wtorek, 8 grudnia 2020 | opracowanie cykliczne

Rynek akcji w 2021: strategia inwestycyjna

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

W najbliższych tygodniach dane o zachorowaniach na COVID-19 będą „straszyły" rynki. W Europie liczba nowych przypadków może ponownie wzrosnąć, a część restrykcji zostanie utrzymana. Tym niemniej, gospodarki coraz lepiej radzą sobie funkcjonując w otoczeniu epidemii, a naszym zdaniem rozpoczęcie szczepień pozwala oczekiwać, że w 2021 roku wzrost gospodarczy w najbardziej dotkniętych COVIDem USA i Europie będzie szybszy niż zakłada konsensus prognoz.

Kraje świata zachodniego w dalszym ciągu będą prowadzić skoordynowaną stymulację fiskalno-monetarną, której celem będzie wsparcie konsumenta i przedsiębiorstw, ochrona rynku pracy i monetyzacja gigantycznego długu poprzez utrzymanie realnych ujemnych stóp procentowych. W takim otoczeniu, oczekiwane przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego i większe poczucie bezpieczeństwa konsumentów ponownie obniży stopę oszczędności, a w efekcie podtrzyma inflację aktywów, w tym również wzrost cen akcji.

Drogie spółki technologiczne pozostaną drogie. Sektory najbardziej dotknięte epidemią i kryzysem gospodarczym będą odrabiały straty powstałe w 2020 roku. Rotacja do spółek cyklicznych zaczęła się w październiku i naszym zdaniem będzie trwać przez większą część 2021 roku. Warto pamiętać o realnej groźbie wprowadzenia dodatkowych regulacji ograniczających pozycje rynkową MegaCaps w USA, co tylko przyspieszyłoby wspomnianą rotację.

Kluczowym czynnikiem ryzyka pozostaje coraz bardziej napięta sytuacja pomiędzy USA i Chinami. Silny konsensus w Kongresie co do uchwalania kolejnych działań antychińskich jasno wskazuje, że administracja Bidena będzie kontynuowała agresywną politykę Trumpa. Dotychczas powściągliwa reakcja Chin może się zmienić. Ogniskiem zapalnym nadal jest Iran. USA i UE podejmą próbę odnowienia relacji transatlantyckich, co dla rynków oznaczałoby m.in. porozumienie ws. ceł. W najbliższych dniach UE musi przyjąć budżet na lata 2021-27 oraz budżet odbudowy. Dla Polski to szansa (łącznie ok. 125 mld EUR) i ryzyko (wykluczenie z budżetu odbudowy w przypadku braku porozumienia).

Słabości WIG20 w roku 2020 staną się zaletami w 2021 roku – również z perspektywy inwestorów zagranicznych oceniających rynki wschodzące. WIG20 zmniejszy dyskonto powstałe w 2020 roku vs. MSCI EM m.in. dzięki globalnej rotacji do spółek cyklicznych (wysoki udział w indeksach GPW). Ciekawe IPO przyciągają kapitał zagraniczny i inwestorów indywidualnych, zmieniają percepcję GPW, jako giełdy nie tylko spółek Skarbu Państwa. COVID-19 ustąpi, co stwarza większe pole do poprawy wyników przez polskie firmy (m.in. dzięki restrukturyzacji kosztowej) niż analogiczne podmioty z rynków wschodzących (efekt bazy). Rok 2021 przyniesie przełom w wieloletnim trendzie odpływu netto kapitału z części akcyjnej w krajowych funduszach. Uważamy, że w latach 2021-22 do funduszy w tej klasie aktywów trafi łącznie 12,2 mld PLN (-21 mld PLN w 2018-20), z czego 7 mld PLN w ramach TFI, 4,5 mld PLN poprzez PPK i 0,7 mld PLN jako pozostała część systemu emerytalnego.

W pozytywnym scenariuszu dla rynku akcji i oczekiwanej poprawie zysków, zