	2020-09-30	1,65	-	1,84	-	3,4	15,1	4,6	9,4
Stalprodukt	kupuj	2020-08-07	186,00	336,15	175,00	+92,1%	8,3	7,4	2,5	2,1
TIM	przeważaj	2020-10-29	13,70	-	13,90	-	13,2	11,3	6,5	6,1
Handel						+23,7%	40,6	21,2	11,0	7,2
AmRest	trzymaj	2020-03-04	39,55	40,00	14,80	+170,3%	13,3	10,7	5,6	4,8
CCC	zawieszona	2020-03-19	24,98	-	41,78	-	-	-	-	-
Dino	sprzedaj	2020-07-02	199,10	155,60	229,80	-32,3%	40,6	30,4	24,0	18,8
Eurocash	kupuj	2020-07-02	17,34	19,90	12,85	+54,9%	-	82,6	4,8	4,5
Jeronimo Martins	akumuluj	2020-08-04	14,29	15,30 EUR	13,88	+10,3%	26,3	21,3	8,3	7,1
LPP	kupuj	2020-11-05	5 995,00	7 600,00	5 995,00	+26,8%	59,8	21,0	15,1	8,8
VRG	kupuj	2020-09-23	2,51	3,14	1,99	+57,8%	58,5	16,1	13,6	7,4

Zmiany rekomendacji w przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Alior Bank	akumuluj	trzymaj	14,98 PLN	2020-11-05
CD Projekt	akumuluj	akumuluj	421,60 PLN	2020-11-05
Ciech	kupuj	trzymaj	34,27 PLN	2020-11-05
GPW	redukuj	sprzedaj	39,19 PLN	2020-11-05
Grupa Kęty	trzymaj	trzymaj	422,81 PLN	2020-11-05
Handlowy	kupuj	trzymaj	37,64 PLN	2020-11-05
JSW	trzymaj	trzymaj	20,14 PLN	2020-11-05
Kernel	kupuj	kupuj	53,66 PLN	2020-11-05
LPP	kupuj	kupuj	7600,00 PLN	2020-11-05
PKO BP	akumuluj	trzymaj	22,58 PLN	2020-11-05
Ten Square Games	akumuluj	akumuluj	722,00 PLN	2020-11-05

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Alumetal	równoważ	niedoważaj	- -	2020-10-19
Astarta	przeważaj	przeważaj	- -	2020-10-27
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
Kruszwica	przeważaj	równoważ	- -	2020-10-29
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
Polenergia	kupuj		62,99 PLN	2020-10-30
TIM	przeważaj	przeważaj	- -	2020-10-29

Statystyki rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Biurem maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	1	1,5%	0	0,0%
redukuj	4	6,1%	1	4,5%
niedoważaj	0	0,0%	0	0,0%
trzymaj	12	18,2%	2	9,1%
równoważ	10	15,2%	1	4,5%
akumuluj	7	10,6%	6	27,3%
kupuj	27	40,9%	10	45,5%
przeważaj	5	7,6%	2	9,1%

Kalendarium wydarzeń

Data	Spółka	Wydarzenie
5 lis	Energia	Publikacje wyników za 3Q'20
5 lis	GPW	Publikacje wyników za 3Q'20 (po sesji)
5 lis	ING BSK	Publikacje wyników za 3Q'20
5 lis 10:30	ING BSK	Telekonferencja z Zarządem (http://infostrefa.tv/ing/)
5 lis	Komercni Banka	Publikacje wyników za 3Q'20
5 lis 14:00	Komercni Banka	Telekonferencja z Zarządem
5 lis	Kruk	Publikacje wyników za 3Q'20
5 lis	Pekao	Publikacje wyników za 3Q'20
5 lis 12:00	Pekao	Telekonferencja z Zarządem (http://infostrefa.tv/pekaoa/)
5 lis 11:00	Play	Telekonferencja z Zarządem
6 lis	Citi Handlowy	Publikacje wyników za 3Q'20
6 lis 11:30	Citi Handlowy	Telekonferencja z Zarządem (http://infostrefa.tv/pekaoa/)
6 lis	Dino	Publikacja wyników za 3Q'20
6 lis 10:00	Dino	Telekonferencja z Zarządem
6 lis	Erbud	Publikacja wyników za 3Q'20
6 lis 10:00	GPW	Telekonferencja z Zarządem (+48 22 124 49 59; PIN 211284)
6 lis	MOL	Publikacja wyników za 3Q'20
6 lis	Netia	Publikacja wyników za 3Q'20
6 lis 10:00	Netia	Telekonferencja z Zarządem (MS Teams)
6 lis	OTP Bank	Publikacje wyników za 3Q'20
6 lis 15:00	OTP Bank	Telekonferencja z Zarządem (+44 203 481 5237; PIN 938349; Zoom)
9 lis	AC	Publikacja wyników za 3Q'20
10 lis	Astarta	Publikacja wyników za 3Q'20
10 lis	BNP Paribas	Publikacje wyników za 3Q'20
10 lis	CEZ	Publikacja wyników za 3Q'20
10 lis 16:00	CEZ	Telekonferencja z Zarządem (+44 203 009 2470; PIN: 81948638#)
10 lis	Cyfrowy Polsat	Telekonferencja z Zarządem
10 lis 10:00	Cyfrowy Polsat	Publikacja wyników za 3Q'20
10 lis	Famur	Publikacja wyników za 3Q'20
10 lis 10:00	Famur	Telekonferencja z Zarządem
10 lis 6:00	VRG	Publikacja wyników za 3Q'20
10 lis 12:30	VRG	Wideo konferencja z Zarządem
12 lis	RBI	Publikacje wyników za 3Q'20
13 lis	Eurocash	Publikacja wyników za 3Q'20
13 lis	Stalprodukt	Publikacja wyników za 3Q'20
16 lis	Apator	Publikacja wyników za 3Q'20
16 lis	Develia	Publikacja wyników za 3Q'20
16 lis	Kruszwica	Publikacja wyników za 3Q'20
16 lis	Unibep	Publikacja wyników za 3Q'20
17 lis	11 bit studios	Publikacja wyników za 3Q'20
17 lis	Atende	Publikacja wyników za 3Q'20
17 lis	Comarch	Publikacja wyników za 3Q'20
17 lis	GTC	Publikacja wyników za 3Q'20
17 lis	PGE	Publikacja wyników za 3Q'20
17 lis	Pozbud	Publikacja wyników za 3Q'20
17 lis	Wirtualna Polska	Publikacja wyników za 3Q'20
18 lis	Archicom	Publikacja wyników za 3Q'20
18 lis	BOŚ	Publikacje wyników za 3Q'20
18 lis	Ciech	Publikacja wyników za 3Q'20
18 lis	KGHM	Publikacja wyników za 3Q'20
18 lis	Lokum	Publikacja wyników za 3Q'20
18 lis	Tauron	Publikacja wyników za 3Q'20
19 lis	Alumetal	Publikacja wyników za 3Q'20
19 lis	Atal	Publikacje wyników za 3Q'20
19 lis	Grupa Azoty	Publikacja wyników za 3Q'20
19 lis	JSW	Publikacja wyników za 3Q'20
19 lis	PGNiG	Publikacja wyników za 3Q'20
19 lis	PZU	Publikacje wyników za 3Q'20
20 lis	PKP Cargo	Publikacja wyników za 3Q'20
20 lis	Torpol	Publikacje wyników za 3Q'20
23 lis	Asseco Poland	Publikacja wyników za 3Q'20
23 lis	Fore	Publikacja wyników za 3Q'20
23 lis	Ten Square Games	Publikacja wyników za 3Q'20
25 lis	Echo Investment	Publikacja wyników za 3Q'20
25 lis	TIM	Publikacja wyników za 3Q'20
26 lis	CD Projekt	Publikacja wyników za 3Q'20
26 lis	Enea	Publikacja wyników za 3Q'20
26 lis	Trakcja PRKiI	Publikacja wyników za 3Q'20
27 lis	Amica	Publikacja wyników za 3Q'20
27 lis	Elektrobudowa	Publikacja wyników za 3Q'20
29 lis	Boryszew	Publikacja wyników za 3Q'20
30 lis	Ailleron	Publikacja wyników za 4Q'20
30 lis	Kernel	Publikacja wyników za 4Q'20

Makroekonomia

Prognoza PKB

Zrewidowaliśmy w dół z 4,9% r/r do 3,8% r/r prognozę wzrostu PKB na 2021 rok. Prognoza spadku PKB w 2020 roku o 3,1% r/r pozostaje niezmienną. Zmieniła się natomiast prognozowana kwartalna ścieżka odbicia. Rosnące zachorowania, restrykcje i wzrost niepokoju skutkować będą słabszym niż zakładaliśmy wynikiem czwartego kwartału. Poprzednie wrześniowe zestawienie prognoz długoterminowych oparliśmy na założeniu, że jesień i zima charakteryzować się będą wysoką liczbą zachorowań, w związku z czym kontynuowana będzie strategia lokalnego podwyższania i obniżania obostrzeń. Nie doceniliśmy jednak skali wzrostu zachorowań na COVID-19. Wprowadzane w reakcji na nie obostrzenia są ogólnokrajowe i bardziej restrykcyjne niż zakładaliśmy (zakładamy też, że możliwe są dalsze kroki). Skutkuje to obniżeniem prognozowanej ścieżki PKB od 4 kw. Zaczniemy jednak od 3 kw. 2020, który zgodnie z naszym obecnym szacunkiem był lepszy niż wcześniej zakładaliśmy. Szacujemy, że PKB w 3 kwartale spadł o 1,8% r/r (poprzednio prognozowaliśmy -3,3% r/r). To w dużej mierze rola konsumpcji, której roczna dynamika zbliży się już do 0%. Znoszenie restrykcji i realizacja odłożonego popytu przyczyniały się do szybszego odbicia tej kategorii. Zarówno sprzedaż detaliczna jak i produkcja przemysłowa odnotowywały wzrosty w ujęciu r/r. Optymistyczny obraz 3 kwartału wyłania się również z wydatków kartowych. Wciąż hamulcem dla wzrostu były w naszej ocenie niektóre branże usługowe (hotele, transport, rozrywka), ale ich wpływ był mniejszy niż wcześniej szacowaliśmy. Wyższy szacunek PKB w 3 kwartale niweluje prognozowane spadki w następnym okresie. W efekcie prognoza na 2020 rok pozostaje niezmienną.

W czwarty kwartał wchodzimy z nagłym wzrostem liczby zachorowań na COVID-19. Będzie to bezpośrednio zakłócać funkcjonowanie gospodarki (restrykcje), ale większym problemem może być wpływ na zachowania konsumentów i firm, którzy będą się sami ograniczać w dotychczasowej aktywności. Oczekujemy też dalszego wzrostu krajowych restrykcji (ekspansja czerwonych stref, kolejne limity). Na ten moment nie zakładamy jednak tak szerokiego spektrum ograniczeń jakie widzieliśmy na wiosnę (wyłączenie całych części gospodarki). Jak wskazywały ostatnie badania IMF, nawet jednak przy braku odgórnych restrykcji, konsumenci ograniczali swoją aktywność w pierwszych miesiącach pandemii. Zachowanie to będzie widoczne również w najbliższych miesiącach. Strach przed zachorowaniem (potęgowany rekordami zakażeń), ale też niepewność dot. sytuacji gospodarczej (np. widmo utraty pracy), będą ograniczać konsumenta. Nowa, gwałtowna fala niepewności ograniczy również inwestycje prywatne. Stan ograniczonej aktywności będzie się utrzymywać przez przełom roku co rzutuje na niższą prognozę PKB na 2021 rok. Wciąż zakładamy wsparcie z pakietu Next Generation UE, choć wykorzystanie środków może nieco przesunąć się w czasie (obecnie trwają dalsze negocjacje nad wspomnianym pakietem).

Gospodarczy wpływ obserwowanej drugiej fali zakażeń będzie ostatecznie mniejszy od tego wiosennego. Część rozstrzygnięć instytucjonalnych (prawo, kwestie zmiany trybu pracy w firmach) wciąż funkcjonują, bądź są relatywnie łatwiejsze do wdrożenia. Zarówno firmy jak i konsumenci, nauczyli się też funkcjonowania w nowych warunkach. Ich aktywność osłabnie, lecz skala szoku będzie nieporównywalna z marcem/kwietniem. Nie oczekujemy też istotnych przestojów w głównych gospodarkach europejskich, które zakłóciły działania krajowego przemysłu. Można oczekiwać też dalszej stymulacji fiskalnej, choć jej skala będzie naszym zdaniem dużo mniejsza niż obserwowaliśmy

na wiosnę (raczej punktowe działania). Część z mechanizmów z wdrożonych wówczas tarcz wciąż jeszcze funkcjonuje (np. zachęta by nie zwalniać pracowników w Tarczy PFR). Niezmienione pozostają nasze prognozy stopy bezrobocia na koniec 2020 i 2021 roku. Wynoszą one odpowiednio 7% i 6,9%. Ostatni obserwowany wzrost inflacji to w dużej mierze wpływ efektów jednorazowych. Kolejne miesiące powinny przynosić spowolnienie inflacji, choć w mniejszej skali niż zakładaliśmy.

Sprzedaż detaliczna

2,5% r/r. O tyle wzrosła wrześniowa sprzedaż w ujęciu realnym. To wynik lepszy od naszych prognoz, gdyż obstawialiśmy ujemną realizację. Nieco zaskoczyły nas dobre wyniki sprzedaży samochodów (+4,9% r/r) oraz przede wszystkim sprzedaż żywności (+1,6% r/r), gdyż obstawialiśmy, że słaby sierpień jest początkiem nowej tendencji niższej sprzedaży. Okazało się jednak, że sporą część udało się odrobić, zwłaszcza w stosunku do bardzo słabego wyniku roku ubiegłego. To nie są jednak czynniki, które wykraczają poza naturalną zmienność sprzedaży detalicznej. To też nie są czynniki, które w jakimkolwiek stopniu zaburzają nasze średnioterminowe myślenie. Dane o sprzedaży potwierdzają, że traci ona impet. W ujęciu odsezonowanym, sierpień był miesiącem o wyższej aktywności niż wrzesień. Pogorszenie nastrojów konsumentów oraz nowe restrykcje epidemiczne (oczywiście nie są to kwestie rozłączne) negatywnie rzutują na przyszłe wyniki sprzedaży detalicznej, a przede wszystkim konsumpcji prywatnej, gdyż po raz kolejny w większym stopniu na obostrzeniach ucierpią prawdopodobnie usługi rynkowe.

Póki co ograniczenie ruchu w sklepach jest niewielkie w porównaniu do tego, który wystąpił na wiosnę. Nie jest to jednak naszym zdaniem koniec dostosowań zachowania konsumentów i ruch jeszcze spadnie. Dodatkowo należy liczyć się z tym, że obniżenie aktywności będzie bardziej rozciągnięte w czasie. Konsumenci będą się jednak w stanie po części dostosować do nowych warunków funkcjonowania. Największe spadki aktywności będziemy obserwować w trakcie zaostrzania restrykcji (i wzrostu zakażeń). Wspomniane dostosowanie konsumentów będzie powodować, że bez dalszego zaostrzenia restrykcji konsumpcja będzie prawdopodobnie samoistnie przejawiać okresy poprawy. To jednak potrwa. Póki co obstawiamy 2% hamowanie konsumpcji w IV kwartale i lekkie odbicie na początku 2021 roku. Sytuacja jest jednak dynamiczna, zwłaszcza biorąc pod uwagę tempo wzrostu zakażeń.

Produkcja przemysłowa

Odczyt wrześniowej produkcji przemysłowej zaskoczył na plus. Wynik 5,6% r/r znacząco przebił zarówno naszą prognozę (3,7% r/r) jak i rynkowy konsensus (3,4%). Sierpniowa zadyszka w przemysłowych danych okazała się więc być tylko chwilowa. Jeśli dzisiejsze dane miały być testem w jakiej kondycji krajowy przemysł wchodzi w okres zwiększonych zachorowań, to test ten wypadł pozytywnie. Wynik to zasługa głównie przetwórstwa przemysłowego (pozostałe kategorie były bliskie naszym prognozom). Niespodzianka w dużej mierze wynika z mylnego sygnału płynącego z danych w poprzednim miesiącu. Słaby wynik sierpnia nie był efektem zahamowania zamówień czy zadyszki po nadrobieniu produkcji w poprzednich miesiącach. Uwidocznili się wtedy efekt jednego dnia roboczego mniej (15 sierpnia wypadał w sobotę, wówczas zakładaliśmy, że nie we wszystkich przedsiębiorstwach, dzień wolny będzie odebrany w sierpniu).

Dodatkowo, pozytywnie na wynik oddziaływała różnica dni roboczych w porównaniu z wrześniem zeszłego roku (+1 dzień r/r). Pomagać mogły też tendencje widoczne w

danych o zatrudnieniu. Pracownicy wracali do pełnych wymiarów etatów, wrzesień mógł być też miesiącem, w którym część pracowników wróciła do pracy po okresie opieki nad dziećmi. To wsparło stronę podażową, która w ostatnim czasie mogła być wąskim gardłem nawet dla produkcji sprzedanej (znaczące ograniczenie zapasów). Ponadto, był to miesiąc kiedy nie obserwowano jeszcze istotnych wzrostów zachorowań - nie skutkowały więc one wzrostem niepewności i nie ograniczały popytu ze strony firm.

Ceny produkcji sprzedanej przemysłu spadły o 1,6% r/r, szybciej od naszej prognozy (-1,4%). Część zaskoczenia to rewizja w dół poprzedniego odczytu, część to kwestia silniejszych spadków cen w kategorii produkcja koksu i produktów rafinacji ropy naftowej. Ceny bazowe w przetwórstwie przemysłowym urosły w skali miesiąca o 0,4%, ale nadal spadają w ujęciu rocznym o 0,8%. Z uwagi na fakt, że ta część cen producentów reaguje silnie na zmiany kursu walutowego, kolejny miesiąc przyniesie zapewne dalsze ich wzrosty, które - standardowo - ustaną po uspokojeniu kursu walutowego.

Rynek pracy

Odczyt GUS przyniósł relatywnie dobry obraz krajowego rynku pracy we wrześniu. Zatrudnienie spadło o 1,2% r/r, a wynagrodzenia sprawiły sporą niespodziankę rosnąc o 5,6% r/r. Zanim popadniemy w hurraoptyzm warto przypomnieć, że to tylko lusterko wsteczne. Obecna sytuacja epidemiczna powoduje, że sytuacja na rynku pracy może się popsuć. Ostatnie odczyty dotyczące przeciętnego zatrudnienia (to specyficzna miara) pokazują na razie tylko to, że bliżej normalności są pracownicy, którzy uniknęli zwolnień (to wciąż jednak nie normalność). Utracone miejsca pracy nie zostały jednak odbudowane (tu warto patrzeć na statystyki ZUS oraz te dotyczące pracujących). Od pewnego czasu zbierają się też większe zwolnienia grupowe. Rynek pracy nieźle się zahibernował, ale przed 2 falą nie zdążył się ponownie rozpedzić.

Dane o zatrudnieniu oznaczają przyrost 17,4 tys. pełnych etatów we wrześniu. Przeciętne zatrudnienie było co prawda niższe o 1,2% w porównaniu z wrześniem zeszłego roku, ale oznacza to poprawę w ujęciu miesięcznym (sierpniowy wynik to -1,5% r/r). Jak wskazuje komentarz GUS to efekt powrotów do pełnych wymiarów etatów oraz efekt nowych przyjęć do pracy. Jak wielokrotnie podkreślaliśmy, dane o przeciętnym zatrudnieniu były w ostatnich miesiącach zaburzone przez skracanie wymiaru etatu i zasiłki opiekuńcze. Zarówno dane o liczbie pracujących w sektorze przedsiębiorstw, jak i dane o liczbie ubezpieczonych w ZUS, nie odnotowały wyraźnego odbicia zatrudnienia w ostatnich miesiącach. Efekt zasiłków opiekuńczych wygasł w sierpniu. Gdyby nie obecne restrykcje związane z pandemią, spodziewalibyśmy się też wygasania wpływu powrotów do pełnych etatów i w efekcie stabilizacji dynamiki przeciętnego zatrudnienia.

Wzrost zachorowań odwrócił jednak tą sytuację. Restrykcje, związane np. z wyłączeniem funkcjonowania niektórych branż (np. siłownie), czy ich ograniczeniem (np. gastronomia) przełoży się co najmniej na ponowne redukcje wymiaru etatu (co najmniej, gdyż część osób zostanie po prostu zwolniona). Zwiększenie liczby osób na kwarantannie przerzuci szeregi osób zdolnych do pracy w firmach, których restrykcje nie dotyczą. Zwiększone zachorowania będą skutkowały też zmianą nastrojów konsumentów i firm. Firmy będą szukały dalszych cięć kosztów w obliczu niepewnej sytuacji gospodarczej, co może skutkować redukcją miejsc pracy. Sygnały możliwej drugiej fali zwolnień na jesień można było już znaleźć w sierpniowych danych o zgłoszeniach zwolnień grupowych. W sierpniu zgłoszono więcej osób do zwolnień grupowych niż w najgorszym dotychczas kwietniu. Dotyczy to

okresu sprzed zwiększonych zachorowań, które mogą jeszcze nasilić te tendencje.

Nie oczekujemy jednak tak istotnego spadku przeciętnego zatrudnienia jak na wiosnę. Dotychczasowe restrykcje są mniej uciążliwe niż w tamtym okresie (wyłączenia szerszej gamy usług, ściślejsze restrykcje w gastronomii). Nie obserwujemy podobnych zakłóceń w funkcjonowaniu przemysłu - Europa po części stanęła na wiosnę, co odbiło się też na krajowym rynku. Do tej pory nie zamknięto też szkół i przedszkoli (poza szkołami średnimi) - nie zauważymy więc takiego przyrostu zasiłków opiekuńczych i w efekcie spadku przeciętnego zatrudnienia. Wciąż warunkiem, który będzie przynajmniej w części powstrzymywał przedsiębiorstwa przed redukcją miejsc pracy będzie Tarcza PFR (uzyskane do tej pory środki musiałyby być zwrócone w dodatkowo 25%-50% w przypadku spadku zatrudnienia). Póki co firmy mają (w agregacie) dostateczną płynność. Od kwietnia przybyło w sektorze przedsiębiorstw ponad 40 mld depozytów.

W ten mało optymistyczny czas gospodarstwa domowe wchodzą z relatywnie wysokim wzrostem przeciętnego wynagrodzenia. Wzrost o 5,6% r/r to wynik zdecydowanie powyżej rynkowych prognoz. Duża w tym zasługa niskiej bazy - efekt ten dotyczył jednak tylko września, więc abstrahując od obecnych problemów rynku pracy, w październiku nie oczekivalibyśmy powtórzenia tego wyniku. Poprawę przeciętnych wynagrodzeń można też, jak w poprzednich miesiącach, przypisać powrotom do pełnych etatów. Podobnie jak w przypadku zatrudnienia, obecne restrykcje powinny skutkować ponownym osłabieniem dynamiki wynagrodzeń. Dotychczasowy dobry wynik funduszu płac może też mieć relatywnie małe przełożenie na zachowanie konsumentów - tu większą rolę będzie odgrywać strach. Po słabszej aktywności zakupowej konsumentów we wrześniu nie obserwujemy na razie pogłębienia tej negatywnej tendencji w danych o wydatkach kartowych. Kluczowe będą jednak kolejne tygodnie.

Inflacja

GUS potwierdził odczyt flash na poziomie 3,2% r/r. Przyczyny wzrostu należy szukać głównie w kategoriach bazowych i wyglądają one na jednorazowe. Ceny w kategorii żywność i napoje bezalkoholowe spadły o 0,4% m/m. Potwierdziła się część naszych intuicji w zakresie kompozycji tej kategorii. Ceny warzyw pozostały zasadniczo niezmiennione (-0,2% m/m), spadek cen jabłek w hurcie nie przełożył się na ceny w sklepach (owoce spadają tylko o 4,5% m/m). Doszły wzrosty cen olejów (+0,4%). Obyło się bez spadków cen mięsa - ciekawe, czy efekt spadku cen hurtowych się opóźni, czy przez nowe obostrzenia epidemiczne nie zobaczymy go nawet w październiku. Ciekawie prezentują się też ceny pieczywa i mąki. Po dwóch miesiącach spadków wracają wzrosty - obostrzenia epidemiczne przyspieszą ten proces. Istotnie przyspieszyły ceny paliw (odczyt +1,6% m/m), ale to oczywiście źródłem niespodzianki nie jest. Niespodzianką nie będzie też zapewne stabilizacja lub spadki w kolejnych miesiącach.

Kolejne miesiące powinny przynosić spowolnienie inflacji, choć w mniejszej skali niż wcześniej zakładaliśmy. Z biegiem czasu jednorazowych efektów może zbierać się coraz więcej (sektorowy charakter recesji - myślenie w kategoriach luki popytowej może nie być w tym przypadku akuratne, wchodzą nowe obostrzenia epidemiczne, które mogą sprzyjać ponownym dodatkom cenowym). Dlatego już wcześniej podnieśliśmy prognozowaną ścieżkę inflacji na 2021 nieco powyżej

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

Finanse

Alior Bank

akumuluj (podwyższona)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Uważamy, że rynek wyczekuje informacji dotyczących potencjalnej konsolidacji na polskim rynku czego dowodem było zachowanie kursu Alior Banku po spekulacjach prasowych mówiących o sprzedaży banku przez PZU. Rynek na informacje zareagował euforycznie aby następnie po dementi powrócić do trendu spadkowego i minimów nienotowanych nawet podczas przeceny z początku kwietnia. Zarząd PZU przesunął publikację swojej strategii na początek przyszłego roku, co dalej podsycać będzie spekulacje odnośnie przyszłości segmentu bankowego ubezpieczyciela. Wyniki Alior Banku za 3Q'20 zanotowały poprawę szczególnie po stronie salda rezerw ale uważamy, że jest to na razie za mało aby bank na trwałe odbudował rentowność. Szczególnie dotkliwe dla Alior Banku są niskie stopy procentowe, które będą trzymać rentowność na niskim poziomie przez kolejne lata. Niemniej jednak uważamy, że obecna wycena dyskontuje znacznie więcej niż tylko niskie środowisko stóp procentowych i dlatego podnosimy naszą rekomendację do akumuluj.

Cena bieżąca

13,39 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

14,98 PLN

+11,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	akumuluj	14,98 PLN	2020-11-05
poprzednia	trzymaj	14,98 PLN	2020-06-03
Podstawowe dane			
		ALR PW	vs. WIG
Ticker	ALR PW	Zmiana 1M	+1,8% +5,4%
ISIN	PLALIOR00045	Zmiana YTD	-53,3% -35,1%
Liczba akcji (mln)	129,3	Średni obrót 1M	7,9 mln PLN
MC (mln PLN)	1 730,8	Średni obrót 6M	9,8 mln PLN
		P/E 12M fwd	7,9 -28,2%
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	0,3	0,2
ROE	10,8%	3,8%	-	3,0%	5,4%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz					
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

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 kupuj (podwyższona)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Październik nie był łaskawy dla notowań Handlowego, który był jednym z najłabszych bankowych walorów. Na pewno notowaniom Handlowego, który jest uznawany na bank dywidendowy nie pomogła wypowiedź prezesa NBP, który stwierdził, że banki nie powinny wypłacać zysku niepodzielonego z lat ubiegłych w 2021 roku ze względu na liczne ryzyka stojące przed sektorem. Wyniki Handlowego w 3Q powinny przejść raczej bez echa. Spodziewamy się jednak, że jako jeden z niewielu banków Handkowy jeszcze nie osiągnął dna jeżeli chodzi o NIM w 3Q i w 4Q czeka nas dalszy spadek. Ostatecznie utrzymujemy naszą cenę docelową bez zmian na poziomie 37,64 PLN, ale podnosimy rekomendację do kupuj po spadku kursu.

Cena bieżąca

29,60 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

37,64 PLN

+27,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	37,64 PLN	2020-11-05	
poprzednia	trzymaj	37,64 PLN	2020-06-03	
Podstawowe dane			BHW PW	vs. WIG
Ticker	BHW PW	Zmiana 1M	-17,3%	-13,8%
ISIN	PLBH000000012	Zmiana YTD	-42,9%	-24,6%
Liczba akcji (mln)	130,7	Średni obrót 1M	0,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 867,5	Średni obrót 6M	1,1 mln PLN	
		P/E 12M fwd	12,6	-12,1%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	14,4	dyskonto

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	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
ROE	9,1%	6,9%	3,1%	4,1%	5,8%
DPS	4,10	3,74	0,00	2,55	3,57
DYield	13,8%	12,6%	0,0%	8,6%	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	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

Bilans

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

Wskaźniki

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Podsumowanie wyceny

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

ING BSK trzymaj (bez zmian)

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

Sytuacja na ING szybko się zmienia i po słabym wrześniu, walory ING wraz z rynkiem zanotowały kolejny spadek w październiku. Początek listopada przyniósł jednak spektakularne odbicie dlatego pozostawiamy naszą rekomendację bez zmian. ING powinien pokazać solidne wyniki, a jedyna niepewność dotyczy poziomu rezerw. Uważamy jednak, że nawet ta linia powinna być relatywnie mocna biorąc pod uwagę brak pogorszenia sytuacji marko w 3Q względem bazowego scenariusza. Oczywiście w 4Q spodziewamy się ponownie wyższych rezerw. W przeciwieństwie do większości banków w ING problem CHF jest ograniczony, a rentowność cały czas pozostaje na dobrym poziomie dlatego premia w stosunku do sektora jest wg nas uzasadniona. Bank jednak musi się cały czas mierzyć z wyzwaniami systemowymi oraz ogólnie złym sentymentem wobec sektora finansowego, stąd wycena P/BV w okolicach 0,8x.

Cena bieżąca	115,60 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	117,78 PLN	+1,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	117,78 PLN	2020-10-02

Podstawowe dane			ING PW	vs. WIG
Ticker	ING PW	Zmiana 1M	-7,2%	-3,7%
ISIN	PLBSK0000017	Zmiana YTD	-41,8%	-23,6%
Liczba akcji (mln)	130,1	Średni obrót 1M	1,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	15 039,6	Średni obrót 6M	1,9 mln PLN	
		P/E 12M fwd	12,1	-20,1%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	15,2	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	1,1	1,0	1,0	0,9	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	2,8%	3,0%	0,0%	3,0%	3,6%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

Model zysków ekonomicznych

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

Podsumowanie wyceny

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

Millennium kupuj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Wyniki Millennium, choć lekko poniżej oczekiwań uważamy za solidne, patrząc na ich kompozycję. Bank zawiązał 130 mln PLN dodatkowych rezerw na portfel frankowy, uważamy, że jest to szczytowy punkt rezerw jeżeli chodzi o 2020 r. i w 4Q poziom rezerw na CHF powinien być niższy. Odwrotna sytuacja ma miejsce w przypadku rezerw na COVID'19, ich brak w 3Q został zapewne podyktowany relatywnie dobrą sytuacją marko w 3Q, dlatego w 4Q spodziewamy się, że pojawią się one ponownie ze względu na pełzający lockdown. Bank zachowuje dyscyplinę kosztową, zaś zarząd podkreśla, że obniżanie marginalnych kosztów będzie jedną z przewodnich myśli banku w otoczeniu niskich stóp procentowych. Długookresowo rentowność Millennium cały czas jest zdoławiana przez widmo rezerw na portfel frankowy. Pozostawiamy bez zmian naszą cenę docelową i rekomendację kupuj, zwracając jednocześnie uwagę na charakter tej rekomendacji jest w dużej mierze oparty na relatywnej wycenie banku.

Cena bieżąca

2,31 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

3,72 PLN

+60,8%

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

Podstawowe dane			MIL PW	vs. WIG
Ticker	MIL PW	Zmiana 1M	-14,1%	-10,5%
ISIN	PLBIG0000016	Zmiana YTD	-60,4%	-42,2%
Liczba akcji (mln)	1 213,1	Średni obrót 1M	3,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 807,2	Średni obrót 6M	8,3 mln PLN	
		P/E 12M fwd	7,7	-32,4%
Free float	50,0%	P/E 5Y avg	11,3	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	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
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

Bank Pekao pozostaje jednym z najgorzej zachowujących się banków w regionie. Uważamy, że jest to dość zaskakujące biorąc pod uwagę brak znaczącej ekspozycji banku na kredyty frankowe, odporną na kryzys jakość aktywów czy spekulacje m&a, które otaczają bank od pewnego czasu. Co więcej doniesienia w wypowiedziach dla mediów, zarząd Pekao podtrzymuje zdanie, że czeka nas konsolidacja sektora. Oczekujemy, że po wynikach za 9M bank zrealizuje 69% naszej prognozy rocznej, ale należy pamiętać, że w 1H'20 bank zaksięgował znaczące rezerwy ECL, które powinny być znacznie niższe 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 polskim sektorze.

Cena bieżąca	44,43 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	68,90 PLN	+55,1%

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

Podstawowe dane			PEO PW	vs. WIG
Ticker	PEO PW	Zmiana 1M	-11,6%	-8,0%
ISIN	PLPEKA000016	Zmiana YTD	-55,8%	-37,5%
Liczba akcji (mln)	262,5	Średni obrót 1M	49,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	11 661,5	Średni obrót 6M	57,2 mln PLN	
		P/E 12M fwd	8,4	-36,5%
Free float	67,2%	P/E 5Y avg	13,2	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	0,5	0,5	0,5	0,5	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	17,8%	14,9%	0,0%	22,4%	9,3%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

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

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Podwyższamy naszą rekomendację trzymaj do akumuluj pozostawiając bez zmian cenę docelową. Cena akcji PKO BP spadła w październiku poniżej ceny IPO co dobrze obrazuje obecny sentyment inwestorów do sektora bankowego. Uważamy, że inwestorzy obecnie obawiają się o drugą falę pandemii, jej wpływ na jakość aktywów, o rezerwy na kredyty frankowe, ale także o przyszłość dywidend. W przypadku PKO BP dywidenda z zysku niepodzielonego, która według szefa NBP powinna pozostać w banku, jest znacznie wyższa niż możliwości bieżące. Niemniej jednak bieżące dane i wypowiedzi Zarządu wskazują, że pierwsza fala pandemii nie odcisnęła znaczącego piętna na jakości aktywów. Uważamy, że bank wykorzystuje moment „wolniejszego roku” aby zwiększyć rezerwy na kredyty CHF w obliczu coraz gorszego przebiegu procesów sądowych. Obecna wycena rynkowa naszym zdaniem jest atrakcyjna nawet biorąc pod uwagę zwiększenie rezerw na ryzyko prawne. Jednocześnie podkreślamy, że pośród największych polskich banków preferujemy Pekao, który narażony jest na niższe ryzyko prawne i jest obecnie bardziej atrakcyjnie wyceniony.

Cena bieżąca

20,44 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

22,58 PLN

+10,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	22,58 PLN	2020-11-05	
poprzednia	trzymaj	22,58 PLN	2020-06-03	
Podstawowe dane			PKO PW	vs. WIG
Ticker	PKO PW	Zmiana 1M	-4,1%	-0,6%
ISIN	PLPKO0000016	Zmiana YTD	-37,9%	-19,7%
Liczba akcji (mln)	1 250,0	Średni obrót 1M	64,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	25 550,0	Średni obrót 6M	67,9 mln PLN	
		P/E 12M fwd	9,2	-25,3%
Free float	70,6%	P/E 5Y avg	12,3	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	2,7%	6,5%	0,0%	10,1%	10,9%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

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

Bilans

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

Wskaźniki

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

Podsumowanie wyceny

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

Santander Bank Polska 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, a Santander zanotował najniższą cenę akcji od 20 lat. Uważamy, że aż tak surowa wycena nie jest uzasadniona. Wyniki za 3Q'20 zaskoczyły pozytywnie rynek, przebijając konsensus aż o 57%. Z jednej strony bank pokazał wyśmienitą jakość aktywów, a z drugiej zaskoczyła dynamika wyniku prowizyjnego, który wzrósł 2% R/R. Bank po 9M zrealizował zaledwie 53% naszej prognozy na saldo rezerw pozostawiając duży margines błędu na ostatni kwartał. Problemem dla akcjonariuszy może być brak dywidendy, szczególnie z wyniku niepodzielonego, ale o tym zadecyduje KNF w Grudniu. Co ważne Zarząd uważa, że utrzyma jakość aktywów i koszty na niskim poziomie w kolejnych kwartałach, co powinno być argumentem za dywidendą. Uważamy, że obecna wycena Santandera nadal jest w atrakcyjnym punkcie.

Cena bieżąca	142,60 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	179,37 PLN	+25,8%

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

Podstawowe dane		SPL PW	vs. WIG
Ticker	SPL PW	Zmiana 1M	-1,3% +2,3%
ISIN	PLBZ000000044	Zmiana YTD	-53,6% -35,4%
Liczba akcji (mln)	102,1	Średni obrót 1M	13,8 mln PLN
MC (mln PLN)	14 557,8	Średni obrót 6M	14,3 mln PLN
		P/E 12M fwd	13,0 -4,0%
Free float	31,7%	P/E 5Y avg	13,5 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 rezydualna	1 305	5%
Wartość godziwa	24 238	100%
Liczba akcji (mln)	99	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	244,25	
Cena docelowa za 9M (PLN)	259,82	

Model zysków ekonomicznych

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

Bilans

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

Wskaźniki

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

Podsumowanie wyceny

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

Komercni Banka kupuj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Utrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Komercni Banka. Choć w Czechach wprowadzono częściowe zamrożenie gospodarki, uważamy jednak że bardzo dużo złych informacji jest już zdyskontowanych. Pomimo pogorszenia otoczenia makro spodziewamy się, że stopy procentowe w Czechach zostaną utrzymane bez zmian, ale projekcja ścieżki stóp procentowych może zostać obniżona. Dobre skapitalizowanie Komercni pozwala liczyć na dywidendę w przyszłym roku, biorąc pod uwagę indywidualne podejście czeskiego nadzorca do rekomendacji. Obecnie bank notowany jest z 43% dyskontem do średniego prognozowanego P/BV i z około 20% 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

494,00 CZK

potencjał zmiany

Cena docelowa

618,97 CZK

+25,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	618,97 CZK	2020-10-02

Podstawowe dane		KOMB CP	vs. WIG
Ticker	KOMB CP	Zmiana 1M	+2,5% +6,1%
ISIN	CZ0008019106	Zmiana YTD	-36,0% -17,7%
Liczba akcji (mln)	188,9	Średni obrót 1M	84,2 mln CZK
MC (mld CZK)	93,3	Średni obrót 6M	86,0 mln CZK
		P/E 12M fwd	10,2 -17,4%
Free float	39,6%	P/E 5Y avg	12,4 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	9,5%	10,3%	0,0%	5,3%	6,1%
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 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
Wyплаты 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

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%

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 rezidualna	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

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

Czeska gospodarka została częściowo zamrożona, a zarząd podnosi guidance na cały rok. Taka sytuacja tylko w wykonaniu Moneta Money Bank. Sprzedaż NPL oraz szybszy repricing depozytów sprawiły, że Moneta mogła podnieść całoroczne oczekiwania. Co więcej, pod względem jakości portfela bank nadal nie widzi żadnych problemów. Moneta przedstawiła dobre wyniki za 3Q oraz dała pozytywny outlook podczas konferencji wynikowej. Moneta cały czas ma przestrzeń do obniżania kosztów finansowania, co powinno zostać zakończone około kwietnia 2021 r., dodatkowo bank sprawnie wyciąga synergii kosztowe z przejęcia Wustenrot. Jakość aktywów nie popsuła się do tej pory, a zarząd pozostaje spokojny w tej kwestii pomimo drugiej fali pandemii. Ciekawą informacją z konferencji jest oszacowanie wpływu sugerowanej zmiany przepisów w obliczaniu podstawy kapitałowej, Moneta szacuje, że włączenie aktywów w postaci oprogramowania, podniesie ich bazę kapitałową o około 800 mln CZK. Jeżeli chodzi o dywidendę, to Moneta oczekuje indywidualnego podejścia przez regulatora. Najpewniej w lutym rozpocznie rozmowy z CNB w tej sprawie, zaś w kwietniu powinniśmy poznać stanowisko czeskiego regulatora. Przypominamy, że MMB pozostaje naszym top pickiem z mniejszych banków z CEE, a nasza rekomendacja to kupuj.

Cena bieżąca	55,30 CZK	potencjał zmiany
Cena docelowa	79,68 CZK	+44,1%

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

Podstawowe dane		MONET CP	vs. WIG
Ticker	MONET CP	Zmiana 1M	+4,3% +7,9%
ISIN	CZ0008040318	Zmiana YTD	-32,3% -14,0%
Liczba akcji (mln)	511,0	Średni obrót 1M	60,5 mln CZK
MC (mld CZK)	28,3	Średni obrót 6M	80,6 mln CZK
		P/E 12M fwd	11,5 +2,9%
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	1,2	0,9	0,9	0,9
ROE	16,5%	16,2%	7,9%	8,5%	11,5%
DPS	8,00	6,15	0,00	6,83	4,20
DYield	14,5%	11,1%	0,0%	12,4%	7,6%
Zmiana prognoz		2020P	2021P	2022P	
Wynik odsetkowy		0,0%	0,0%	0,0%	
Wynik prowizyjny		0,0%	0,0%	0,0%	
Koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%	
Saldo rezerw		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

RZiS

(mln CZK)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy netto	7 409	7 925	7 942	8 000	8 232
Wynik prowizyjny	1 892	1 950	1 962	2 020	2 080
Wynik handlowy	399	531	690	686	683
Pozostałe przychody	462	113	1 214	182	188
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

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%

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	

Podsumowanie wyceny

(mln CZK)	waga	wycena
DDM	50%	80,64
Zyski ekonomiczne	50%	70,77
Średnia wartość godziwa		75,71
Cena docelowa za 9M (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 na Erste Group. Bank pokazał solidne wyniki za 3Q'20, 14% powyżej konsensusu szczególnie zaskakując na linii salda rezerw. Wyniki za 3Q'20 są wyraźną odpowiedzią banku na nasze obawy odnośnie jakości aktywów w 2020 roku. Erste w 2020 roku oczekuje, że koszt ryzyka pozostanie w przedziale 65-80 p.b., a koszty spadną R/R. W 2021 roku Erste oczekuje spadku kosztu ryzyka poniżej poziomu zanotowanego w 2020 roku nawet biorąc pod uwagę wybuch drugiej fali pandemii COVID'19. Zarząd Erste jest również optymistyczny odnośnie dywidendy. NWZA Erste ma zdecydować o wypłacie 0,75 EUR na akcję dywidendy z 2019 roku w lutym 2021 roku, a następnie na nowym WZA akcjonariusze zadecydują o wypłacie z zysku za 2020 rok, co spowodowałoby dwie wypłaty dywidendy w jednym roku. Aby plan zakończył się sukcesem Erste musi dostać zgodę ECB, która oczekiwana jest w grudniu br. Podtrzymujemy, że Erste pozostaje jednym z najciekawszych banków na odbicie gospodarek w 2020 roku łącząc wzrost oraz wypłatę dywidendy.

Cena bieżąca

18,06 EUR

potencjał zmiany

Cena docelowa

26,00 EUR

+44,0%

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

Podstawowe dane			EBS AV	vs. WIG
Ticker	EBS AV	Zmiana 1M	+1,1%	+4,7%
ISIN	AT0000652011	Zmiana YTD	-46,2%	-28,0%
Liczba akcji (mln)	429,8	Średni obrót 1M	19,2 mln EUR	
MC (mln EUR)	7 760,0	Średni obrót 6M	20,7 mln EUR	
		P/E 12M fwd	9,3	-8,3%
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	0,5	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 tę 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 potencjalne wznowienie wypłaty dywidendy od 2021 roku może nie być w 100% uzasadniona.

Cena bieżąca	12,68 EUR	potencjał zmiany
Cena docelowa	17,67 EUR	+39,4%

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

Podstawowe dane			RBI AV	vs. WIG
Ticker	RBI AV	Zmiana 1M	-1,5%	+2,1%
ISIN	AT0000606306	Zmiana YTD	-40,7%	-22,5%
Liczba akcji (mln)	328,9	Średni obrót 1M	7,1 mln EUR	
MC (mln EUR)	4 171,0	Średni obrót 6M	9,5 mln EUR	
		P/E 12M fwd	6,2	-23,0%
Free float	41,2%	P/E 5Y avg	8,0	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%	4,8%	5,1%
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 EUR)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
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)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
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

(%)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
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	2022	2020	2020
CEE	1 496	4,55	45	19	54	33,2	80,6	28,0	4 353	0,3
SEE	3 470	10,55	283	263	367	12,3	13,2	9,4	2 881	1,2
EE	2 431	7,39	506	532	666	4,8	4,6	3,6	2 763	0,9
Corporate Center	4 300	13,07	302	332	351	14,3	12,9	12,3	3 091	1,4
Corporates and Markets	3 423	10,41	233	252	302	14,7	13,6	11,3	4 218	0,8
Reconciliation	-9 686	-29,45	-626	-638	-629	15,5	15,2	15,4	-3 859	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

OTP Bank zachowywał się relatywnie lepiej od sektora bankowego w październiku. Powodem ku temu mogą być wyniki za 3Q'20, które naszym zdaniem powinny być solidne i prowadzić do rewizji całorocznych prognoz. Nasza prognoza wyników wskazuje, że OTP po 9M'20 zrealizuje 91% naszej rocznej prognozy dzięki znacznie niższemu od oczekiwań rezerwowi na złe kredyty. 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. Choć nasza prognoza na 2020 r. wydaje się być za niska to już kolejne lata są zbliżone do obecnego guidance Zarządu. Oczekujemy, że ROE w 2021 r. w OTP Banku wzrośnie do około 13% głównie ze względu na koszt ryzyka. Uważamy, że OTP Bank może nas również zaskoczyć kolejnymi przejściami. Na naszej konferencji EFC'20 OTP przyznało, że z punktu widzenia strategii banku znacznie bardziej możliwe są kolejne przejścia niż wyższa dywidenda. Pozostawiamy bez zmian nasze zalecenie akumuluj dla OTP Banku.

Cena bieżąca

11 040,00 HUF

potencjał zmiany

Cena docelowa

11 039,00 HUF

-0,0%

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

Podstawowe dane			OTP HB	vs. WIG
Ticker	OTP HB	Zmiana 1M	+12,2%	+15,8%
ISIN	HU0000061726	Zmiana YTD	-28,5%	-10,2%
Liczba akcji (mln)	267,0	Średni obrót 1M	4,9 mld HUF	
MC (mld HUF)	2 948,1	Średni obrót 6M	6,3 mld HUF	
		P/E 12M fwd	9,1	-9,5%
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	1,6	1,3	1,2	1,1	1,0
ROE	18,4%	20,1%	7,6%	12,2%	12,6%
DPS	229,63	229,63	0,00	107,44	368,91
DYield	2,1%	2,1%	0,0%	1,0%	3,3%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(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

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%

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						

Podsumowanie wyceny

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

PZU kupuj (bez zmian)

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

Na przestrzeni ostatnich 12 miesięcy PZU nadal zachowuje się lepiej od indeksu WIG Banki chociaż różnica w październiku uległa zawężeniu na niekorzyść ubezpieczyciela. Powodem gorszego zachowania PZU są naszym zdaniem obawy o długoterminowe środowisko stóp procentowych w Polsce, ale także wyższa umiarkowość związana z COVID'19 i obawy związane z dywidendą tak jak to ma miejsce w przypadku polskiego sektora bankowego. Z drugiej strony należy pamiętać, że wszelkie restrykcje wprowadzane przez pandemię powinny zostać pozytywnie odzwierciedlone w niższej szkodowości po stronie segmentu Życie jak i Majątek w 4Q'20. Tak jak pisaliśmy w naszym ostatnim komentarzu specjalnym odnośnie dywidend oczekujemy także, że regulator pozwoli PZU na wypłatę zysku netto w 2021 roku. Otwartym pytaniem cały czas pozostaje kwestia aktywów bankowych w ramach Grupy PZU, więcej na ten temat powinna nam powiedzieć strategia, która zostanie ogłoszona dopiero na początku przyszłego roku. Niemniej jednak uważamy, że „dolek” wyników banki już zaliczyły w 2Q'20. Pozostawiamy naszą rekomendację kupuj dla PZU bez zmian.

Cena bieżąca	22,30 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	35,93 PLN	+61,1%

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

Podstawowe dane		PZU PW	vs. WIG
Ticker	PZU PW	Zmiana 1M	-9,7% -6,2%
ISIN	PLPZU0000011	Zmiana YTD	-44,3% -26,1%
Liczba akcji (mln)	863,5	Średni obrót 1M	64,5 mln PLN
MC (mln PLN)	19 256,6	Średni obrót 6M	55,5 mln PLN
		P/E 12M fwd	7,3 -33,7%
Free float	64,8%	P/E 5Y avg	11,0 dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Skł. przyp. brutto	23 470	24 191	24 145	24 643	25 309
Odszkodowania	-14 563	-15 695	-15 391	-15 808	-16 225
Wynik inw.	892	2 210	1 611	1 671	1 826
Koszty razem	-4 750	-5 119	-5 133	-5 296	-5 418
Zysk netto	3 213	3 295	2 555	2 853	3 090
P/E	6,7	6,5	8,4	7,5	6,9
P/BV	1,3	1,2	1,0	1,0	0,9
ROE	21,7%	21,2%	14,6%	14,9%	15,4%
DPS	2,70	2,80	0,00	2,37	2,64
DYield	12,1%	12,6%	0,0%	10,6%	11,9%
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 i wstępny wynik za 3Q'20 (ponad 100 mln PLN bez zdarzeń jednorazowych). 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. Pamiętamy także o skupie akcji własnych (350 PLN na akcję), co również pozytywnie odróżnia spółkę od sektora bankowego.

Cena bieżąca

130,90 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

183,17 PLN

+39,9%

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

Podstawowe dane			KRU PW	vs. WIG
Ticker	KRU PW	Zmiana 1M	-1,0%	+2,6%
ISIN	PLKRK0000010	Zmiana YTD	-19,4%	-1,2%
Liczba akcji (mln)	18,6	Średni obrót 1M		3,8 mln PLN
MC (mln PLN)	2 436,8	Średni obrót 6M		5,9 mln PLN
		P/E 12M fwd	11,1	-9,2%
Free float	100,0%	P/E 5Y avg	12,3	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	1,4	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%	1,5%	4,0%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
Nabyte pakiety wierzytelności			0,0%	0,0%	0,0%
Usługi windykacyjne			0,0%	0,0%	0,0%
Pozostałe produkty			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty ogólne			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2018	2019	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 (2020-29)	621	749
Etap II (2030-49)	977	426
PV TV	1479	
Wartość godziwa na 01/2020	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 01/2020	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 dla Skarbiec Holding. Reakcja rynków kapitałowych podczas pandemii COVID-19 pozytywnie nas zaskoczyła, szczególnie na poziomie napływu aktywów do funduszy. Choć aktywa pod zarządzaniem wstępnie spadły w 1Q'20 do 2,68 mld PLN to ich odbicie do 5,05 mld PLN w 3Q'20 należy uznać za spektakularne. Coraz niższe stopy procentowe popchnęły klientów detalicznych do poszukiwania alternatywnych produktów oszczędnościowych, co też zostało zobrazowane przez gwałtowny spadek depozytów terminowych w sektorze (-15% R/R). Nasze prognozy obecnie nie zakładają podwyżek stóp procentowych, co naszym zdaniem pozytywnie będzie się przekładać na rynek funduszy inwestycyjnych w średnim terminie. Uważamy, że sektor bankowy tropem banków ze strefy Euro, dodatkowo będzie napędzał sprzedaż funduszy, aby przez wynik prowizyjny zrekompensować utracone przychody odsetkowe. Na 5 letnim CAGR (2019/20–2024/25) zakładamy wzrost funduszy Skarbca na średnim poziomie 7%. Uważamy, że jednym z najważniejszych argumentów, oprócz dalszego wzrostu rynku, przemawiającym za inwestycją w walory Skarbca jest dywidenda, którą na rok obecny prognozujemy na poziomie 4,4 PLN/akcję, co przekłada się na 19% DY. W pozostałym okresie naszej prognozy zakładamy DY w przedziale 8%-10%.

Cena bieżąca	23,00 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	26,86 PLN	+16,8%

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

Podstawowe dane			SKH PW	vs. WIG
Ticker	SKH PW	Zmiana 1M	-8,0%	-4,4%
ISIN	PLSKRBH00014	Zmiana YTD	+21,1%	+39,3%
Liczba akcji (mln)	6,8	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	156,9	Średni obrót 6M	0,1 mln PLN	
		P/E 12M fwd	9,1	+24,0%
Free float	25,4%	P/E 5Y avg	7,3	premia

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	1,5	1,3	1,4	1,4
ROE	30,3%	21,2%	15,8%	15,1%
DPS	4,45	0,50	4,39	2,50
DYield	19,3%	2,2%	19,1%	10,9%
Zmiana prognoz		2020P	2021P	2022P
Wynagrodzenie stałe		0,0%	0,0%	0,0%
Wynagrodzenie zmienne		0,0%	0,0%	0,0%
Przychody		0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%
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

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 początek	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 (2019-2028)	44	26%
Etap II - 20-lat	24	14%
Wartość godziwa na początek	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	

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%

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**redukuje (podwyższona)**

Mikołaj Lemańczyk

+48 22 438 24 07

mikolaj.lemanczyk@mbank.pl

Wyniki za 3Q powinny być zauważalnie niższe od tych z 2Q. Słabszy rezultat segmentu rynku finansowych oraz gorsze obroty na rynku towarowym sprawiły, negatywnie wpłynęły na linie przychodowe, zaś spodziewane dowiezanie rezerwy na opłatę dla KNF sprawi, że obciążone będą również koszty. W efekcie spodziewamy się dużo słabszego wyniku zarówno Q/Q jak i R/R. Nie zmienia to jednak faktu, że GPW notuje bardzo dobry rok, czego potwierdzeniem są rekordowe obroty związane z debiutem Allegro. Chwilowo została zawieszona kwestia przejęcia giełdy armeńskiej, jednakże ma ona powrócić na wokandę po uspokojeniu nastrojów na pograniczu armeńsko – azerskim. Cały czas nierozwiązana pozostaje kwestia obliża giełdowego na handel energią elektryczną i naszym zdaniem, jest to kwestia która będzie głównym rozgrywającym na kursie GPW w krótkim okresie. Przypominamy, że obecnie zakładamy w naszych prognozach zakładamy, że obliż zostanie zredukowane do 30%, co w proporcjonalny sposób wpłynie na obroty. Po spadku kursu w październiku podnosimy naszą rekomendację do redukuje i pozostawiamy naszą ceną docelową bez zmian.

Cena bieżąca

44,80 PLN

potencjał zmiany**Cena docelowa**

39,19 PLN

-12,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	redukuje	39,19 PLN	2020-11-05
poprzednia	sprzedaj	39,19 PLN	2020-09-30
Podstawowe dane			
	GPW PW	Zmiana 1M	-2,3% +1,3%
Ticker	PLGPW0000017	Zmiana YTD	+21,4% +39,6%
ISIN		Średni obrót 1M	3,5 mln PLN
Liczba akcji (mln)	42,0	Średni obrót 6M	2,9 mln PLN
MC (mln PLN)	1 880,3	EV/EBITDA 12M fwd	9,2 +23,0%
EV (mln PLN)	1 831,0	EV/EBITDA 5Y avg	7,5 premia
Free float	64,8%		

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	10,2	15,8	13,6	14,9	15,0
P/BV	2,1	2,2	2,1	2,0	2,0
EV/EBITDA	9,5	9,0	9,5	8,4	9,4
DPS	2,20	3,18	2,40	2,50	2,60
DYield	4,9%	7,1%	5,4%	5,6%	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 działalności 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

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%

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

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

kupuj (podwyższona)

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

Wyraźne wzrosty cen sody w Chinach (te rosną nieustannie od III'20 i obecnie już doszły do poziomów europejskich) oraz odbicie produkcji szkła płaskiego w Polsce w IX'20 (+34% r/r) pozwalają nieco optymistyczniej spojrzeć na perspektywę cen sody w 2021 roku. O ile po wynikach za 2Q'20 Zarząd potwierdził obawy rynku o możliwy spadek cen w 2021 roku, to uważamy, że po 3Q'20 Spółka może zapowiedzieć, że będzie się starać utrzymać ceny z 2020 roku. W 2Q'20 Ciech zanotował spadek oczyszczonych o zdradzenia jednorazowe wyników r/r, ale w 3Q'20 naszym zdaniem rezultaty mają szansę zbliżyć się do zeszłorocznych i pozytywnie zaskoczyć rynek (szczególnie jeśli uda się zaksięgować zyski ze sprzedaży białych certyfikatów). Aktualizujemy nasze prognozy dla Grupy Ciech, oczekując brak spadków cen sody w 2021 roku (wcześniej oczekiwaliśmy 4% r/r spadków cen). Podwyższamy naszą cenę docelową do 34,27 PLN/akcja (wcześniej 30,10 PLN/akcja) oraz podnosimy rekomendację do kupuj (wcześniej trzymaj) dla Grupy Ciech.

Cena bieżąca	27,45 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	34,27 PLN	+24,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	34,27 PLN	2020-11-05
poprzednia	trzymaj	30,10 PLN	2020-10-02
Podstawowe dane			
	CIE PW	Zmiana 1M	+3,8% +7,3%
Ticker	PLCIECH000018	Zmiana YTD	-30,9% -12,6%
ISIN		Średni obrót 1M	2,2 mln PLN
Liczba akcji (mln)	52,7	Średni obrót 6M	2,3 mln PLN
MC (mln PLN)	1 446,6	EV/EBITDA 12M fwd	4,8 -14,1%
EV (mln PLN)	3 133,9	EV/EBITDA 5Y avg	5,6 dyskonto
Free float	33,0%		

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	3 673	3 549	3 077	3 210	3 324
EBITDA skor.	633	663	576	666	671
marża EBITDA	17,2%	18,7%	18,7%	20,8%	20,2%
EBIT skor.	358	353	256	289	302
Zysk netto skor.	166	187	93	176	189
P/E skor.	8,7	7,7	15,5	8,2	7,6
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA skor.	4,6	4,4	5,4	4,7	4,4
DPS	7,50	0,00	0,00	0,53	1,67
DYield	27,3%	0,0%	0,0%	1,9%	6,1%
Zmiana prognoz					
EBITDA adj.			-0,1%	+7,3%	+7,6%
Zysk netto adj.			+3,0%	+18,1%	+15,6%
Soda (USD/t)			0,0%	+4,2%	+4,2%
Soda Ciech (PLN/t)			0,0%	+4,2%	+4,2%
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	609	616
EBITDA organika	76	72	52	44	43
EBITDA krzemiany	34	40	26	41	40
EBITDA pozostałe	5	-34	-28	-28	-28
EBITDA norm.	633	663	576	666	671
Przepływy oper.	454	532	487	615	617
Amortyzacja	275	310	320	377	369
Kapitał obrotowy	-97	56	8	-2	-2
Przepływy inw.	-627	-407	-619	-491	-305
CAPEX	595	385	619	491	305
Przepływy fin.	-125	-17	-66	-193	-250
Dywidenda/buyback	-395	0	0	-28	-88
FCF	-170	174	-129	124	313
FCF/EBITDA	-26%	30%	-22%	19%	47%
CFO/EBITDA	69%	92%	85%	92%	92%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Soda (EUR/t)	258	258	258	258	258	258	258	258	258	258	258
Soda Ciech (PLN/t)	850,2	894,2	897,3	897,3	897,3	897,3	897,3	897,3	897,3	897,3	897,3
Soda vol (tys. ton)	1 630	1 730	1 800	1 800	1 800	1 800	1 800	1 800	1 800	1 800	1 800
Przychody	3 077	3 210	3 324	3 355	3 377	3 392	3 407	3 422	3 437	3 453	3 470
EBITDA	576	666	671	662	648	636	624	612	600	588	576
marża EBITDA	18,7%	20,8%	20,2%	19,7%	19,2%	18,7%	18,3%	17,9%	17,5%	17,0%	16,6%
EBIT	256	289	302	295	286	281	259	241	224	208	192
Podatek	94	49	52	52	51	50	46	42	38	35	32
CAPEX	-619	-491	-305	-335	-352	-365	-357	-368	-374	-380	-383
Kapitał obrotowy	8	-2	-2	-1	0	0	0	0	0	0	0
FCF	-129	124	313	275	245	220	221	202	187	173	161
PV FCF	-128	115	272	224	187	158	148	127	110	95	
WACC	5,5%	6,5%	6,6%	6,6%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,8%	6,8%	6,8%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa	4 831	5 046	5 015	5 099	5 130
Aktywa trwałe	3 559	3 734	4 034	4 150	4 087
Kapitał własny	1 970	1 978	2 071	2 220	2 321
Udział mniejszości	0	-1	-1	-1	-1
Dług netto	1 464	1 490	1 688	1 658	1 496
Dług netto/EBITDA (x)	2,2	2,6	2,9	2,5	2,2
Dług netto/kap. wł. (x)	0,7	0,8	0,8	0,7	0,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	3,7	5,9	3,9	5,0	4,5	3,7
Maksimum	45,9	19,7	17,7	40,0	11,2	10,2
Mediana	19,2	15,0	11,3	8,1	7,4	5,7
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana wartość FCF	1 308
Dług netto	1 490
Inne korekty	-202
Wycena DCF na akcję (PLN)	27,68

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	36,79
DCF	50%	27,68
Cena wynikowa		32,24
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		34,27

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 3Q'20 oczekujemy słabych wyników finansowych Grupy Azoty (EBITDA skorygowana -50% r/r). Odbijające ceny gazu ziemnego negatywnie wpływają na perspektywy 4Q'20. Dodatkowo dane GUS o produkcji sprzedanej przemysłu za IX'20 pokazują spadek produkcji nawozów saletranych i wieloskładnikowych o 8% r/r. Nie zmieniamy naszej ceny docelowej (25,83 PLN/akcja) oraz rekomendacji trzymaj dla Grupy Azoty.

Cena bieżąca

22,30 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

25,83 PLN

+15,8%

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

Podstawowe dane			ATT PW	vs. WIG
Ticker	ATT PW	Zmiana 1M	-6,7%	-3,1%
ISIN	PLZATRM00012	Zmiana YTD	-23,8%	-5,6%
Liczba akcji (mln)	99,2	Średni obrót 1M		1,8 mln PLN
MC (mln PLN)	2 212,1	Średni obrót 6M		2,2 mln PLN
EV (mln PLN)	6 600,5	EV/EBITDA 12M fwd	5,9	-2,3%
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.	51,9	5,1	16,5	37,2	28,1
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA skor.	6,3	3,8	6,0	7,5	7,9
DPS	1,20	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	5,4%	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

Decyzja Chin o wstrzymaniu importu węgla z Australii negatywnie przełożyła się na ceny węgla kokсового na rynku zamorskim, które spadły z ponad 140 USD/t do 110 USD/t. Dodatkowo na sentyment wpłynęła informacja, o wolumenach produkcji i sprzedaży za 3Q'20, które implikują, że JSW w tym kwartale poniesie stratę na poziomie EBITDA. Obecnie ceny węgla na rynku zamorskim lekko odbijają po korekcie. Warto naszym zdaniem zwrócić uwagę na spadające zapasy koksu w portach w Chinach oraz nieco lepsze dane PMI z przemysłu stalowego w Chinach (subindeks nowych zamówień na eksport +5,4 pkt. m/m do 52 pkt). Warto przypomnieć sobie również, że w bieżącym sezonie meteorologicznie zapowiadają większe ryzyko cyklonów w regionie Australii, które przełożyć się mogą na ograniczenie podaży w 4Q'20 oraz wzrost cen. W związku ze słabymi danymi operacyjnymi za 3Q'20 obniżamy nasze oczekiwania odnośnie wyników w 2020 roku. W efekcie nasza wycena JSW spada do 20,14 PLN/akcja (wcześniej 25,96 PLN/akcja). W krótkim terminie pozytywnie na sentyment do JSW wpływać może udzielenie pożyczki przez PFR nawet do 2 mld PLN. Podtrzymujemy trzymaj dla akcji JSW.

Cena bieżąca

18,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

20,14 PLN

+10,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	20,14 PLN	2020-11-05
poprzednia	trzymaj	25,96 PLN	2020-10-02
Podstawowe dane			
Ticker	JSW PW	Zmiana 1M	-24,8%
ISIN	PLJSW0000015	Zmiana YTD	-14,9%
Liczba akcji (mln)	117,4	Średni obrót 1M	24,0 mln PLN
MC (mln PLN)	2 136,9	Średni obrót 6M	23,7 mln PLN
EV (mln PLN)	4 201,2	EV/EBITDA 12M fwd	4,6
Free float	44,8%	EV/EBITDA 5Y avg	3,0

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	9 810	8 672	6 995	9 009	9 045
EBITDA skor.	3 101	1 839	-34	1 373	1 540
marża EBITDA	31,6%	21,2%	-0,5%	15,2%	17,0%
EBIT skor.	2 335	806	-1 166	138	205
Zysk netto skor.	1 802	548	-1 029	-12	43
P/E skor.	1,2	3,9	-	-	50,0
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA skor.	-	0,7	-	3,0	2,7
DPS	0,00	1,71	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	9,4%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz					
EBITDA (skor.)			-104,9%	-11,2%	+7,9%
Zysk netto (skor.)			+133,3%	-109,3%	-180,4%
Węgiel kokсовy (PLN/t)			-2,2%	0,0%	0,0%
Węgiel do celów energetycznych (PLN/t)			-1,0%	0,0%	0,0%
Koks (PLN/t)			-1,2%	0,0%	0,0%
Prod. węgla (tys. t)			0,0%	0,0%	0,0%
Prod. w. koks. (tys. t)			-3,8%	0,0%	0,0%
Prod. koksu (tys. t)			+18,5%	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	10 934	11 989	12 090
Udział węgla koks. (%)	69%	69%	77%	80%	80%
Prod. w. ener. (tys. t)	4 668	4 554	3 266	2 997	3 023
Prod. koksu (tys. t)	3 559	3 170	3 200	3 200	3 400
Przepływy oper.	2 856	1 538	-879	2 126	1 673
Amortyzacja	766	1 034	1 132	1 234	1 334
Kapitał obrotowy	338	-162	-530	795	208
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	1 671	-127	-127
Dywidenda/buyback	0	-201	0	0	0
FCF	1 754	-691	-2 173	296	63
FCF/EBITDA skor.	57%	-38%	6337%	22%	4%
CFO/EBITDA skor.	92%	84%	2563%	155%	109%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
W. kokсовy (USD/t)	122	155	155	155	155	155	155	155	155	155	155
W. energet. (PLN/t)	250	247	247	247	247	247	247	247	247	247	247
Koks (USD/t)	806	958	973	884	884	884	884	884	884	884	884
Przychody	6 995	9 009	9 045	9 159	9 251	9 392	9 543	9 694	9 873	9 886	9 888
EBITDA	-690	1 373	1 540	1 564	1 630	1 647	1 667	1 688	1 768	1 777	1 696
marża EBITDA	-9,9%	15,2%	17,0%	17,1%	17,6%	17,5%	17,5%	17,4%	17,9%	18,0%	17,2%
EBIT	-1 821	138	205	189	46	83	197	311	400	383	296
Podatek	-361	2	15	12	-11	0	21	43	60	56	38
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	-530	795	208	71	9	26	33	33	36	3	-5
FCF	-2 173	296	63	223	251	273	279	279	344	324	253
PV FCF	-2 150	275	54	182	192	195	187	174	201	178	
WACC	6,6%	6,7%	6,6%	6,6%	6,6%	6,7%	6,8%	6,8%	6,8%	6,7%	6,6%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Aktywa	13 763	14 926	14 539	15 221	15 276
Aktywa trwałe	8 475	10 391	11 230	11 885	12 259
Kapitał własny	8 081	8 463	6 903	6 892	6 934
Udział mniejszości	364	388	388	388	388
Dług netto	-3 286	-1 252	1 676	1 547	1 671
Dług netto/EBITDA skor.	-1,1	-0,7	-48,9	1,1	1,1
Dług netto/kap. wł. (x)	-0,4	-0,1	0,2	0,2	0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	3,5	3,5	2,8	0,5	0,5	0,4
Maksimum	23,6	35,3	14,2	19,5	12,4	10,1
Mediana	8,6	7,6	7,8	5,7	4,7	4,4
waga	0%	0%	50%	0%	25%	25%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	-510
Dług netto	-1 252
Inne korekty	388
Wycena DCF na akcję (PLN)	21,01

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	16,89
DCF	50%	21,01
Cena wynikowa		18,95
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		20,14

KGHM redukuje (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Liczba otwartych pozycji spekulacyjnych na miedzi wzrosła do 67 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. Bardzo słabe dane produkcyjne w Grupie KGHM za sierpień i wrzesień implikują, że mimo 40% r/r wzrostów cen srebra i 9% r/r wyższych cen miedzi w PLN EBITDA Grupy wzrośnie w 3Q'20 jedynie o 14% r/r (jeszcze w VII'20 oczekiwaliśmy, że EBITDA w 2H'20 wzrośnie o co najmniej 40% r/r). Naszym zdaniem konieczne surowsze restrykcje sanitarne na zakładach górniczych w efekcie drugiej fali pandemii COVID'19 wciąż ciężać będą na wolumenach produkcji miedzi w 4Q'20. Nie zmieniamy naszej ceny docelowej (103,84 PLN/akcja) oraz rekomendacji (redukuje) dla Grupy KGHM.

Cena bieżąca

128,40 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

103,84 PLN

-19,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	redukuje	103,84 PLN	2020-10-02

Podstawowe dane			KGH PW	vs. WIG
Ticker	KGH PW	Zmiana 1M	+11,7%	+15,2%
ISIN	PLKGHM000017	Zmiana YTD	+34,3%	+52,6%
Liczba akcji (mln)	200,0	Średni obrót 1M	83,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	25 680,0	Średni obrót 6M	77,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	30 624,9	EV/EBITDA 12M fwd	4,7	-1,0%
Free float	63,2%	EV/EBITDA 5Y avg	4,7	dyskonto

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.	13,6	11,5	10,2	14,2	14,4
P/BV	1,3	1,3	1,1	1,1	1,0
EV/EBITDA skor.	6,6	6,2	5,4	6,0	5,9
DPS	0,00	0,00	0,00	2,00	3,62
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	1,6%	2,8%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA (skor.)			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto (skor.)			0,0%	0,0%	0,0%
Miedź (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Srebro (USD/oz)			0,0%	0,0%	0,0%
Molibden (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Prod. miedź (tys. ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Prod. srebro (ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Prod. molibden (mln lb)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Cu KGHM Pol (tys. ton)	385	418	401	385	384
Cu KGHM Int (tys. ton)	79	77	75	77	77
Cu Sierra Gorda (tys. ton)	53	60	75	80	82
Srebro Grupa (ton)	1 205	1 417	1 433	1 390	1 390
Złoto Grupa (tys. troz)	174	220	207	210	212
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	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%
Zdyktowana 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 (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.klischcz@mbank.pl

Październik przyniósł dalsze spadki kursu Lotosu, co wpisywało się w trendy obserwowane w całym europejskim sektorze rafineryjnym, choć akurat gdański koncern znów plasował się pod tym względem pod koniec całej stawki. Marże modelowe nadal utrzymują się na niskim poziomie i są praktycznie neutralizowane przez ujemny dyferencjał, a dodatkowo obecny spread diesel/HSFO praktycznie nie generuje wartości dodanej na instalacji DCU. Wydaje się jednak, że obecna wycena na poziomie EV/EBITDA LIFO ~4,0 już to pogorszenie makro z nawiązką dyskontuje, szczególnie że średnio cykliczny potencjał EBITDA Spółki plasuje się w naszej opinii 30-40% powyżej tegorocznego wykonania (EV/EBITDA'22-23=3,2). Zwracamy też uwagę, że Spółka zaskoczyła i plus wynikami za 3Q (+50% od naszej prognozy) i wykonanie rocznego strumienia EBITDA LIFO po 9M sięga 82%. Pomimo teoretycznie większej dźwigni na modelowe marże w rafinerii ujemna dynamika oczyszczonego wyniku w tym okresie sięgnęła -49% r/r czyli mniej niż w przypadku PKN Orlen (bez Energi -53% r/r). Nawet w obecnych trudnych warunkach Lotos jest w stanie generować FCF (po 9M nadwyżka przepływów z operacji nad capex to 1 mld PLN). Jeśli chodzi o kwestię niekończącej się fuzji z PKN to w obecnym otoczeniu maleją naszym zdaniem szanse na znalezienie partnera JV do rafinerii w Gdańsku przy atrakcyjnych dla Orlenu parametrach (obecnie relacja wyceny aktywów rafineryjnych do aktywów petrochemicznych czy wydobywczych znacząco się pogorszyła). Paradoksalnie fiasko fuzji byłoby wspierające dla kursu Lotosu. Nie zmieniamy rekomendacji kupuj.

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

Cena bieżąca
Cena docelowa

30,22 PLN
47,09 PLN
potencjał zmiany
+55,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	47,09 PLN	2020-10-02

Podstawowe dane			LTS PW	vs. WIG
Ticker	LTS PW	Zmiana 1M	-9,9%	-6,3%
ISIN	PLLOTOS00025	Zmiana YTD	-63,4%	-45,2%
Liczba akcji (mln)	184,9	Średni obrót 1M	22,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	5 586,9	Średni obrót 6M	22,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	8 107,2	EV/EBITDA 12M fwd	4,4	-18,2%
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	3,5	4,8	-	10,9	5,5
P/BV	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	2,0	2,9	-	4,3	3,1
DPS	1,00	3,00	1,00	3,00	3,00
DYield	3,3%	9,9%	3,3%	9,9%	9,9%
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%

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

Kurs MOL-a zachowywał się w październiku lepiej od regionalnej grupy porównawczej, co częściowo było zapewne zasługą uruchomionego skupu akcji (alternatywa dla zawieszanej dywidendy, ale wciąż brakuje deklaracji o umorzeniu akcji własnych). Nie można jednak także zapominać, że węgierski koncern ze względu na zdywersyfikowany profil biznesu jest mniej wrażliwy na załamanie marż rafineryjnych od regionalnych peers'ów. Dobrze ilustrowały to wyniki 2Q i oczekujemy, że również w 3Q Spółka zanotuje znacznie mniejsze ujemne dynamiki na linii CCS EBITDA (-30% r/r), od tych zaraportowanych ostatnio przez LTS i PKN (-50% r/r). 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 i 3Q wziął na siebie >160 mln PLN kosztów walki z COVID'19, które standardowo powinna ponosić administracja państwowa, a obecnie dostał od rządu zlecenie organizacji szpitala polowego). 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

1 618 HUF

potencjał zmiany

Cena docelowa

1 976 HUF

+22,1%

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

Podstawowe dane			MOL HB	vs. WIG
Ticker	MOL HB	Zmiana 1M	-2,9%	+0,7%
ISIN	HU0000153937	Zmiana YTD	-45,0%	-26,7%
Skor. l. akcji (mln)	753,1	Średni obrót 1M	1 497,1 mln HUF	
MC (mln HUF)	1 218 445,4	Średni obrót 6M	1 838,8 mln HUF	
EV (mln HUF)	2 939 978,5	EV/EBITDA 12M fwd	4,2	-1,1%
Free float	53,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,3	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mld HUF)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	5 169	5 267	3 762	3 515	3 971
EBITDA	764	685	491	552	707
marża EBITDA	14,8%	13,0%	13,1%	15,7%	17,8%
EBIT	353	294	66	109	266
Zysk netto	301	223	-39	97	191
P/E	4,0	5,5	-	12,6	6,4
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	2,4	3,0	6,0	5,4	4,1
DPS	127,50	142,44	0,00	69,72	73,20
DYield	7,9%	8,8%	0,0%	4,3%	4,5%
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.	2,5	2,9	5,3	5,4	4,1
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	3,5	4,5	5,0	5,5	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
USD/HUF	298	272	272	272	272	272	272	272	272	272	272
Przychody	3 507	3 262	3 679	3 704	3 719	3 721	3 723	3 725	3 727	3 729	3 729
EBITDA	284	320	396	419	439	441	443	446	448	450	450
marża EBITDA	8,1%	9,8%	10,8%	11,3%	11,8%	11,9%	11,9%	12,0%	12,0%	12,1%	12,1%
EBIT	61	72	145	170	196	196	194	191	188	185	227
Podatek	17	19	38	46	53	53	52	51	50	49	43
CAPEX	-508	-366	-230	-223	-223	-223	-223	-223	-223	-223	-223
Kapitał obrotowy	-83	24	-45	-2	1	2	2	1	1	1	0
FCF	-324	-42	83	149	164	168	170	173	176	179	184
PV FCF	-317	-38	72	121	123	116	109	103	97	91	
WACC	6,4%	6,3%	6,5%	6,7%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mld HUF)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
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%
Zdykontowana 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 słabym wrześniu, również w październiku notowania PGN zachowywały się znacznie gorzej od rynku. Częściowo można to starać się tłumaczyć spadkami cen gazu z ostatnich dni (efekt lockdown'ów i obaw o cieplejszą zimę), ale ta korelacja nie była zbyt silna wcześniej, kiedy europejski benchmark notował lokalne maksima. Wydaje się, że ta słabość to generalnie efekt pogorszenia sentymentu do spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa oraz pochodna dość zaskakujących komunikatów ze Spółki, jak nagła rezygnacja Prezesa czy zapowiedź akwizycji na Ukrainie (później prasowe spekulacje o zakupach tamtejszych elektrociepłowni były dementowane). To by częściowo tłumaczyło zignorowanie przez rynek bardzo mocnych wstępnych danych finansowych za 3Q (+22% od oczekiwań na linii EBITDA), które implikują rewizję rocznego konsensusu o kolejne ~10%. Podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do Spółki. Zwracamy uwagę, że nasz scenariusz dla cen gazu jest bardziej konserwatywny niż obecna krzywa terminowa (już po wspomnianych spadkach) i nadal widzimy tu pole do pozytywnych zaskoczeń (spadki podaży w USA vs globalny fuel switch). Przypominamy także, iż po urynkowaniu kontraktu jamalskiego profil ryzyka Spółki uległ zmianie na bardziej bezpieczny (60% EBITDA z segmentów użyteczności publicznej), co zasługuje na re-rating wskaźnika EV/EBITDA, podczas gdy w ostatnim czasie spadł on 30% poniżej 5-letniej średniej. Na pewno profil inwestycyjny Spółki jest teraz częściowo zakłócony przez perspektywę połączenia z PKN Orlen, ale w ujęciu relatywnym z tej pary preferujemy zdecydowanie PGN.

Cena bieżąca

4,41 PLN

potencjał zmiany
Cena docelowa

5,97 PLN

+35,4%

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

Podstawowe dane			PGN PW	vs. WIG
Ticker	PGN PW	Zmiana 1M	-10,9%	-7,3%
ISIN	PLPGNIG000014	Zmiana YTD	+4,1%	+22,3%
Liczba akcji (mln)	5 778,3	Średni obrót 1M	20,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	25 482,4	Średni obrót 6M	24,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	23 339,3	EV/EBITDA 12M fwd	3,0	-33,3%
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	7,9	18,6	3,5	8,7	7,8
P/BV	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	3,5	5,3	1,8	3,2	3,0
DPS	0,07	0,11	0,09	0,19	0,25
DYield	1,6%	2,5%	2,2%	4,3%	5,8%
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 Kliszczyk

+48 22 438 24 02

kamil.kliszczyk@mbank.pl

Wyniki za 3Q okazały się 16% lepsze od naszych oczekiwań i po 9M wykonanie naszej rocznej prognozy sięga na EBITDA LIFO 86%. Zaskoczenie kwartalne przy tak słabych bieżących odczytach makro to zbyt mało, aby odwrócić trend, szczególnie że słaby sentyment utrzymuje się do całego sektora. Na bazie średnich cyklicznych rentowności Spółka jest już atrakcyjnie wyceniana (EV/EBITDA'22-23=4,3x), ale zdecydowanie lepiej pod tym względem prezentuje się dziś Lotos (3,2x) czy węgierski MOL (3,9x), które dodatkowo oferują atrakcyjniejsze profile FCF w najbliższych latach. W tym kontekście na razie utrzymujemy neutralną rekomendację. W perspektywie najbliższych miesięcy zakładamy dalsze pogorszenie marżowości w petrochemii (presja podażowa), ale może to być kompensowane wyższymi marżami w detalu, co doskonale obrazują odczyty z paździenika. Rynek może wciąż negatywnie reagować na wzmożoną aktywność Spółki w zakresie narodowej walki z COVID'19 (wydane >160 mln PLN w 2-3Q i zaangażowanie w budowę szpitali polowych). Nie pomagają również doniesienia o możliwym przejęciu wydawców prasy lokalnej w ramach rządowego planu repolonizacji mediów. Jeśli chodzi o front M&A to ważna będzie kwestia potencjalnej umowy z partnerem JV w ramach środków zaradczych w fuzji z Lotosem, gdyż naszym zdaniem obecne otoczenie nie sprzyja uzyskaniu atrakcyjnych warunków zapowiadanej wymiany aktywów, co może pogarszać ekonomikę tej transakcji.

Cena bieżąca

41,01 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

56,37 PLN

+37,5%

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

Podstawowe dane			PKN PW	vs. WIG
Ticker	PKN PW	Zmiana 1M	-6,7%	-3,1%
ISIN	PLPKN0000018	Zmiana YTD	-51,7%	-33,4%
Liczba akcji (mln)	427,7	Średni obrót 1M	57,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	17 540,3	Średni obrót 6M	67,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	36 169,4	EV/EBITDA 12M fwd	4,0	-22,3%
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	3,2	4,1	7,4	9,3	6,4
P/BV	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	2,3	2,7	4,9	4,8	4,0
DPS	3,00	3,50	1,00	1,00	2,65
DYield	7,3%	8,5%	2,4%	2,4%	6,5%
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.	2,8	2,7	4,7	4,7	4,5
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 (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Podtrzymujemy naszą opinię, iż CEZ ze swoim współczynnikiem emisji na poziomie 0,34t/MWh stanowi idealną ekspozycję na perspektywę zaostrzenia celów redukcji emisji CO₂ w UE i związaną z tym reformę systemu ETS. Wkrótce zaktualizujemy nasze prognozy zgodnie z nową ścieżką cenową. 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. W przypadku ogłoszonej już sprzedaży aktywów rumuńskich spodziewamy się pozytywnego zaskoczenia jeśli chodzi o poziom ceny, która powinna zostać opublikowana w raporcie za 3Q (~10x EV/EBITDA vs obecny wskaźnik CEZ w okolicach 6,5x, co implikowałoby około 5% dodatkowej wartości względem bieżącej kapitalizacji). Przypominamy, że udział bezpiecznych/czystych biznesów w EBITDA przekracza 50%, co przy ponadprzeciętnej stopie dywidendy nie uzasadnia tak dużego dyskonta do spółek porównywalnych. Rekomendacja kupuj pozostaje bez zmian.

Cena bieżąca

455,00 CZK

potencjał zmiany

Cena docelowa

514,80 CZK

+13,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	514,80 CZK	2020-10-02

Podstawowe dane			CEZ CP	vs. WIG
Ticker	CEZ CP	Zmiana 1M	+3,9%	+7,4%
ISIN	CZ0005112300	Zmiana YTD	-4,3%	+13,9%
Liczba akcji (mln)	538,0	Średni obrót 1M	78,0 mln CZK	
MC (mld CZK)	244,8	Średni obrót 6M	88,1 mln CZK	
EV (mld CZK)	409,2	EV/EBITDA 12M fwd	7,0	-2,4%
Free float	30,2%	EV/EBITDA 5Y avg	7,2	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln CZK)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	184 486	206 192	222 619	217 213	217 452
EBITDA	49 664	60 305	63 772	57 884	53 957
marża EBITDA	26,9%	29,2%	28,6%	26,6%	24,8%
EBIT	19 759	26 429	35 543	29 156	25 258
Zysk netto	10 327	14 373	21 761	15 534	11 834
P/E	23,7	17,0	11,2	15,8	20,7
P/BV	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
EV/EBITDA	8,1	6,8	6,4	7,2	7,7
DPS	32,71	23,86	34,00	36,40	25,99
DYield	7,2%	5,2%	7,5%	8,0%	5,7%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Energia (EUR/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
EUR/CZK			0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

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

Model DCF

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

Bilans i CF

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

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Enea zawieszona (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Kurs Enei wpisał się w fatalny sentyment do sektora w październiku, choć zachowywał się nieco lepiej niż miało to miejsce w przypadku PGE czy Tauronu. Nadal uważamy, że w scenariuszu separacji aktywów węglowych wraz z możliwym do obsłużenia długiem, Enea oferuje największy potencjał wzrostu. Aktywa węglowe generują relatywnie wysoki strumień EBITDA i teoretycznie do „brudnej” spółki można alokować znaczną część zadłużenia Grupy. Aktualna wycena na wskaźniku EV/EBITDA wyraźnie odbiega od średniej sektorowej (2,8x dla lat 2020-21), a w przypadku wydzielenia długu z aktywami węglowymi do poziomu 3x EBITDA, ten wskaźnik spada do 1,8x (dla spółki czystej, w której 78% zysków generowałaby dystrybucja). Dodatkowym argumentem za przeważaniem Enei w energetycznym portfelu są też tegoroczne wyniki z oczekiwana realizacja naszej rocznej prognozy EBITDA po 9M na poziomie 80%.

Cena bieżąca Cena docelowa

5,00 PLN

-

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

Podstawowe dane			ENA PW	vs. WIG
Ticker	ENA PW	Zmiana 1M	-15,3%	-11,8%
ISIN	PLENEA000013	Zmiana YTD	-36,8%	-18,6%
Liczba akcji (mln)	441,4	Średni obrót 1M		2,3 mln PLN
MC (mln PLN)	2 207,2	Średni obrót 6M		3,6 mln PLN
EV (mln PLN)	9 786,1	EV/EBITDA 12M fwd	3,3	-21,0%
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	3,2	5,2	2,1	1,7	1,9
P/BV	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
EV/EBITDA	3,7	2,7	3,1	2,5	2,5
DPS	0,00	0,00	0,00	0,24	0,57
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	4,8%	11,5%
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.	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.klischcz@mbank.pl

Decyzja WZA o wycofaniu Spółki z notowań na GPW, pomimo sprzeciwu zgłoszonego przez mniejszościowych akcjonariuszy, wydaje się przesądzać los Energi, szczególnie że odpowiedni wniosek został już złożony do KNF. W przypadku zatwierdzenia go przez nadzorcę, zakończymy publikację naszych prognoz dla Spółki.

Cena bieżąca Cena docelowa

8,31 PLN

-

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

Podstawowe dane			ENG PW	vs. WIG
Ticker	ENG PW	Zmiana 1M	+0,2%	+3,8%
ISIN	PLENERG00022	Zmiana YTD	+17,4%	+35,6%
Liczba akcji (mln)	414,1	Średni obrót 1M		2,3 mln PLN
MC (mln PLN)	3 440,9	Średni obrót 6M		1,6 mln PLN
EV (mln PLN)	9 778,9	EV/EBITDA 12M fwd	4,8	+10,5%
Free float	48,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,3	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	10 337	12 172	12 413	11 753	11 725
EBITDA	1 877	2 039	1 883	2 102	2 102
marża EBITDA	18,2%	16,8%	15,2%	17,9%	17,9%
EBIT	1 176	459	704	812	816
Zysk netto	739	-952	318	409	414
P/E	4,7	-	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

PGE opublikowała w październiku założenia strategii do roku 2030 z perspektywą do 2050, w której zadeklarowała osiągnięcie w tym horyzoncie neutralności klimatycznej m.in. poprzez inwestycje w źródła odnawialne i dystrybucję (75 mld PLN przez najbliższe 10 lat) oraz separację aktywów węglowych (optymalnie do końca przyszłego roku). Kluczowa w obecnej sytuacji kwestia oczyszczenia profilu inwestycyjnego ze śladu węglowego została potwierdzona, również przez obecnych na prezentacji ministrów aktywów państwowych i klimatu. Jeszcze rok temu taki scenariusz rynek uznałby za nierealnie pozytywny, a tymczasem obecnie mimo jego stopniowej materializacji, notowania Spółki wracają w okolice historycznych minimów (PGE była w październiku najgorsza w WIG-Energia). W naszej opinii zarysowana transformacja sektora przyniesie zmiany na lepsze z punktu widzenia akcjonariuszy mniejszościowych, ale re-rating PGE będzie postępował powoli w miarę realizacji tych zapowiedzi. Poza ogólnym zarysem koncepcji separacji węgla, wciąż bardzo niewiele wiadomo na ten temat (wycena, finansowanie brudnych aktywów, konsolidacja), a ryzykiem pozostają opór strony społecznej i powodzenie procesu wygaszania kopalni węgla (porozumienie z górnikami ma wiele kuriozalnych zapisów, a zgoda KE na taką pomoc publiczną nie jest pewna). Dodatkowo w strategii zabrakło odniesienia do polityki dywidendowej i generalnie uzasadnienia podejmowanych decyzji w kontekście budowania wartości dla akcjonariuszy. Potencjalnym zagrożeniem dla sentymentu jest również możliwe czasowe zawieszenie płatności mocowych (pozew Tempus Energy przeciwko KE będzie w najbliższych tygodniach rozpatrywany przez Trybunał UE).

Cena bieżąca

5,16 PLN

Cena docelowa

-

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

Podstawowe dane			PGE PW	vs. WIG
Ticker	PGE PW	Zmiana 1M	-23,9%	-20,3%
ISIN	PLPGER000010	Zmiana YTD	-35,2%	-17,0%
Liczba akcji (mln)	1 869,8	Średni obrót 1M		14,0 mln PLN
MC (mln PLN)	9 644,3	Średni obrót 6M		24,4 mln PLN
EV (mln PLN)	21 626,8	EV/EBITDA 12M fwd	3,2	-23,8%
Free float	42,6%	EV/EBITDA 5Y avg	4,3	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

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

Polenergia kupuj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Spółka jest idealnie spozycjonowana na średnioterminowe trendy regulacyjne w sektorze, jak zaostrenie celu redukcji emisji w UE (wpływ na wzrost cen CO₂ i rentowność zero/nisko emisyjnych źródeł) czy zmianę nastawienia polskiego rządu do inwestycji w OZE (ustawa 10H, ustawa offshore, rynek zielonych certyfikatów, popyt aukcyjny). Biorąc pod uwagę backlog projektów i potencjał finansowy szacujemy, że Polenergia może w ciągu najbliższych 5 lat rozbudować swoje aktywa wytwórcze o około 300 MW w wietrze i 120 MW w fotowoltaice. Rozpoczęte inwestycje mają już zabezpieczone finansowanie, a bilansowy potencjał wkładu własnego pozwala naszym zdaniem na realizację projektów o wartości >3 mld PLN w perspektywie 5 lat. Bardzo ciekawym aktywnem są też koncesje offshore, aczkolwiek uwolnienie tego potencjału (NPV pierwszego etapu szacujemy na 0,77 mld PLN) wymagać będzie emisji akcji lub pozyskania dodatkowego partnera. Pozytywnie oceniamy nowe inicjatywy w segmencie obrotu, szczególnie linię usług agregacji OZE, która już w tym roku dołoży ~6 mln PLN dodatkowej marży (wolumen energii z instalacji OZE bez prosumenckich podwoi się w perspektywie 2025 roku). Oczekujemy, że pozytywny sentyment do szeroko rozumianego sektora OZE będzie się utrzymywał (regulacje, napływy do funduszy ESG, niskie koszty finansowania, spadek cen technologii), co będzie prowadzić do dalszego re-ratingu wyceny (branżowy EV/EBITDA wzrósł w ostatnich 5 latach o 30%, a Polenergia wciąż jest notowana z 15% dyskontem do grupy porównawczej). Rekomendacja kupuj pozostaje bez zmian. Wezwanie ze strony Brookfield Partners powinno wspierać kurs, gdyż rynek będzie zapewne oczekiwał podwyższenia ceny z zaproponowanych 47 PLN.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
EBITDA skor.	184	275	276	291	319
Onshore	91	175	229	230	281
Fotowoltaika	0	0	3	3	3
Gaz	110	81	19	38	14
Dystrybucja	14	15	16	18	20
Obrót	-16	15	22	15	15
Pozostałe	-15	-10	-13	-13	-13
Saldo finansowe	-43	-24	-43	-50	-64
Produkcja energii TWh	1,38	1,49	1,48	1,54	1,80
wiatr	0,62	0,74	0,72	0,74	1,00
PV	0,00	0,00	0,01	0,01	0,01
gaz	0,76	0,75	0,75	0,79	0,79
Moce wiatrowe w MW	246	249	249	268	365
Moce PV w MW	0	0	8	8	8
WRA w mln PLN	86	92	96	117	127

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Energia (PLN/MWh)	266,7	235,0	253,7	257,0	264,2	255,9	263,1	270,8	279,0	287,7	287,7
Zielony certyfikat	140,0	148,6	157,7	167,3	177,6	188,5	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0
CO ₂ (EUR/t)	24,7	30,0	32,0	34,1	36,3	38,7	41,3	44,0	46,9	50,0	50,0
Przychody	1 689	1 843	2 044	2 151	2 286	2 281	2 407	2 503	2 633	2 729	2 729
EBITDA	276	291	319	362	424	437	491	510	561	572	522
marża EBITDA	16,4%	15,8%	15,6%	16,9%	18,6%	19,2%	20,4%	20,4%	21,3%	21,0%	19,1%
EBIT	173	183	194	218	267	267	317	323	359	357	322
Podatek	33	35	37	41	51	51	60	61	68	68	61
CAPEX	-296	-474	-547	-459	-387	-404	-410	-410	-338	-200	-200
Kapitał obrotowy	24	-2	-3	-2	-2	0	-2	-1	-2	-1	-1
FCF	-29	-220	-267	-140	-16	-17	19	37	152	303	260
PV FCF	-29	-205	-238	-118	-13	-13	14	26	101	188	0
WACC	6,6%	5,9%	5,1%	4,7%	4,8%	4,9%	5,1%	5,3%	5,7%	6,3%	
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%

Cena bieżąca

50,00 PLN

potencjał zmiany
Cena docelowa

62,99 PLN

+26,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	62,99 PLN	2020-10-30

Podstawowe dane	PEP PW	Zmiana IM	PEP PW	vs. WIG
Ticker	PEP PW	Zmiana IM	+4,0%	+7,5%
ISIN	PLPLSEP00013	Zmiana YTD	+85,9%	+104,1%
Liczba akcji (mln)	45,4	Średni obrót 1M		0,4 mln PLN
MC (mln PLN)	2 272,2	Średni obrót 6M		0,6 mln PLN
EV (mln PLN)	2 831,9	EV/EBITDA 12M fwd	12,4	+77,0%
Free float	32,4%	EV/EBITDA 5Y avg	7,0	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	3 449	2 597	1 689	1 843	2 044
EBITDA	179	262	276	291	319
marża EBITDA	5,2%	10,1%	16,4%	15,8%	15,6%
EBIT	84	160	173	183	194
Zysk netto	3	109	106	108	105
P/E	667,5	20,8	21,5	21,0	21,5
P/BV	1,9	1,8	1,6	1,5	1,4
EV/EBITDA	16,0	10,6	10,3	10,6	10,7
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz		2020P	2021P	2022P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Energia (PLN/MWh)		0,0%	0,0%	0,0%	
Zielony certyfikat (PLN/MWh)		0,0%	0,0%	0,0%	
CO ₂ (EUR/t)		0,0%	0,0%	0,0%	

Bilans i CF

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
CF operacyjny	112	263	276	263	292
CFO/EBITDA	61%	95%	100%	90%	91%
Capex	29	87	296	474	547
Kapitał obrotowy	22	50	25	28	31
Kapitał własny	1 185	1 294	1 400	1 508	1 614
Dług netto	594	495	559	819	1 138
Dług netto/EBITDA (x)	3,3	1,9	2,0	2,8	3,6

Analiza porównawcza

		P / E		EV / EBITDA		
mediana	20P	21P	22P	20P	21P	22P
wiatr	25,5	21,6	21,4	11,6	11,1	11,0
PV	76,5	57,9	57,3	18,0	17,8	14,9
energ. konw.	14,1	12,8	12,2	8,5	8,4	8,3
wsk. ważony	23,8	20,2	19,9	11,1	10,7	10,5

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdyskontowana wartość FCF	3 268
Dług netto	495
Inne korekty	154
Wycena DCF na akcję (PLN)	64,38

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	54,12
DCF	50%	64,38
średnia		59,25
Koszt kapitału 9M		8,5%
Cena docelowa za 9M		62,99

Tauron zawieszona (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Tauron, podobnie jak cały indeks sektorowy, ma za sobą fatalny miesiąc, co należy wiązać głównie z obawami inwestorów o tempo transformacji sektora. Z jednej strony kierunek zmian po raz kolejny został oficjalnie potwierdzony przez ministrów aktywów państwowych i klimatu przy okazji prezentacji strategii PGE, niemniej jednak brak konkretnych rozwiązań na stole sugeruje, iż ten proces będzie znacznie bardziej rozłożony w czasie niż oczekiwano jeszcze w lipcu. Restrukturyzacja sektora wydobywczego w Spółce jest dopiero tematem rozmów ze stroną społeczną i nic nie wskazuje na to, aby problematyczne kopalnie zostały szybko zamknięte lub przejęte przez państwo. Separacja aktywów węglowych w przypadku Tauronu również może okazać się bardziej skomplikowana z uwagi na konieczność zapewnienia finansowania dla wydzielanej „brudnej” spółki, która będzie relatywnie mniej rentowna niż analogiczne podmioty z PGE czy Enei. Istotnym katalizatorem mogłaby być finalizacja sprzedaży Tauron Ciepło (negocjacje przedłużone do końca listopada), ale obawiamy się że ta dezinvestycja nie dojdzie do skutku w tym roku (zmiany w Zarządzie PGNiG, perspektywa połączenia PGN/PKN).

Cena bieżąca

1,86 PLN

Cena docelowa

-

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

Podstawowe dane			TPE PW	vs. WIG
Ticker	TPE PW	Zmiana 1M	-19,4%	-15,9%
ISIN	PLTAURN00011	Zmiana YTD	+13,3%	+31,5%
Liczba akcji (mln)	1 752,5	Średni obrót 1M		7,0 mln PLN
MC (mln PLN)	3 256,2	Średni obrót 6M		17,7 mln PLN
EV (mln PLN)	18 179,7	EV/EBITDA 12M fwd	4,4	-5,4%
Free float	59,6%	EV/EBITDA 5Y avg	4,6	dyskonto

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	15,9	-	4,9	2,7	2,7
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	3,9	4,8	5,1	4,5	4,0
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
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 = 7,2x, 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 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 strony spółka ogłosiła ostatnio przegląd opcji strategicznych. Sądzymy, że sprzedaż mniejszościowego pakietu (50% - jedna akcja) jest najbardziej prawdopodobna. Trzeba się liczyć także z faktem, że po sprzedaży Towerco przez Play do Cellenex, zainteresowane infrastrukturą mobilną CPS może być nieco niższe (niemniej jednak, do pomysłu sprzedaży wiesz podchodzimy pozytywnie).

Cena bieżąca

26,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

26,30 PLN

+1,2%

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

Podstawowe dane			CPS PW	vs. WIG
Ticker	CPS PW	Zmiana 1M	-3,0%	+0,5%
ISIN	PLCFRPT00013	Zmiana YTD	-5,8%	+12,5%
Liczba akcji (mln)	639,5	Średni obrót 1M	13,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	16 628,1	Średni obrót 6M	13,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	29 415,5	EV/EBITDA 12M fwd	6,7	-0,3%
Free float	33,5%	EV/EBITDA 5Y avg	6,7	dyskonto

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	19,9	15,1	14,7	11,3	10,2
P/BV	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0
EV/EBITDA	7,4	7,0	7,2	6,7	6,6
DPS	0,00	0,93	0,35	1,58	1,25
DYield	0,0%	3,6%	1,3%	6,1%	4,8%
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

4,55 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

4,40 PLN

-3,3%

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

Podstawowe dane		NET PW	vs. WIG
Ticker	NET PW	Zmiana 1M	+1,1% +4,7%
ISIN	PLNETIA00014	Zmiana YTD	+2,9% +21,2%
Liczba akcji (mln)	337,0	Średni obrót 1M	0,2 mln PLN
MC (mln PLN)	1 533,6	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN
EV (mln PLN)	2 041,9	EV/EBITDA 12M fwd	4,5 -8,1%
Free float	33,0%	EV/EBITDA 5Y avg	4,9 dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	1 373	1 297	1 280	1 278	1 290
EBITDA	356	457	439	439	436
marża EBITDA	25,9%	35,2%	34,3%	34,3%	33,8%
EBIT	76	71	77	85	88
Zysk netto	65	48	52	58	60
P/E	23,7	32,2	29,3	26,5	25,5
P/BV	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	4,8	4,4	4,6	4,4	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	
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 Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Podtrzymujemy pozytywne podejście do Orange Polska. Głównymi argumentami są: poprawa w stacjonarnej części Orange (ARPO z usług tylko stacjonarnych wzrosło o 6,3% R/R w 3Q'20 po wzroście o 5,6% R/R w 2Q'20), szybkie tempo wzrostu bazy klientów FTTH (+54 tys. w ciągu 3Q'20, R/R wzrost o bazy o 40%!), odbudowa poziomu cen w obszarze mobilnym i konwergentnym oraz postępująca redukcja kosztów. Spółka jest wyceniana obecnie na atrakcyjnym poziomie EV/EBITDA = 4,8x. 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 jest zbliżona. Jeśli przyjąłoby, że cena płacona przez Iliad za akcje PLY jest właściwa, to okazuje się że rynek nie przykłada dużej wartości do części stacjonarnej Orange Polska. Tymczasem, ze światłowodu Orange korzysta już >660 tys. klientów w >150 miejscowościach w Polsce, a zasięg sieci FTTH to 4,8 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

6,39 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

8,30 PLN

+29,9%

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

Podstawowe dane			OPL PW	vs. WIG
Ticker	OPL PW	Zmiana 1M	-7,9%	-4,3%
ISIN	PLTLKPL00017	Zmiana YTD	-10,3%	+8,0%
Liczba akcji (mln)	1 312,0	Średni obrót 1M	11,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	8 383,7	Średni obrót 6M	11,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	16 575,1	EV/EBITDA 12M fwd	4,8	+1,0%
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	838,4	91,8	34,4	18,5	13,5
P/BV	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	5,3	5,2	4,8	4,4	4,3
DPS	0,00	0,00	0,00	0,25	0,25
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	3,9%	3,9%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
klienci konwergentni (tys.)	1 547	1 697	1 807	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
EBITDA 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 - zysk. 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%
Zdykontowana 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 (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

We wrześniu opublikowaliśmy raport analityczny na Play z rekomendacją kupuj. Podkreśliliśmy 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 obniżyliśmy w październiku rekomendację do redukuj. Naszym zdaniem kluczową ideą Iliad będzie wprowadzenie Play na rynek stacjonarny. W przypadku przejścia 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. Sprzedaż wież Play do Cellenex nie zmienia naszego postrzegania.

Cena bieżąca

38,78 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

35,20 PLN

-9,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	redukuje	35,20 PLN	2020-10-02

Podstawowe dane			PLY PW	vs. WIG
Ticker	PLY PW	Zmiana 1M	+0,4%	+3,9%
ISIN	LU1642887738	Zmiana YTD	+16,3%	+34,5%
Liczba akcji (mln)	253,7	Średni obrót 1M	74,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	9 838,5	Średni obrót 6M	42,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	16 614,2	EV/EBITDA 12M fwd	6,3	+7,1%
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	10,5	10,5
P/BV	-	30,6	11,9	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

Podtrzymujemy neutralne nastawienie do Agory. Coraz ostrzejsze restrykcje wobec pandemii oraz wzrost ilości zakażonych w ostatnich dniach negatywnie działają na wielkość generowanych wyników sieci kin Helios, a także osłabiają sentyment na rynku reklamy, który dopiero co nieco złagodził się po pierwszej fali pandemii COVID'19. Spółka ma też przed sobą publikację wyników za 3Q'20, która będzie naszym zdaniem negatywnie odebrana przez rynek. Wynik EBITDA bez MSSF16 szacujemy na 14,0 mln PLN, co oznacza spadek o blisko 50% r/r. Kluczowy segment Film i Książka powinien wygenerować stratę EBITDA ex. MSSF16 rzędu 13 mln PLN, z/w na spadek ilości sprzedanych biletów do kin o ok. 65-70% r/r oraz niższą sprzedaż w barach. Poprawa wyników, której oczekujemy w segmentach Internet, Radio i Prasa+Druk będzie drugorzędna wobec narastających ryzyk związanych z pandemią. Kluczowym argumentem in plus w przypadku Agory to zawarcie umów kredytowych (100 mln PLN dla spółki matki i 40 mln PLN dla Heliosa).

Cena bieżąca

4,85 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

8,60 PLN

+77,3%

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

Podstawowe dane			AGO PW	vs. WIG
Ticker	AGO PW	Zmiana 1M	-22,3%	-18,7%
ISIN	PLAGORA00067	Zmiana YTD	-53,4%	-35,1%
Liczba akcji (mln)	46,6	Średni obrót 1M		0,1 mln PLN
MC (mln PLN)	225,9	Średni obrót 6M		0,1 mln PLN
EV (mln PLN)	1 000,7	EV/EBITDA 12M fwd	7,1	+30,5%
Free float	76,9%	EV/EBITDA 5Y avg	5,5	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	1 141	1 250	892	1 080	1 191
EBITDA	84	183	56	147	186
marża EBITDA	7,4%	14,6%	6,2%	13,6%	15,6%
EBIT	0	25	-112	-19	22
Zysk netto	5	4	-137	-43	-5
P/E	49,4	63,9	-	-	-
P/BV	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	2,6	5,0	18,0	6,7	5,3
DPS	0,50	0,50	0,00	0,00	0,50
DYield	10,3%	10,3%	0,0%	0,0%	10,3%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
rozpowsz. GW (tys.)	106	98	94	93	91
sprzed. bilety do kin (mln)	12,4	14,0	9,7	14,4	15,1
ATP (PLN)	19,1	18,5	15,9	15,9	16,5
RPH (PLN)	7,3	7,9	7,4	7,5	7,8
Przychody	1 141	1 250	892	1 080	1 191
prasa i druk	286	255	229	235	239
film i książka	419	522	329	448	480
reklama zewnętrzna	172	184	110	137	169
internet	178	209	166	196	228
radio	116	113	79	89	103
druk	-	-	-	-	-
wyłączenia	-29	-33	-22	-26	-27
EBITDA ex. MSSF16	86	104	-23	69	108
marża	7,6%	8,4%	-2,5%	6,4%	9,0%
Zysk netto	5,1	3,5	-136,9	-42,5	-5,5

Model DCF

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

Bilans i CF

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

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Wirtualna Polska redukuje (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Podtrzymujemy nasze negatywne niekonsensusowe podejście do spółki. Choć w 3Q'20 widoczna była poprawa koniunktury na rynku reklamy online, w efekcie czego część spółki wykaskonowana na ten rynek powinna poprawić obroty o ok. 8% R/R, to jednak spodziewamy się kolejny kwartał z rzędu bardzo słabych wyników części e-commerce. Spółka będzie borykać się z segmentem turystyki, 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 9M'20 nie sposób nadrobić do końca roku. W długim terminie kluczowym ryzykiem jest w naszej opinii wejście Cyfrowego Polsatu na główny rynek działalności Wirtualnej Polski. Spółka jest notowana na EV/EBITDA'21 = 11,2x, 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

73,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

63,10 PLN

-13,8%

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

Podstawowe dane			WPL PW	vs. WIG
Ticker	WPL PW	Zmiana 1M	+7,6%	+11,2%
ISIN	PLWRTPL00027	Zmiana YTD	+4,9%	+23,1%
Liczba akcji (mln)	29,7	Średni obrót 1M	0,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 170,5	Średni obrót 6M	0,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	2 486,5	EV/EBITDA 12M fwd	11,0	+7,8%
Free float	53,0%	EV/EBITDA 5Y avg	10,2	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	567	709	593	729	812
EBITDA	163	209	169	219	243
marża EBITDA	28,7%	29,5%	28,5%	30,0%	29,9%
EBIT	107	130	91	142	164
Zysk netto	74	69	58	101	121
P/E	29,4	31,5	37,3	21,5	17,9
P/BV	4,6	4,2	4,0	3,5	3,2
EV/EBITDA	15,2	12,0	14,7	11,2	9,8
DPS	0,96	1,00	1,00	1,00	1,72
DYield	1,3%	1,4%	1,4%	1,4%	2,3%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

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

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

Podtrzymujemy pozytywne podejście do Asseco Poland. Spółka opublikowała informację o zysku netto w 3Q'20. Wyniósł on 90,1 mln PLN i był 3,5% powyżej naszej prognozy i 14,8% wyższy R/R. Asseco Poland pozostaje więc w korzystnym momentum wyników, niespotykanym od dłuższego czasu. Nasza prognoza zysku netto na cały 2020 r., tj. 363 mln PLN, jest zrealizowana w 74% po 9M. Spółka jest więc wyceniona obecnie na P/E'20 = 14,9x, poniżej mediany dla spółek porównywalnych. Stąd, liczymy na wzrost notowań Asseco Poland w listopadzie'20. Liczymy także na wstępny pozytywny guidance na 2021 r. na konferencji po wynikach 3Q'20.

Cena bieżąca

65,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

80,70 PLN

+24,2%

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

Podstawowe dane			ACP PW	vs. WIG
Ticker	ACP PW	Zmiana 1M	-2,8%	+0,7%
ISIN	PLSOFTB000016	Zmiana YTD	+7,2%	+25,4%
Liczba akcji (mln)	83,0	Średni obrót 1M		6,1 mln PLN
MC (mln PLN)	5 395,0	Średni obrót 6M		4,7 mln PLN
		P/E 12M fwd	12,9	+1,3%
Free float	68,0%	P/E 5Y avg	12,7	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	9 329	10 667	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	16,2	16,7	14,9	13,6	12,8
P/BV	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
P/S	0,58	0,51	0,45	0,43	0,42
DPS	3,01	3,07	3,01	3,01	3,01
DYield	4,6%	4,7%	4,6%	4,6%	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 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 Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Podtrzymujemy pozytywne podejście do Comarchu. Nasz poziom ceny docelowej to 247,60 PLN, co implikuje ponad bisko 30% potencjał wzrostu. Spółka jest wyceniana obecnie na poziomie EV/EBITDA'20 = 6,5x i 17,0x na P/E'20. Dyskonto do spółek porównywalnych to odpowiednio 42% i 23%. Sądzymy, że tak duży poziom dyskonta nie utrzyma się długo, zwłaszcza że spółka w ostatnich tygodniach poinformowała o kilku kontraktach międzynarodowych, co wzmocni jej pozycję na rynku globalnym. Zwłaszcza umowa z Vodafone w Nowej Zelandii na 300 mln PLN jest naszym zdaniem bardzo dobrą referencją. Jednocześnie zwracamy uwagę inwestorów, że w krótkim terminie sentyment do Comarchu mogą osłabić spekulacje na temat nowego kontaktu na utrzymanie systemu KSI w Zakładzie Ubezpieczeń Społecznych. Comarch złożył w tym przetargu najtańszą ofertę, o wartości 165,8 mln PLN netto. Drugą ofertę o wartości 234,9 mln PLN złożyło Asseco Poland. Duża różnica w ofertach prowokuje pytania o poziom rentowności na kontrakcie dla ZUS, zwłaszcza w kontekście podobnego układu zdarzeń w 2018 r. (wtedy także oferta Comarchu była znacznie niższa niż konkurentów).

Cena bieżąca

198,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

247,60 PLN

+25,1%

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

Podstawowe dane			CMR PW	vs. WIG
Ticker	CMR PW	Zmiana 1M	-3,4%	+0,2%
ISIN	PLCOMAR00012	Zmiana YTD	+6,7%	+25,0%
Liczba akcji (mln)	8,1	Średni obrót 1M		1,0 mln PLN
MC (mln PLN)	1 610,4	Średni obrót 6M		0,8 mln PLN
EV (mln PLN)	1 515,1	EV/EBITDA 12M fwd	6,0	-18,3%
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	52,6	15,4	17,0	15,1	15,1
P/BV	1,8	1,7	1,5	1,4	1,3
EV/EBITDA	11,0	6,9	6,5	6,2	6,0
DPS	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
DYield	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
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

We wrześniu'20 rozpoczęliśmy pokrycie analityczne Sygnity. Spółka jest producentem oprogramowania IT dla różnych sektorów gospodarki w Polsce. Niegdyś Sygnity było drugą co do wielkości grupą IT w Polsce z rocznymi obrotami 1,2 mld PLN. W latach 2014-17 sytuacja finansowa podmiotu znacznie pogorszyła się. W 3Q'17 Sygnity naruszyło kowenanty i podpisało umowę standstill z bankami i obligatariuszami. W czerwcu'18 podpisano umowę restrukturyzacyjną z podmiotami finansującymi i partnerami biznesowymi, a wkrótce doszło do dwóch podwyższeń kapitału. Z pozyskanych środków częściowo spłacono obligatariuszy. Przez ostatnie kilka kwartałów spółka realizowała szereg inicjatyw mających na celu: (1) racjonalizację kosztów, (2) zmianę struktury przychodów w kierunku rozwiązań własnych, (3) segmentową dywersyfikację przychodów oraz (4) wygaszanie nierentownych projektów i dostaw sprzętu. Dziś, Sygnity ze stabilnymi R/R przychodami na poziomie 250 mln PLN osiąga wysoką rentowność (ok. 30% marża brutto na sprzedaży), generowaną głównie z rozwiązań własnych, bez problematycznego podwykonawstwa. Dzięki temu Sygnity generuje wysoki FCFE = 27-32 mln PLN, co implikuje wysoki Yield rzędu 16-20%. 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 = 4,3x oraz 6,5x odpowiednio.

Cena bieżąca

7,22 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

10,70 PLN

+48,2%

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

Podstawowe dane			SGN PW	vs. WIG
Ticker	SGN PW	Zmiana 1M	-6,0%	-2,4%
ISIN	PLCMPLD00016	Zmiana YTD	+184,3%	+202,5%
Liczba akcji (mln)	22,8	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	164,3	Średni obrót 6M	0,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	232,8	EV/EBITDA 12M fwd	3,6	+8,2%
Free float	100,0%	EV/EBITDA 5Y avg	3,4	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	-	10,3	6,5	5,8	5,7
P/BV	5,0	2,5	1,8	1,4	1,1
EV/EBITDA	-	6,9	4,3	3,7	3,1
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			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%
Zdykontowana 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 pozostał na podobnym poziomie m/m. Dnia 17 listopada 2020 roku spółka zaraportuje wyniki za 3Q'20. Pomimo wydania trzeciego z serii dodatków do Frostpunk pod tytułem On The Edge oraz rozliczenia przychodów ze sprzedaży Season Pass, oczekujemy spadku sprzedaży o 5% r/r do 17,9 mln PLN, co wynika z wymagającej bazy porównawczej (w 3Q'19 premierę na PC miała gra Children of Morta). Jednocześnie uwzględniamy brak dodatkowego kosztu związanego z rozliczeniem programu motywacyjnego w kwocie (2 mln PLN; cały program został już rozliczony w poprzednich kwartałach) oraz szacujemy niższe koszty tantiem r/r w 3Q'20. W październiku prowadzona była zbiórka na Frostpunk: The Board Game na Kickstarter. Zgodnie z aktualizacją z 31 października projekt w dniach 5-29 października zebrał 2,5 mln EUR (vs. 225 tys. EUR zakładane), a zbiórkę wsparło 18 976 ludzi. Biorąc pod uwagę plany wydawnicze spółki kolejna premiera gry od 11B będzie miała miejsce w 2021 roku (mobilna wersja Frostpunk oraz projekt wydawniczy).

Cena bieżąca
Cena docelowa

484,00 PLN

potencjał zmiany

493,00 PLN

+1,9%

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

Podstawowe dane			11B PW	vs. WIG
Ticker	11B PW	Zmiana 1M	+0,4%	+4,0%
ISIN	PL11BTS00015	Zmiana YTD	+21,0%	+39,2%
Liczba akcji (mln)	2,4	Średni obrót 1M	2,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 179,6	Średni obrót 6M	5,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 085,5	EV/EBITDA 12M fwd	30,5	+101,9%
Free float	79,4%	EV/EBITDA 5Y avg	15,1	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	22,3	56,6	30,4	48,4	9,7
P/BV	12,3	9,9	7,4	6,4	3,9
EV/EBITDA	20,6	36,6	20,3	29,4	6,4
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA			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 (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Najważniejszą informacją w CDR było ogłoszenie przesunięcia premiery gry Cyberpunk 2077 z 19 listopada na 10 grudnia. Zarząd spółki tłumaczył przesunięcie potrzebą dodatkowego czasu przede wszystkim ze względu na aspekty techniczne związane z wydaniem gry na 9 różnych platform. Dodatkowo zarząd zwracał uwagę na wysoką złożoność gry, co przekłada się na wydłużenie procesu eliminacji błędów. Naszym zdaniem nowe okno wydawnicze jest mniej konkurencyjne od listopadowego, w którym premiery będą miały obie konsole nowej generacji oraz m.in Assassin's Creed Valhalla (10.11), Destiny 2: Beyond Light (10.11), Goodfall (12.11). Kurs CDR zareagował negatywnie na informację o przesunięciu premiery. Podobną negatywną reakcję można było zaobserwować na liście Steam Global Top Sellers, na której Cyberpunk 2077 w dniu ogłoszenia premiery był na czołowych miejscach, a po ogłoszeniu przesunięcia spadł poza 2000 pierwszych pozycji (obecnie gra wróciła do 10 najchętniej kupowanych pozycji). Uwzględniając nową datę premiery, przesuwamy część sprzedaży Cyberpunk 2077 na 2021 rok. Obecnie szacujemy sprzedaż gry na poziomie 11 mln kopii w 2020 roku oraz 22,6 mln kopii w 2021 roku. W listopadzie oczekujemy intensyfikacji działań marketingowych, co wraz z oczekiwanymi wysokimi pozycjami Cyberpunk 2077 na Steam Global Top Sellers powinno wspierać kurs CDR. Uwzględniając nasze nowe szacunki, nieznacznie obniżamy naszą cenę docelową podtrzymując rekomendację akumuluj.

Cena bieżąca

381,20 PLN

potencjał zmiany
Cena docelowa

421,60 PLN

+10,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	akumuluj	421,60 PLN	2020-11-05
poprzednia	akumuluj	429,10 PLN	2020-10-02
Podstawowe dane			
Ticker	CDR PW	Zmiana 1M	-4,0%
ISIN	PLOPTTC00011	Zmiana YTD	+36,4%
Liczba akcji (mln)	102,1	Średni obrót 1M	202,8 mln PLN
MC (mln PLN)	38 928,1	Średni obrót 6M	156,3 mln PLN
EV (mln PLN)	37 248,8	EV/EBITDA 12M fwd	16,3
Free float	70,1%	EV/EBITDA 5Y avg	24,3

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	363	521	2 090	2 990	1 791
EBITDA	117	188	1 302	2 374	1 388
marża EBITDA	32,3%	36,1%	62,3%	79,4%	77,5%
EBIT	112	180	1 293	2 365	1 379
Zysk netto	109	175	1 198	2 192	1 285
P/E	-	-	32,5	17,8	30,3
P/BV	36,5	33,1	16,8	9,1	8,7
EV/EBITDA	307,1	191,9	28,6	14,9	25,3
DPS	0,00	1,05	0,00	2,35	0,00
DYield	0,0%	0,3%	0,0%	0,6%	0,0%
Zmiana prognoz				2020P	2021P
EBITDA			-54,3%	+24,4%	+0,4%
Zysk netto			-54,0%	+26,2%	+2,9%
W3 (S)			-	-	-
Gwint (S)			-2,9%	-6,0%	-6,0%
C2077 (S)			-47,7%	+28,1%	+1,7%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Prod. Gier (S)	228	369	1 896	2 806	1 598
Prod. Gier (EBIT)	114	177	1 282	2 359	1 370
Prod. Gier (marża)	49,8%	47,9%	67,6%	84,0%	85,8%
GOG.com (S)	144,3	162,3	200,1	183,8	193,0
GOG.com (EBIT)	-1,1	3,6	11,5	6,2	9,0
GOG.com (marża)	-0,8%	2,2%	5,8%	3,3%	4,7%
Przepływy oper.	133	217	1 565	2 396	1 332
Amortyzacja	5	8	9	9	9
Kapitał obrotowy	46	-128	69	-8	10
Przepływy inv.	-105	-174	-253	-170	-182
CAPEX	-15	-92	-17	-11	-12
Nakłady na produkcję	-98	-165	-189	-159	-170
FCF	40	-180	1 306	2 227	1 151
FCF/EBITDA	85%	86%	80%	87%	85%
CFO/EBITDA	101%	93%	93%	92%	93%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
W3 (tys. szt.)	1 905	1 426	1 380	1 165	0	0	0	0	0	0	0
C2077 (tys. szt.)	11 000	22 627	16 504	5 526	2 300	2 225	1 075	0	0	0	0
Gra AAA (tys. szt.)						25 000	10 000	15 000	22 000	8 000	0
Przychody	2 090	2 990	1 791	4 252	2 801	6 338	2 345	2 612	3 240	1 193	1 193
EBITDA	1 545	2 587	1 429	3 764	2 374	5 732	1 920	2 164	2 750	791	791
marża EBITDA	73,9%	86,5%	79,8%	88,5%	84,7%	90,4%	81,9%	82,8%	84,9%	66,2%	66,2%
EBIT	1 293	2 365	1 379	3 504	2 219	5 472	1 830	1 803	2 739	779	779
Podatek	101	182	107	270	172	421	143	141	213	63	63
CAPEX	-207	-170	-182	-196	-206	-207	-213	-220	-227	-235	-235
Kapitał obrotowy	69	-8	10	-21	12	-30	34	-2	-5	18	18
FCF	1 306	2 227	1 151	3 278	2 009	5 074	1 598	1 800	2 304	510	2 126
PV FCF	1 237	1 944	925	2 430	1 373	3 195	928	963	1 136	232	-
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Wskaźniki

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wiedźmin 3 (S)	209	358	332	110	108
Gwint (S)	32	19	22	20	21
Cyberpunk 2077 (S)	0	0	1 482	2 670	1 423
Produkcja w toku	243	386	329	275	404
Środki pieniężne	104	49	1 365	3 362	3 429
Dług netto	-659	-461	-1 658	-3 656	-3 722
Dług netto/EBITDA (x)	-5,1	-2,1	-1,1	-1,4	-2,6

Analiza porównawcza

	P/E 12M fwd 4Y avg	EV/EBIT 12M fwd 4Y avg
Minimum	17,0	6,5
Maksimum	21,7	12,8
Mediana	20,5	10,8
waga	50%	50%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	5,5%
Zdyskontowana wartość FCF	32 197
Dług netto	-461
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	466,60

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	326,00
DCF	50%	466,60
cena wynikowa		396,30
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		421,60

PlayWay trzymaj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Kurs PLW utrzymywał się na podobnym poziomie m/m. W październiku wiele spółek z Grupy PLW opublikowało wersje demonstracyjne gier podczas Steam Game Festival: Autumn Edition. W październiku miał miejsce global launch gry House Flipper mobilnej, która zebrała bardzo dobre oceny oraz była wysoko spozycjonowana w sklepach iOS w USA i Wielkiej Brytanii. Zgodnie z szacunkami Sensor Tower, gra wygenerowała 90 tys. USD od 22.10 do 31.10, co jest dobrym wynikiem. Dnia 27 listopada PLW raportuje wyniki za 3Q'20. Oczekujemy wzrostu przychodów o 24% r/r do 45,9 mln PLN oraz wzrostu EBIT o 20% r/r do 31,2 mln PLN (spowolnienie dynamiki wzrostu r/r względem 2Q'20). Zgodnie z najnowszymi zapowiedziami, harmonogram najważniejszych premier przesuwają się na 1H'21. W 2020 roku oczekujemy premiery Lust from Bayond. W 2021 r. z istotnych premier oczekujemy wydania Builders of Egypt, Occupy Mars: The Game, BUM Simulator, Junkyard Simulator oraz I'am Your President. Zgodnie z najnowszymi danymi Grupa ma zapowiedzianych 132 gier na kolejne lata, co stanowi około 16% ogólnej liczby gier na Steam Top Wishlist.

Cena bieżąca

543,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

549,00 PLN

+1,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	549,00 PLN	2020-10-02

Podstawowe dane			PLW PW	vs. WIG
Ticker	PLW PW	Zmiana 1M	-1,3%	+2,3%
ISIN	PLPLAYW00015	Zmiana YTD	+136,6%	+154,8%
Liczba akcji (mln)	6,6	Średni obrót 1M		4,4 mln PLN
MC (mln PLN)	3 583,8	Średni obrót 6M		5,3 mln PLN
EV (mln PLN)	3 470,6	EV/EBITDA 12M fwd	14,3	+18,3%
Free float	18,2%	EV/EBITDA 5Y avg	12,1	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	79	131	174	359	369
EBITDA	50	83	121	297	306
marża EBITDA	63,6%	63,5%	69,3%	82,8%	82,8%
EBIT	50	82	120	296	305
Zysk netto	47	87	105	182	183
P/E	76,2	41,2	34,2	19,7	19,6
P/BV	36,8	20,5	16,2	10,9	9,3
EV/EBITDA	70,5	42,2	28,7	11,5	11,0
DPS	2,38	3,22	9,41	11,12	19,31
DYield	0,4%	0,6%	1,7%	2,0%	3,6%
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 (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

W październiku kurs TEN wzrósł o ponad 10% r/r (spółka była wśród naszych top picks na ten miesiąc). Powodów do wzrostu dostarczyły bardzo dobre wyniki sprzedażowe gry Hunting Clash za wrzesień (gra buduje sprzedaż szybciej niż Fishing Clash w analogicznym okresie) oraz oczekiwania dotyczące istotnej poprawy dynamiki wyników r/r w 3Q'20 względem poprzednich kwartałów. W naszej skorygowanej prognozie (uwzględniają szacunki sprzedaży) oczekujemy 177,8 mln PLN sprzedaży (+163% r/r) oraz wzrostu EBIT/ zysku netto o odpowiednio 215%/240% r/r. Tak wysoki wzrost wyniku powinien być efektem zmniejszenia nakładów na marketing w 3Q'20 względem 2Q'20 przy utrzymaniu nieznacznie wyższego poziomu sprzedaży m/m. Podobnej tendencji na kosztach marketingu oczekujemy w 4Q'20, co również powinno wpłynąć na wypracowanie wysokiej dynamiki wyników r/r w tym okresie. Zgodnie z szacunkami Sensor Tower za październik, Fishing Clash wypracował płaską sprzedaż m/m (dobry wynik w naszej ocenie), a Hunting Clash zwiększył sprzedaż o 50% m/m do 0,6 mln USD (wynik o 1,8x lepszy niż Fishing Clash w analogicznym okresie). Biorąc pod uwagę bardzo obiecującą ścieżkę wzrostu sprzedaży gry Hunting Clash, podnosimy nasze szacunki dla tej gry. Jednocześnie nieznacznie obniżamy nasze oczekiwania dotyczące wzrostu sprzedaży Fishing Clash w kolejnych latach (odpowiednio dostosowujemy koszty marketingu). Biorąc pod uwagę nowe szacunki podnosimy nasze oczekiwania zysku netto o 0,5%/13% odpowiednio w 2020/21 roku. Podnosimy naszą cenę docelową i pozostawiamy rekomendację akumuluj.

Cena bieżąca

640,00 PLN

potencjał zmiany
Cena docelowa

722,00 PLN

+12,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	akumuluj	722,00 PLN	2020-11-05
poprzednia	akumuluj	623,00 PLN	2020-09-02
Podstawowe dane			
		TEN PW	vs. WIG
Ticker	TEN PW	Zmiana 1M	+8,5% +12,0%
ISIN	PLTSQGM00016	Zmiana YTD	+229,5% +247,7%
Liczba akcji (mln)	7,4	Średni obrót 1M	13,6 mln PLN
MC (mln PLN)	4 739,2	Średni obrót 6M	11,8 mln PLN
EV (mln PLN)	4 528,9	EV/EBITDA 12M fwd	15,8 +21,9%
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	628,4	827,1	922,5
EBITDA	45,0	85,7	213,9	316,9	340,7
marża EBITDA	39,1%	35,6%	34,0%	38,3%	36,9%
EBIT	44,3	84,6	211,1	313,2	336,6
Zysk netto	36,5	76,4	190,7	281,9	302,9
P/E	-	61,0	24,9	16,8	15,6
P/BV	110,6	50,5	18,0	11,8	9,6
EV/EBITDA	102,6	53,4	21,2	13,9	12,7
DPS	0,87	3,75	3,70	19,31	28,55
DYield	0,1%	0,6%	0,6%	3,0%	4,5%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
Sprzedaż			-3,5%	-4,4%	-6,1%
EBITDA			+0,4%	+12,9%	+11,2%
Zysk netto			+0,5%	+13,1%	+11,4%
Sprzedaż (Fishing Clash)			-5,0%	-12,2%	-14,6%
Sprzedaż (pozostałe tytuły)			+32,7%	+111,1%	+73,4%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Sprzedaż (Fishing Clash)	89	207	569	683	731
Sprzedaż (Let's Fish)	16	15	17	17	17
Sprzedaż (Wild Hunt)	5	10	17	19	21
Sprzedaż (pozostałe)	6	11	27	108	153
MBNS	93,6%	95,3%	96,1%	95,8%	95,8%
Przepływy oper.	41	66	167	272	300
Amortyzacja	1	1	3	4	4
Kapitał obrotowy	-4	-12	-32	-13	-7
Przepływy inv.	-2	-4	-4	-6	-6
CAPEX	-2	-3	-4	-6	-6
Przepływy fin.	-6	-27	-27	-143	-211
Dywidenda/buyback	-6	-27	-27	-143	-211
FCF	31	62	156	267	294
FCF/EBITDA	69%	73%	73%	84%	86%
CFO/EBITDA	92%	77%	78%	86%	88%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Sprzedaż (Fishing Cl	569	683	731	768	806	846	762	686	617	555	0
Sprzedaż (Wild Hunt)	17	19	21	23	25	28	30	33	37	40	0
Sprzedaż (Pozostałe)	27	108	153	247	285	302	320	340	362	383	0
Przychody	628	827	922	1 054	1 132	1 192	1 128	1 074	1 031	994	1 024
EBITDA	214	317	341	390	410	418	384	355	331	310	320
marża EBITDA	34,0%	38,3%	36,9%	37,0%	36,2%	35,1%	34,1%	33,1%	32,2%	31,2%	31,2%
EBIT	211	313	337	385	405	413	379	351	327	306	315
Podatek	21	31	34	39	41	41	38	35	33	31	32
CAPEX	-4	-6	-6	-7	-8	-8	-8	-7	-7	-4	-4
Kapitał obrotowy	-32	-13	-7	-9	-5	-4	4	4	3	3	3
FCF	156	267	294	335	357	365	343	317	295	278	286
PV FCF	154	243	247	259	254	239	208	177	152	132	-
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	173	185	211
narzut na sprzedaż	20,9%	26,8%	27,5%	22,4%	22,8%
Pozostałe koszty sprzedaży	35	72	191	258	297
narzut na sprzedaż	30,0%	30,1%	30,4%	31,2%	32,2%
Środki pieniężne	40	75	210	334	417
Dług netto	-40	-75	-210	-334	-417
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	8,3	7,3	6,1	4,2	3,9	3,4
Maksimum	38,1	33,1	30,3	26,6	25,3	18,5
Mediana	26,3	24,7	22,0	21,0	17,8	14,6
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	3,0%
Zdykontowana wartość FCF	4 530
Dług netto	-75
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	621,90

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	734,80
DCF	50%	621,90
Cena wynikowa		678,35
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		722,00

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 3Q'20 wyniki EBITDA i EBIT okazały się wyższe r/r oraz wyższe od naszych prognoz. Dotacja w ramach tarczy antykryzysowej, niższa r/r strata na wycenie zapasów, rekompensaty wyższych kosztów certyfikatów CO2 oraz niższe r/r koszty remontów modernizacyjnych zrekomensowały spadek spreadów na produkcji. Grupa zanotowała zbliżony r/r przepływ gotówki z działalności operacyjnej oraz dalszy spadek zadłużenia netto. Zarząd oczekuje, że w 4Q'20 wyniki będą wyższe r/r oraz nieco wyższe niż 3Q'20, co implikuje naznaczanie wyższy poziom rezultatów niż zakładamy w całorocznych prognozach. Według nas 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). Pozostawiamy bez zmian naszą cenę docelową (2,03 PLN/akcja) oraz nie zmieniamy naszej rekomendacji (kupuj) dla Grupy Cognor.

Cena bieżąca

1,15 PLN

potencjał zmiany**Cena docelowa**

2,03 PLN

+77,3%

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

Podstawowe dane			COG PW	vs. WIG
Ticker	COG PW	Zmiana 1M	-8,4%	-4,8%
ISIN	PLCNTSL00014	Zmiana YTD	-7,7%	+10,6%
Liczba akcji (mln)	175,0	Średni obrót 1M		0,1 mln PLN
MC (mln PLN)	200,3	Średni obrót 6M		0,1 mln PLN
EV (mln PLN)	437,8	EV/EBITDA 12M fwd	3,2	-14,6%
Free float	-	EV/EBITDA 5Y avg	3,7	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	2 082	1 902	1 696	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.	2,9	10,5	6,3	9,2	10,2
P/BV	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA skor.	2,1	4,8	4,1	4,5	4,6
DPS	0,07	0,21	0,00	0,11	0,09
DYield	5,9%	18,0%	0,0%	9,6%	7,6%
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%
Zdiskontowana 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 1-3Q'20 prawdopodobnie zrealizuje już nasze całoroczne prognozy wyników finansowych. Dodatkowo Grupa kolejny kwartał zanotuje wysoki wolny przepływ gotówki, a gotówka netto gotówka netto na koniec 3Q'20 sięgnie 0,43 PLN/akcja (czyli około 1,3 bieżącej kapitalizacji). Naszym zdaniem spółka ze względu na drastyczne spadki kursu akcji przyspieszyła na 10 XI publikację wyników finansowych. W krótkim terminie szansą na poprawę sentymentu do Spółki daje prawdopodobna pomoc w ramach tarczy antykrzysowej dla największych klientów Famur (PGG i JSW). Dodatkowo ostateczny plan transformacji energetycznej zakłada wyraźnie wolniejsze niż zakładał Zarząd Famur wychodzenie z górnictwa węgla energetycznego. Pozostawiamy nasze konserwatywne prognozy bez zmian. Pozostawiamy bez zmian naszą cenę docelową (2,86 PLN/akcja) oraz rekomendację kupuj.

Cena bieżąca	1,56 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	2,86 PLN	+83,3%

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

Podstawowe dane			FMF PW	vs. WIG
Ticker	FMF PW	Zmiana 1M	-4,9%	-1,3%
ISIN	PLFAMUR00012	Zmiana YTD	-47,7%	-29,4%
Liczba akcji (mln)	574,8	Średni obrót 1M	0,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	896,6	Średni obrót 6M	1,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	996,0	EV/EBITDA 12M fwd	4,7	-15,6%
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	4,3	3,7	6,6	8,4	7,8
P/BV	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	2,3	2,4	3,0	3,0	2,8
DPS	0,44	0,53	0,00	0,12	0,14
DYield	28,2%	34,0%	0,0%	7,6%	9,0%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Obroty Underground			0,0%	0,0%	0,0%
Marża Underground			0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
DPS			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Obroty Underground	1 407	1 621	1 026	950	950
Marża Underground	30,6%	33,3%	27,6%	28,6%	29,1%
Przychody elektryka	43	65	54	49	51
Przychody usługi górnicze	36	2	4	4	4
Przepływy oper.	215	504	202	302	274
Amortyzacja	191	182	160	151	148
Kapitał obrotowy	-127	66	-131	22	-6
Przepływy inw.	-138	-15	-50	-120	-122
CAPEX	141	38	120	120	122
Przepływy fin.	-458	-185	-24	-90	-197
Zmiana długu	-213	184	0	0	-100
Dywidenda/buyback	-253	-305	0	-68	-81
FCF	173	415	53	182	152
FCF/EBITDA	35%	92%	16%	60%	49%
CFO/EBITDA	44%	112%	61%	99%	89%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Przychody	1 196	1 112	1 118	1 197	1 197	1 197	1 197	1 197	1 197	1 197	1 197
zmiana (r/r)	-44,7%	-7,1%	0,5%	7,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA	333	305	306	314	308	299	293	288	281	274	270
marża EBITDA	27,8%	27,4%	27,4%	26,2%	25,7%	25,0%	24,5%	24,1%	23,5%	22,9%	22,5%
Amortyzacja	160	151	148	142	139	135	135	137	136	135	135
EBIT	173	154	158	172	169	164	158	151	145	138	135
Podatek	28	25	27	30	30	30	29	28	27	26	25
NOPAT	144	129	131	142	139	134	129	124	118	113	110
CAPEX	-120	-120	-122	-125	-127	-130	-132	-135	-135	-135	-135
Kapitał obrotowy	-131	22	-6	-73	0	0	0	0	0	0	0
FCF	53	182	152	87	150	139	132	125	119	113	110
PV FCF	51	160	121	63	100	84	72	63	55	47	
WACC	9,3%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

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

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

Grupa Kęty trzymaj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Wyniki finansowe Grupy Kęty za 3Q'20 były zbliżone do wstępnych rezultatów. Podobnie jak 2Q'20 segment opakowań gętkich był jednym z głównych motorów wzrostu r/r wyników. Zarząd z uwagi na drugą falę COVID'19 zdecydował się na podtrzymanie swoich konserwatywnych całorocznych prognoz. Zarząd na konferencji wynikowej przedstawił, że portfel zamówień na 4Q'20 wygląda bardzo dobrze. Negatywny wpływ na marże mają wyższe ceny surowców i presja na ceny wyrobów ze strony konkurencji i klientów. Jak na razie spółka prowadzi działalność bez komplikacji pomimo kilku przypadków zakażeń COVID'19 wśród pracowników. W naszych prognozach zakładamy, że Grupa Kęty poprawi r/r wyniki również w 4Q'20 (zakładamy +10% r/r). Wypłacona już dywidenda za 2019 rok i niepewność co do dalszej poprawy wyników w 2021 roku naszym zdaniem mogą ciężać notowaniom Grupy Kęty w końcówce roku. Rzykiem również w długim terminie pozostaje spadek zainteresowania inwestycjami w obiekty użyteczności publicznej (restauracje, hotele, biurowce), a w efekcie spadek popytu na systemy aluminiowe. Aktualizujemy nasze prognozy o wyższe od wcześniejszych oczekiwań wyniki w 3Q'20. Obniżamy naszą cenę docelową do 422,81 PLN/akcja (465,74 PLN/akcja), na co wpływ ma odcięcie prawa do dywidendy (35 PLN/akcja) oraz przesunięcie wyceny porównawczej na lata 2021-2022 (gdzie oczekujemy, że rentowność powróci do znormalizowanych poziomów). Podtrzymujemy rekomendację trzymaj dla Grupy Kęty.

Cena bieżąca

410,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

422,81 PLN

+3,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	422,81 PLN	2020-11-05	
poprzednia	trzymaj	465,74 PLN	2020-09-02	
Podstawowe dane			KTY PW	vs. WIG
Ticker	KTY PW	Zmiana 1M	-9,7%	-6,1%
ISIN	PLKETY000011	Zmiana YTD	+22,4%	+40,6%
Liczba akcji (mln)	9,6	Średni obrót 1M		4,8 mln PLN
MC (mln PLN)	3 928,5	Średni obrót 6M		3,0 mln PLN
EV (mln PLN)	4 644,2	EV/EBITDA 12M fwd	8,4	-6,8%
Free float	42,0%	EV/EBITDA 5Y avg	9,0	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	2 994	3 204	3 398	3 439	3 472
EBITDA	463	523	658	575	570
marża EBITDA	15,5%	16,3%	19,4%	16,7%	16,4%
EBIT	338	385	514	429	432
Zysk netto	268	295	404	335	337
P/E	14,6	13,3	9,7	11,7	11,7
P/BV	2,8	2,6	2,5	2,5	2,4
EV/EBITDA	10,1	8,8	7,1	8,1	8,0
DPS	23,94	23,99	34,87	33,70	27,94
DYield	5,8%	5,9%	8,5%	8,2%	6,8%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA			+5,3%	+5,3%	+5,3%
Zysk netto			+6,8%	+7,7%	+7,9%
Aluminium (PLN/t)			-3,7%	0,0%	0,0%
Premia producencka (USD/t)			-7,7%	0,0%	0,0%
EBITDA SOG			+8,2%	+2,4%	+2,6%
EBITDA SWW			+4,6%	+5,9%	+5,9%
EBITDA SSA			+6,0%	+8,4%	+8,4%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
EBITDA SOG	119	148	233	180	176
EBITDA SWW	163	152	163	154	155
EBITDA SSA	190	237	279	258	257
EBITDA pozostałe	-8	-14	-16	-17	-17
EBITDA/użyte aluminium	5	6	6	5	5
Przepływy oper.	293	563	499	480	477
Amortyzacja	126	138	144	146	138
Kapitał obrotowy	-114	86	-8	-13	-9
Przepływy inv.	-229	-244	-160	-150	-120
CAPEX	229	244	160	150	120
Przepływy fin.	-43	-316	-349	-339	-333
Dywidenda/buyback	-229	-229	-334	-323	-268
FCF	72	296	395	334	361
FCF/EBITDA	15%	57%	60%	58%	63%
CFO/EBITDA	63%	108%	76%	83%	84%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Aluminium (USD/t)	1 658	1 900	1 900	1 900	1 900	1 900	1 900	1 900	1 900	1 900	1 901
Prem. prod. (USD/t)	129	140	140	140	140	140	140	140	140	140	141
Użyte alum. (tys. t)	104	106	107	109	111	113	114	114	114	114	114
Przychody	3 398	3 439	3 472	3 510	3 549	3 588	3 628	3 628	3 628	3 628	3 629
EBITDA	658	575	570	565	563	561	562	557	551	546	543
marża EBITDA	19,4%	16,7%	16,4%	16,1%	15,9%	15,6%	15,5%	15,3%	15,2%	15,1%	15,0%
EBIT	514	429	432	432	430	428	426	420	412	408	408
Podatek	95	79	79	79	79	79	79	78	77	76	76
CAPEX	-160	-150	-120	-122	-125	-127	-130	-132	-135	-135	-135
Kapitał obrotowy	-8	-13	-9	-10	-10	-10	-11	-4	-4	-4	-4
FCF	395	334	361	353	349	344	342	343	336	331	328
PV FCF	392	307	308	279	254	232	213	196	177	161	
WACC	7,9%	7,9%	8,0%	8,0%	8,1%	8,1%	8,1%	8,2%	8,2%	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%

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa	2 780	2 779	2 892	2 906	2 926
Aktywa trwałe	1 575	1 680	1 752	1 760	1 746
Kapitał własny	1 396	1 477	1 547	1 558	1 628
Udział mniejszości	1	1	2	2	3
Dług netto	774	703	714	722	648
Dług netto/EBITDA (x)	1,7	1,3	1,1	1,3	1,1
Dług netto/kap. wł. (x)	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	6,5	3,8	3,6	3,9	3,7	3,4
Maksimum	1708,2	58,7	93,5	32,7	13,0	10,2
Mediana	16,4	12,8	10,4	9,8	8,3	5,8
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana wartość FCF	2 519
Dług netto	1 037
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	418,36

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	377,07
DCF	50%	418,36
Cena wynikowa		397,72
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		422,81

Kernel kupuj (podtrzymana)

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

Dynamicznie rosnące ceny oleju słonecznikowego od V'20 przekładają się na wzrost marży na produkcji oleju, która w pewnym momencie była na najwyższym poziomie od 2015 roku. 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. Naszym zdaniem odbudowa marży w segmencie olejowym przełoży się na poprawę EBITDA o 8% r/r do 164 mln USD, czemu sprzyjać będzie również uruchomienie spalarni biomasy przy tłoczniach (dodatkowe 15 mln USD r/r). Motorem wyników będzie segment infrastruktury, który dzięki uruchomieniu nowego portu poprawi według nas wynik EBITDA o 10% r/r. Słabszych wyników w sezonie 2020/21 oczekujemy w segmencie rolnym w związku ze słabszymi r/r zbiorami z hektara, co rekompensują wyższe ceny produktów rolnych (pszenica, kukurydza, słonecznik). Kernel pozytywnie zaskoczył wynikami w ostatnim kwartale 2019/20 roku, dzięki czemu dług netto w relacji do EBITDA spadł do poziomu 2,3x (oczekiwaliśmy powyżej 3x). Zarząd w związku z końcem programu inwestycyjnego z końcem roku 2020/21 planuje przedstawić aktualizację polityki dywidendowej dla akcjonariuszy. Podwyższamy naszą prognozę wyników na lata 2021 i 2022 oraz korygujemy w górę prognozę wydatków inwestycyjnych. W efekcie nasza cena docelowa wynosi 53,66 PLN/akcja (wcześniej 56,35 PLN/akcja) i pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln USD)	18/19	19/20	20/21P	21/22P	22/23P
EBITDA oleje	109	152	164	190	194
EBITDA infrastruktura	105	216	237	244	244
EBITDA rolnictwo	182	134	106	101	78
EBITDA inne	-51	-59	-41	-41	-39
EBITDA/t	15	18	17	17	17
Przepływy oper.	320	269	168	356	372
Amortyzacja	76	106	114	122	121
Kapitał obrotowy	-173	-71	-115	-50	-28
Przepływy inv.	-241	-203	-322	-106	-120
CAPEX	234	173	322	106	120
Przepływy fin.	29	224	-159	-184	-196
Dywidenda/buyback	-20	-21	-21	-47	-62
FCF	-73	178	13	320	313
FCF/EBITDA	-21%	40%	3%	65%	66%
CFO/EBITDA	93%	61%	36%	72%	78%

Model DCF

(mln USD)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	29P	+
Marża olej (USD/t)	105	116	112	110	108	105	102	99	96	94	92
Pszemica (USD/t)	220	195	195	195	195	195	195	195	195	196	197
Kukurydza (USD/t)	220	190	190	190	190	190	190	190	190	190	191
Przychody	5 213	5 098	5 234	5 304	5 397	5 470	5 530	5 593	5 653	5 665	5 684
EBITDA	466	494	477	453	461	450	440	434	423	419	418
marża EBITDA	8,9%	9,7%	9,1%	8,5%	8,5%	8,2%	8,0%	7,8%	7,5%	7,4%	7,3%
EBIT	352	372	355	330	335	322	310	301	288	281	280
Podatek	16	17	16	14	15	14	13	12	11	11	11
CAPEX	-322	-106	-120	-122	-125	-127	-130	-132	-135	-138	-138
Kapitał obrotowy	-115	-50	-28	-20	-22	-21	-19	-17	-17	-14	-15
FCF	13	320	313	296	299	288	278	271	259	257	254
PV FCF	12	258	219	180	158	133	111	94	78	67	
WACC	14,5%	14,6%	14,8%	14,8%	14,9%	14,9%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
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%

Cena bieżąca	39,00 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	53,66 PLN	+37,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	53,66 PLN	2020-11-05
poprzednia	kupuj	56,35 PLN	2020-09-23
Podstawowe dane			
Ticker	KER PW	Zmiana 1M	-2,5% +1,1%
ISIN	LU0327357389	Zmiana YTD	-13,3% +4,9%
Liczba akcji (mln)	84,0	Średni obrót 1M	2,1 mln PLN
MC (mln PLN)	3 277,2	Średni obrót 6M	1,9 mln PLN
EV (mln PLN)	7 221,8	EV/EBITDA 12M fwd	5,5 +16,3%
Free float	60,1%	EV/EBITDA 5Y avg	4,7 premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln USD)	17/18	18/19	19/20P	20/21P	21/22P
Przychody	2 403	3 992	4 107	5 213	5 098
EBITDA	223	346	443	466	494
marża EBITDA	9,3%	8,7%	10,8%	8,9%	9,7%
EBIT	140	269	337	352	372
Zysk netto	52	189	118	188	208
P/E	16,0	4,4	7,2	4,5	4,1
P/BV	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	6,6	4,4	4,2	4,6	4,1
DPS	0,25	0,25	0,25	0,25	0,56
DYield	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	5,6%
Zmiana prognoz				19/20	20/21P
EBITDA				+22,7%	+4,7%
Zysk netto				+17,0%	+0,7%
Marża olej (USD/t)				+22,1%	-13,9%
Marża infrastruktura (USD/t)				+4,8%	+4,1%
Marża rolnictwo (USD/t)				+18,4%	+16,3%
Sprzerób słonecznika (tys. Ton)				+0,2%	+9,4%
Wolumen rolnictwo (tys. Ton)				+5,5%	-9,7%
Wolumen infrastruktura (tys. Ton)				+12,6%	+20,8%

Bilans

(mln USD)	18/19	19/20	20/21P	21/22P	22/23P
Aktywa	2 464	3 165	3 351	3 455	3 547
Aktywa trwałe	1 207	1 634	1 845	1 834	1 838
Kapitał własny	1 351	1 493	1 660	1 821	1 954
Udział mniejszości	-5	1	1	1	1
Dług netto	691	1 017	1 281	1 165	1 059
Dług netto/EBITDA (x)	2,0	0,0	2,8	2,4	2,2
Dług netto/kap. wł. (x)	0,5	0,7	0,8	0,6	0,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	7,4	7,0	5,8	4,3	3,9	3,4
Maksimum	258,7	44,2	29,4	14,1	12,8	12,1
Mediana	14,8	13,1	12,8	7,9	6,9	6,6
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Podsumowanie DCF

(mln USD)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana wartość FCF	1 311
Dług netto	1 017
Inne korekty	1
Wycena DCF na akcję (PLN)	35,41

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	60,25
DCF	50%	35,41
Cena wynikowa		47,83
Koszt kapitału 9M		12,2%
Cena docelowa za 9M		53,66

PKP Cargo trzymaj (bez zmian)

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

Rynek we wrześniu prawie wrócił do poziomów zeszłorocznych (masa -0,2% r/r, praca +2,3% r/r; naszym zdaniem jest to efekt pewnych „odłożonych” przewozów), jednakże PKP Cargo nadal traci w walce konkurencyjnej (masa -7,7% r/r, praca -3,8% r/r). Wyniki przewozowe jednostki za cały 3Q'20 są zgodne z naszymi oczekiwaniami ([patrz prognoza wyników 3Q'20 z 19 października](#)) i kwartalny spadek wyniósł -11,4% r/r dla masy i -11,6% r/r dla pracy, co naszym zdaniem przełoży się na ok. 15% spadek przychodów w kwartale. Oczekujemy, że 3Q'20 będzie pierwszym tegorocznym kwartałem z dodatnim wynikiem operacyjnym w wysokości 33 mln PLN, jednakże należy pamiętać, że będzie to osiągnięte dzięki wsparciu z tarczy antykryzysowej w wysokości ok. 87 mln PLN. Spółka cały czas znajduje się w trudnym otoczeniu (presja konkurencyjna na stawki przewozowe, definitywne zamknięcie pieca ArcelorMittal, zastój w inwestycjach infrastrukturalnych, negatywne perspektywy dla węgla), a niedawne mniejsze inicjatywy (np. intencja inwestycji w OZE wraz z PKP Energetyka, 10-letni kontrakt na przewóz cukru dla KSC, zaniechanie przejęć innych, mniejszych podmiotów) nie zmieniają całokształtu działalności. Spółka jest nieefektywna kosztowo (potrzeba redukcji zatrudnienia, która zachodzi powoli), wymaga rokrocznych wysokich nakładów inwestycyjnych (aktualne obniżenie poziomów inwestycji jest tymczasowe), a dużą część jej działalności skupiają przewozy „małoperspektywiczne”. Nie oczekujemy zmiany sentymentu do spółki w najbliższym czasie.

Cena bieżąca
Cena docelowa

10,32 PLN
12,80 PLN
potencjał zmiany
+24,0%

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%	-4,6%
ISIN	PLPKPCR00011	Zmiana YTD	-49,7%	-31,4%
Liczba akcji (mln)	44,8	Średni obrót 1M	0,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	462,2	Średni obrót 6M	1,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	2 672,0	EV/EBITDA 12M fwd	4,5	+17,9%
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.	1,9	81,1	-	-	-
P/BV	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
EV/EBITDA skor.	1,4	3,1	6,1	5,0	4,1
DPS	0,00	1,50	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	14,5%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA skor.			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Praca przewozowa (mln tkm)			0,0%	0,0%	0,0%
Masa towarowa (mln ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty / tkm			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Energia trakcyjna	405	407	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%

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	175,00 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	336,15 PLN	+92,1%

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

Podstawowe dane			STP PW	vs. WIG
Ticker	STP PW	Zmiana 1M	-6,8%	-3,2%
ISIN	PLSTLPD00017	Zmiana YTD	-3,6%	+14,6%
Liczba akcji (mln)	5,6	Średni obrót 1M	0,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	976,5	Średni obrót 6M	0,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	815,8	EV/EBITDA 12M fwd	1,8	-54,6%
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	3,6	6,9	8,3	7,4	8,3
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA	2,1	2,6	2,5	2,1	2,3
DPS	4,38	6,37	0,00	8,43	11,76
DYield	2,5%	3,6%	0,0%	4,8%	6,7%
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%
Zdyskontowana wartość FCF	1 731
Dług netto	-134
Inne korekty	108
Wycena DCF na akcję (PLN)	314,77

Wycena

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

Handel

Dino

sprzedaż (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Kurs Dino nieznacznie się obniżył m/m. Na początku października spółka zaraportowała liczbę otwarć po 9M'20, która zwiększa naszym zdaniem ryzyko wolniejszego tempa otwarć w 2020 roku niż guidance zarządu dotyczący otwarcia o 20% więcej sklepów niż w 2019 roku (pewne otwarcia zostaną przesunięte na 2021 rok). Dnia 6 listopada spółka zaraportuje wyniki za 3Q'20. Oczekujemy wzrostu przychodów o 32% r/r do 2 662 mln PLN (szacujemy lfl na poziomie 10%) oraz wzrost wyniku EBITDA o 32% r/r. Pomimo rosnącej presji na koszty, oczekujemy że wzrost efektywności sprzedaży pozwoli na skompensowanie negatywnego czynnika. Zwracamy uwagę, że w 2Q'20 pogorszeniu uległ cykl konwersji gotówki (przede wszystkim cykl konwersji zobowiązań), co mogło mieć związek z szybszymi płatnościami do dostawców (uzyskanie lepszych warunków handlowych) oraz do podwykonawców. Ze względu na efekt bazy oczekujemy spowolnienia wzrostu lfl w kolejnych kwartałach co powinno wpłynąć na zmniejszenie dynamiki poprawy wyników r/r.

Cena bieżąca

229,80 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	+1,2%	+4,8%
ISIN	PLDINPL00011	Zmiana YTD	+59,6%	+77,8%
Liczba akcji (mln)	98,0	Średni obrót 1M	58,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	22 529,6	Średni obrót 6M	40,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	22 770,5	EV/EBITDA 12M fwd	19,8	+19,4%
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

Kurs EUR kontynuował spadki m/m w październiku. Dnia 13 listopada 2020 roku spółka zaraportuje wyniki za 3Q'20. Oczekujemy wzrostu sprzedaży o 7% r/r do 7 117 mln PLN napędzanej głównie przez segment hurtu. Oczekujemy spadku wyniku operacyjnego o 3% r/r do 84,3 mln PLN, niemniej zwracamy uwagę na efekt wysokiej bazy z 3Q'19 wywołanego przez rozliczenie transakcji PayUp. Oczyszczając o ten efekt, szacowany EBIT wzrósłby o kilkanaście procent r/r. Oczekujemy, że na konferencji wynikowej spółka może udzielić dodatkowych informacji dotyczących strategii rozwoju segmentu detalicznego, co mogłoby zostać pozytywnie odebrane przez inwestorów. W segmencie detal prowadzone są dalsze prace ukierunkowane na integrację posiadanych sieci, co powinno pozwolić stopniową poprawę wyników r/r w kolejnych kwartałach.

Cena bieżąca

12,85 PLN

potencjał zmiany
Cena docelowa

19,90 PLN

+54,9%

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

Podstawowe dane			EUR PW	vs. WIG
Ticker	EUR PW	Zmiana 1M	-8,9%	-5,3%
ISIN	PLEURCH00011	Zmiana YTD	-41,2%	-22,9%
Liczba akcji (mln)	139,2	Średni obrót 1M		4,4 mln PLN
MC (mln PLN)	1 788,2	Średni obrót 6M		5,5 mln PLN
EV (mln PLN)	2 401,6	EV/EBITDA 12M fwd	6,0	-33,5%
Free float	56,0%	EV/EBITDA 5Y avg	9,0	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.	26,7	17,8	14,1	10,3	9,0
P/BV	1,7	1,9	2,1	2,2	2,2
EV/EBITDA skor.	6,4	5,9	5,5	5,2	4,7
DPS	0,76	1,03	0,50	0,50	0,50
DYield	5,9%	8,0%	3,9%	3,9%	3,9%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Hurt (EBITDA)			0,0%	0,0%	0,0%
Detal (EBITDA)			0,0%	0,0%	0,0%
Projekty (EBITDA)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

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

Wskaźniki (bez MSSF 16)

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

Analiza porównawcza

	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 3Q'20 były powyżej oczekiwań rynkowych oraz naszych oczekiwań. Głównym powodem pozytywnego zaskoczenia względem naszych szacunków były niższe koszty SG&A, co pozytywnie wpłynęło na rentowność sieci Biedronka i rentowność biznesów portugalskich. Gorsze wyniki w Hebe oraz Ara. Poprawa Ifl została odnotowana w sieci Biedronka (+6%) oraz w Hebe (+1,7%). Pogorszenie efektywności sprzedaży odnotowały Pingo Doce (-1,5% z wyłączeniem paliw; negatywny wpływ restrykcji w związku z COVID'19), Recheio (-17,7%; negatywny wpływ spadku obrotów w restauracjach) oraz w Ara (-1,7%; pogorszenie sytuacji konsumentów oraz utrzymanie restrykcji w związku z COVID'19). W 3Q'20 spółka odnotowała poprawę FCF r/r, co skłoniło zarząd JMT do zarekomendowania wypłaty dodatkowej dywidendy (0,138 EUR DPS; łączny payout ratio w 2020 roku wyniesie 50% - zgodnie z polityką dywidendową spółki). Pomimo dobrych wyników kurs spółki nie zareagował pozytywnie, ze względu na bardziej zachowawcze wypowiedzi zarządu dotyczące 4Q'20 oraz sytuacji w Portugalii i Kolumbii. W Polsce spółka będzie chciała utrzymać pozytywne trendy w sieci Biedronka. Zgodnie z komentarzem zarządu JMT nie będzie aktywne na rynku M&A do czasu znormalizowania się sytuacji zewnętrznej. Naszym zdaniem spółka powinna stopniowo poprawiać wyniki w kolejnych kwartałach, co wpłynęłoby pozytywnie na kurs akcji JMT.

Cena bieżąca

13,88 EUR

potencjał zmiany

Cena docelowa

15,30 EUR

+10,3%

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

Podstawowe dane		JMT PL	vs. WIG
Ticker	JMT PL	Zmiana 1M	-1,5% +2,1%
ISIN	PTJMT0AE0001	Zmiana YTD	-5,4% +12,8%
Liczba akcji (mln)	629,3	Średni obrót 1M	8,5 mln EUR
MC (mln EUR)	8 731,4	Średni obrót 6M	13,2 mln EUR
EV (mln EUR)	8 778,5	EV/EBITDA 12M fwd	6,7 -26,8%
Free float	38,9%	EV/EBITDA 5Y avg	9,1 dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln EUR)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	17 336	18 638	19 710	21 257	22 376
EBITDA skor.	960	1 045	1 058	1 209	1 264
marża EBITDA	5,5%	5,6%	5,4%	5,7%	5,6%
EBIT skor.	588	632	624	757	798
Zysk netto skor.	401	523	451	531	561
P/E skor.	21,8	16,7	19,4	16,4	15,6
P/BV	4,9	4,4	4,1	3,7	3,4
EV/EBITDA skor.	9,4	8,4	8,3	7,1	6,5
DPS	0,64	0,35	0,26	0,33	0,35
DYield	4,6%	2,5%	1,9%	2,3%	2,5%
Zmiana prognoz		2020P	2021P	2022P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Biedronka (s/mkw. r/r)		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	
Pingo Doce (s/mkw. r/r)		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	
Recheio (s/mkw. r/r)		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	

Wyniki i przepływy operacyjne (bez MSSF 16)

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

Model DCF (bez MSSF 16)

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

Wskaźniki (bez MSSF 16)

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

*bez MSSF 16

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

LPP

kupuj (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Spółka opublikowała dobre wstępne szacunki za 3Q 20/21. LPP poprawiło sprzedaż o 5% r/r do 2 450 mln PLN w 3Q 20/21, na co składał się spadek sprzedaży w segmencie stacjonarnym o 5% r/r do 1 987 mln PLN oraz wzrost sprzedaży w kanale online o 93% r/r do 462 mln PLN. Marża brutto na sprzedaży została obniżona o 1,9p.p. r/r do 56,9% w 3Q'20/21, na co przede wszystkim wpłynął wzrost udziału e-commerce w sprzedaży (+9p.p. r/r do 19%). Naszym zdaniem najistotniejszym, punktem wstępnych wyników było utrzymanie dyscypliny kosztowej, dzięki czemu wskaźnik kosztów SG&A/mkw. spadł o 7,9% r/r do 268 PLN w 3Q'20/21 pomimo istotnego wzrostu biznesu e-commerce r/r. Powierzchnia sprzedażowa wzrosła o 13% r/r do 1 352 tys. mkw., co jest tempem najwyższym spośród spółek z sektora. Wzrost powierzchni jest napędzany przez dynamiczną ekspansję marki Sinsay. LPP posiada mocny bilans, odpowiednio rozwinięty kanał e-commerce oraz atrakcyjną ofertę, co pozwala spółce na odnotowywanie ponadprzeciętnych wyników w obecnym otoczeniu rynkowym. Wprowadzenie lockdown w Polsce do 29 listopada negatywnie przełożyło się na wynik spółki w 4Q'20/21, niemniej nie powinno stanowić ryzyka dla działalności LPP. Wyniki spółki za 9M'20/21 były zbliżone do naszej całorocznej prognozy, przez co podwyższamy nasze szacunki dla spółki dla 2020 roku pomimo wprowadzenia lockdown. Jednocześnie przyjmujemy bardziej konserwatywną prognozę na kolejne lata. Obniżamy naszą cenę docelową do 7 600 PLN bez zmiany rekomendacji.

Cena bieżąca

5 995,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

7 600,00 PLN

+26,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	7 600,00 PLN	2020-11-05	
poprzednia	kupuj	7 900,00 PLN	2020-10-02	
Podstawowe dane				
	LPP PW	Zmiana 1M	-11,3%	-7,7%
ISIN	PLLPP0000011	Zmiana YTD	-32,0%	-13,8%
Liczba akcji (mln)	1,9	Średni obrót 1M	15,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	11 105,3	Średni obrót 6M	19,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	10 267,3	EV/EBITDA 12M fwd	7,3	-13,2%
Free float	64,6%	EV/EBITDA 5Y avg	8,4	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	8 047	9 194	8 249	10 781	12 507
EBITDA skor.	1 106	1 312	682	1 207	1 512
marża EBITDA	13,7%	14,3%	8,3%	11,2%	12,1%
EBIT skor.	757	905	203	680	902
Zysk netto skor.	505	567	186	529	706
P/E skor.	22,0	19,6	59,8	21,0	15,7
P/BV	3,9	3,4	3,4	3,0	2,6
EV/EBITDA skor.	9,3	7,6	15,1	8,8	6,8
DPS	39,59	0,00	0,00	0,00	77,13
DYield	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	1,3%
Zmiana prognoz					
EBITDA			+24,9%	+3,9%	-5,7%
Zysk netto			+285,4%	+3,7%	-12,1%
Sprzedaż det/mkw.			-2,5%	+3,6%	+3,5%
SG&A/mkw.			-4,3%	+0,3%	+2,8%
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	6 074	8 390	9 900
zmiana r/r	10,0%	11,1%	-25,5%	38,1%	18,0%
E-commerce	712	1 042	2 175	2 392	2 607
zmiana r/r	97,3%	46,4%	108,6%	10,0%	9,0%
udział e-commerce	9%	11%	26%	22%	21%
Przepływy oper. (bez M	1 212	2 418	1 607	1 636	2 006
D&A	349	431	479	527	609
D&A (MSSF 16)	0	597	673	717	796
Kapitał obrotowy	125	-25	521	-84	-49
Przepływy inw.	-704	-910	-930	-1 226	-714
Przepływy fin.	21	-554	-614	-385	-1 112
Dywidenda/buyback	73	0	0	0	143
FCF	-47	156	147	-239	568
FCF/EBITDA	-4%	12%	22%	-20%	38%
CFO/EBITDA	110%	115%	115%	83%	85%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Sprzedaż det/mkw.	385	478	503	499	494	494	493	496	497	499	499
SG&A/mkw.	244	273	277	280	267	267	268	272	277	281	281
Powierzchnia	1 377	1 547	1 733	1 902	2 036	2 162	2 269	2 382	2 485	2 595	2 595
Przychody	8 249	10 781	12 507	13 884	14 962	16 067	17 107	18 238	19 334	20 517	20 517
EBITDA	682	1 207	1 512	1 694	1 865	2 009	2 143	2 289	2 439	2 567	2 567
marża EBITDA	8,3%	11,2%	12,1%	12,2%	12,5%	12,5%	12,5%	12,6%	12,6%	12,5%	12,5%
EBIT	203	680	902	1 077	1 254	1 391	1 508	1 627	1 685	1 813	1 813
Podatek	130	136	180	215	251	278	302	325	337	363	363
CAPEX	-926	-1 226	-714	-589	-656	-730	-809	-894	-754	-754	-754
Kapitał obrotowy	521	-84	-49	21	-110	-34	-32	-34	-298	-333	-333
FCF	147	-239	568	911	848	967	1 001	1 036	1 050	1 117	1 145
PV FCF	142	-214	470	697	599	631	603	576	539	530	
WACC	8,1%	8,1%	8,2%	8,2%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Powierzchnia (Reserved)	617	672	686	706	727
Powierzchnia (Cropp)	134	151	168	187	207
Powierzchnia (House)	116	130	148	164	183
Powierzchnia (Mohito)	109	114	115	119	128
Powierzchnia (Sinsay)	103	175	253	363	480
MBNS	54,7%	53,0%	50,7%	51,9%	51,9%
Dług netto/EBITDA (x)	-0,8	-0,8	-1,2	-0,4	-0,6

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdyskontowana wartość FCF	13 944
Dług netto	-1 081
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	8 100

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	6 100
DCF	50%	8 100
Cena wynikowa		7 100
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		7 600

VRG kupuj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Kurs VRG zareagował negatywnie na rosnące zachorowania na COVID'19 w Polsce oraz na ryzyko wprowadzenia lockdown, które się zmaterializowało. VRG raportuje wyniki za 3Q'20 dnia 10 listopada 2020 roku. Zgodnie z raportami miesięcznymi oczekujemy spadku sprzedaży o 1% r/r do 249,3 mln PLN w 3Q'20 oraz wzrostu wyniku EBIT o 6% r/r do 13,4 mln PLN. Zwracamy uwagę na odporność segmentu jubilerskiego na bieżące niekorzystne warunki (segment poprawił sprzedaż w każdym miesiącu 3Q'20). Pomimo dobrych wyników sprzedażowych spółki za 3Q'20, szacunki sprzedaży za październik wskazują na powrót do istotnego zmniejszenia sprzedaży r/r (-30,6% r/r). Najgorzej w październiku radził sobie segment odzieżowy (-42,3% r/r), a znacznie lepiej segment jubilerski (-4,9% r/r). Spadek sprzedaży r/r w segmencie odzieżowym jest znacznie wyższy niż raportowany przez PRCH wskaźnik spadku odwiedzalności w galeriach handlowych w październiku. Możliwą przyczyną spadku sprzedaży jest złe przyjęcie kolekcji, co stanowiłoby ryzyko dla naszych prognoz dla spółki na 2020 rok. Wyniki w listopadzie będą istotnie obciążone przez wprowadzenie lockdown. VRG ma zdrowy bilans, co minimalizuje ryzyko utraty płynności w przypadku zamknięcia sklepów stacjonarnych. Zakładamy, że prowadzona optymalizacja kapitału obrotowego (zmniejszenie zamówień oraz wydłużenie terminów płatności zobowiązań) pozwoli na utrzymanie relatywnie stabilnego poziomu długu netto r/r na koniec 2020 roku (spółka odnotowała istotną poprawę długu netto r/r na koniec 2Q'20).

Cena bieżąca Cena docelowa

1,99 PLN **potencjał zmiany**3,14 PLN **+57,8%**

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

Podstawowe dane			VRG PW	vs. WIG
Ticker	VRG PW	Zmiana 1M	-17,9%	-14,4%
ISIN	PLVSTLA00011	Zmiana YTD	-50,7%	-32,5%
Liczba akcji (mln)	234,5	Średni obrót 1M	0,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	466,6	Średni obrót 6M	0,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	536,3	EV/EBITDA 12M fwd	5,1	-39,5%
Free float	36,7%	EV/EBITDA 5Y avg	8,4	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	806	1 068	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	8,7	7,1	58,5	16,1	8,8
P/BV	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA skor.	5,9	4,8	13,6	7,4	5,1
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2020P	2021P	2022P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
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
Dodatkowy D&A (MSSF 16)		87	96	99	104
Kapitał obrotowy	-21	-75	7	9	-25
Przepływy inw.	-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**PRZEWAGA (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku**RÓWNOWAGA (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku**NIEDOWAGA (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/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”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem:https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_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 5 listopada 2020 o godzinie 8:30.

Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 5 listopada 2020 o godzinie 8:30.

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, Gaming Factory S.A., 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 I Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pfeiderer Group, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primetech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawlplug, 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 I Dom Maklerski, Pfeiderer Group, Primetech.

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Biura maklerskiego mBanku.

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

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

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

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

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

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

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

Grupy porównawcze wykorzystywane w wycenie poszczególnych spółek

11 bit studios	Activision, Blizzard, CAPCOM, Electronic Arts, Paradox Interactive, Take Two Interactive, Ubisoft Entertainment
Agora	Axel Springer, Cinemark Holdings, Cineworld, Daily Mail&General, IMAX Corp, JC Decaux, Lagardere, Sanoma, Schibsted, Stroeer Media
AmRest	Alsea, Autogrill, Chipotle Mexican, Collins Foods, Jack In The Box, McDonalds, Mitchells & Butlers, Starbucks, Texas Roadhouse, Wendy's, Yum! Brands
Asseco Poland	Atos, CAP Gemini, Comarch, Computacenter, Fiserv, Indra Sistemas, Oracle, Sage Group, SAP, Software AG
CCC	Adidas, Asos, Boohoo.com, Caleries, Crocs, Foot Locker, Geox, Nike, Steven Madden, Tod's, Zalando
CD Projekt	Activision, Blizzard, CAPCOM, Electronic Arts, Take Two Interactive, Ubisoft Entertainment
CEZ	EDF, EDP, Endesa, Enea, Enel, Energa, EON, Innogy, PGE, RWE, Tauron
Ciech	Akzo Nobel, BASF, Bayer, Ciner Resources, GHCL, Hongda Xindye, Huntsman, ICI Pakistan, MISR Chemical, PCC Rokita, OCI, Qingdao, Sesoda, Shandong Haihua, Soda Samayii, Solvay, Tangshan Sanyou Chemical, Tata Chemicals, Tessenderlo Chemie, Wacker Chemie
Cognor	AK Steel, Alumetal, ArcelorMittal, Baoshan Iron & Steel, Commercial Metals, HeSteel, Hitachi Metals, Hyundai Steel, JFE Holdings, JSW Steel, Kloeckner & Co, Metalurgica Gerdau, Nippon Yakin Kogyo, Nucor, Olympic Steel, Outokumpu, POSCO, Salzgitter, SSAB, Steel Authority Of India, Steel Dynamics, Tata Steel, thyssenkrupp, United States Steel Corp, voestalpine
Comarch	Asseco Poland, Atos, CAP Gemini, Computacenter, Fiserv INC, Indra Sistemas, Oracle Corp, Sage Group, SAP, Software AG, Tieto
Cyfrowy Polsat	BT Group, Comcast, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Iliad, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Netia, O2 Czech, Orange, Orange Polska, Shaw Communications, Talktalk Telecom, Tele2, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
Dino	Carrefour, Eurocash, Jeronimo Martins, Magnit, Metro, O'Key Group, Tesco, X5
Eurocash	Carrefour, Dino, Jeronimo Martins, Magnit, Metro, O'Key Group, Tesco, X5
Famur	Caterpillar, Epiroc, Komatsu, Sandvik, Weir Group, Metso, Flsmidth
Grupa Azoty	Acron, Agrium, CF Industries, Israel Chemicals, K+S, Mosaic, Phosagro, Potash, Yara
Jeronimo Martins	BIM, Carrefour, Dino, Eurocash, Magnit, Metro, O'Key, Group, Tesco, X5
JSW	Alliance Resource Partners, Arch Coal, Banpu Public, BHP Billiton, Bukit Asam, China Coal, Cloud Peak Energy, Cokal, Henan Shenhua, LW Bogdanka, Natural Resource Partners, Peabody Energy, Rio Tinto, Semirara Mining and Power, Shaanxi Heima, Shanxi Xishan Coal & Elec, Shougang Fushan Resources, Stanmore Coal, Teck Resources, Terracom, Walter Energy, Warrior Met Coal, Yanzhou Coal Mining
Kernel	ADM, Andersnons, Astarta, Avangard, Bunge, China Agri Industries, Felda Global, Golden Agri Resources, GrainCorp, IMC, MHP, Milkiland, Nisshin Oillio Group, Ovostar, Wilmar
Kęty	Alcoa, Alumetal, Amag, Amcor, Bemis, Century Aluminium, China Hongoiao, Constelium, Fuji Seal, Kaiser Aluminium, Mercor, Midas Holdings, Nippon Light Metal, Norsk Hydro, UACJ, United CO Rusal
KGHM	Anglo American, Antofagasta, BHP Billiton, Boliden, First Quantum Minerals, Freeport-McMoRan, Grupo Mexico, KAZ Minerals, Hudbay, Lundin, MMC Norilsk Nickel, OZ Minerals, Rio Tinto, Sandfire Resources, Southern Copper, Vedanta Resources
Kruk	Arrow Global, Collection House, Credit Corp, Encore Capital, Intrum, PRA Group
Lotos, MOL	Aker BP, Bashneft, BP, ENI, Gazpromneft, Hellenic, Lotos, Lukoil, MOL, Motor Oil, Neste, OMV, OMV Petrom, PKN, Repsol, Rosneft, Saras, Shell, Statoil, Total, Tullow Oil, Tupras
LPP	CCC, H&M, Hugo Boss, Inditex, Marks & Spencer, Next, Tom Tailor
Netia	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Mobile Telesystems, O2 Czech, Orange, Orange Polska, Rostelecom, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
Orange Polska	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Mobile Telesystems, Netia, O2 Czech, Orange, Rostelecom, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
PGNiG	A2A, BP, Centrica, Enagas, Endesa, Enea, Energa, Engie, ENI, EON, Galp Energia, Gas Natural, Gazprom, Hera, MOL, Novatek, OMV, Red Electrica, Romgaz, RWE, Shell, Snam, Statoil, Total
PKN Orlen	Braskem, Dow Chemical, Eastman, Formosa Plastics, Hellenic Petroleum, Huntsman, Lotos, Lotte, Lyondellbasell, Mitsubishi, Mitsui Chemicals, MOL, Motor Oil, Neste, OMV, OMV Petrom, Petronas, Saras, Tupras, Westlake Chemical
PKP Cargo	Aurizon Holdings, Canadian National Railway, Canadian Pacific Railway, Center for Cargo Container, China Railway Group, China Railway Tielong Container Logistics, CSX Corp, Daqin Railway, Global Ports Holding, Globaltrans Investment, Hamburger Hafen und Logistik, Hub Group, Kansas City Southern, Kuehne + Nagel International, Log-In Logistica Intermodal, Nikkon Holdings, Norfolk Southern Corp, Rumo, Tidewater Midstream, Union Pacific Corp
Play	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Netia, O2 Czech, Orange, Orange Belgium, Orange Polska, TalkTalk, Tele2, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vimpel, Vodafone Group
PlayWay	Activision, Blizzard, CAPCOM, Electronic Arts, Hasbro, Konami, SEGA Sammy, Take Two Interactive, Ubisoft Entertainment, Gungho Online, Squasre Enix, Playtech, 11 bit studios
Polenergia	Abo Wind, Avangrid, Azure Power Global, Boralex, Cez, Clearway Energy, E.On, EdF, EDP, EDP Renovaveis, Elia Group, Encavis, Endesa, Enel, Engie, Eolus Wind, EVN, Falck Renewables, Fortum, Iberdrola, Iren, National Grid, Neoen, Orsted, PNE, Red Electrica, Redes Energeticas, Renova, RWE, Scatec Solar, Solaria Energia, SSE, Terna, Terna Energy, Tilt Renewables, Transalta Renewables, Xcel Energy
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 Recycling
Sygnity	Ailleron, 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
data wydania	2020-06-29	2020-05-21	2020-04-01	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	38,50	36,50	39,00	43,20

Agora

rekomendacja	trzymaj	akumuluj
data wydania	2020-06-03	2020-04-15
cena docelowa (PLN)	8,60	8,60
kurs z dnia rekomendacji	8,36	7,74

Ailleron

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

Alior Bank

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2020-11-05	2020-06-03	2020-04-16	2020-03-30	2020-02-21	2019-11-06
cena docelowa (PLN)	14,98	14,98	21,00	24,72	30,50	31,00
kurs z dnia rekomendacji	13,39	15,19	16,45	13,00	26,62	29,34

Alumetal

rekomendacja	równoważ	niedoważaj	niedoważaj	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2020-10-19	2020-09-30	2020-07-30	2020-06-29	2020-05-21	2020-04-01	2020-02-27	2020-01-30	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	36,00	35,90	38,00	40,10	37,00	34,60	43,50	42,80	39,30

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

Apator

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

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
data wydania	2020-08-07	2020-05-05	2020-02-28	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	43,70	31,40	28,80	25,60

Astarta

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2020-10-27	2020-05-11	2020-04-01	2020-01-30	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	21,80	11,75	11,50	15,90	15,90

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
data wydania	2020-05-05	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	2,94	3,06

Boryszew

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

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	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2020-11-05	2020-10-02	2020-09-02	2020-06-03	2020-05-05	2020-02-05	2019-12-05	2019-11-06
cena docelowa (PLN)	421,60	429,10	429,10	388,10	342,50	284,20	281,30	276,40
kurs z dnia rekomendacji	381,20	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	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-11-05	2020-10-02	2020-07-02	2020-05-29	2020-04-14	2020-02-13	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	34,27	30,10	34,09	38,94	45,14	47,46	44,41
kurs z dnia rekomendacji	27,45	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
data wydania	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	3,84

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	redukuj	sprzedaj	trzymaj	kupuj
data wydania	2020-11-05	2020-09-30	2020-05-20	2020-01-16
cena docelowa (PLN)	39,19	39,19	41,56	47,82
kurs z dnia rekomendacji	44,80	47,10	40,00	40,85

Grupa Azoty

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

Handlowy

rekomendacja	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2020-11-05	2020-06-03	2020-04-16	2020-03-30	2020-02-27	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	37,64	37,64	39,86	45,66	63,46	57,44
kurs z dnia rekomendacji	29,60	38,00	39,50	44,00	55,90	51,70

ING BSK

rekomendacja	trzymaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	trzymaj
data wydania	2020-11-02	2020-06-03	2020-04-16	2020-03-30	2020-02-04	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	117,78	117,78	114,14	126,36	170,00	187,77
kurs z dnia rekomendacji	124,40	145,20	141,00	153,80	202,00	190,80

Jeronimo Martins

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

JSW

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	sprzedaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	kupuj
data wydania	2020-11-05	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)	20,14	25,96	15,82	16,41	9,78	15,34	18,41	23,32	28,04
kurs z dnia rekomendacji	18,20	25,00	15,18	17,40	12,85	15,15	19,78	22,68	18,80

Kernel

rekomendacja	kupuj	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2020-11-05	2020-09-23	2020-06-03	2020-02-05	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	53,66	56,35	44,58	47,25	41,60
kurs z dnia rekomendacji	39,00	39,90	43,80	47,20	41,20

Grupa Kęty

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2020-11-05	2020-09-02	2020-06-25	2020-04-07	2020-03-04	2019-12-05	2019-11-06
cena docelowa (PLN)	422,81	465,74	453,70	335,96	360,29	335,44	333,45
kurs z dnia rekomendacji	410,00	482,50	432,00	339,00	381,00	338,50	313,50

KGHM

rekomendacja	redukuj	trzymaj	sprzedaj	sprzedaj	redukuj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	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
cena docelowa (PLN)	103,84	124,67	62,94	46,83	46,83	76,92	86,33	85,54	96,13	96,14
kurs z dnia rekomendacji	115,15	129,45	88,10	74,00	54,64	77,82	96,44	88,66	96,70	91,64

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	przeważaj	równoważ	przeważaj	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2020-10-29	2020-06-29	2020-05-21	2020-05-13	2020-01-30	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	53,20	60,40	59,00	54,80	52,20	45,80

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	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-11-05	2020-10-02	2020-08-04	2020-07-02	2020-06-03	2020-05-05	2020-03-24	2020-02-05	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	7 600,00	7 900,00	7 900,00	6 900,00	6 900,00	5 800,00	5 800,00	10 100,00	10 100,00
kurs z dnia rekomendacji	5 995,00	6 800,00	7 105,00	6 110,00	6 980,00	6 075,00	4 902,00	8 610,00	8 575,00

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
data wydania	2020-06-03	2020-04-16	2020-03-30	2020-03-04	2020-02-05	2019-12-05	2019-11-06
cena docelowa (PLN)	3,72	3,38	4,06	5,47	5,47	5,47	5,18
kurs z dnia rekomendacji	2,64	3,28	3,30	5,06	5,91	5,49	6,40

MOL

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	akumuluj
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
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
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

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

PGE

rekomendacja	zawieszona	zawieszona
data wydania	2020-04-27	2020-02-27
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,05	5,15

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	akumuluj	trzymaj	akumuluj	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2020-11-05	2020-06-03	2020-04-16	2020-03-30	2020-03-04	2020-02-05	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	22,58	22,58	24,85	26,90	39,69	39,69	39,50
kurs z dnia rekomendacji	20,44	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

Polenergia

rekomendacja	kupuj
data wydania	2020-10-30
cena docelowa (PLN)	62,99
kurs z dnia rekomendacji	42,60

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

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

Sygnity

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

Tarczyński

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

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	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj	kupuj
data wydania	2020-11-05	2020-09-02	2020-07-02	2020-06-03	2020-05-26	2020-05-05	2020-04-23
cena docelowa (PLN)	722,00	623,00	592,00	592,00	592,00	462,00	462,00
kurs z dnia rekomendacji	640,00	548,00	548,00	505,00	539,00	450,00	371,00

TIM

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2020-10-29	2020-06-29	2020-04-01	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	13,70	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 Szpigel
 +48 22 438 24 06
pawel.szpigel@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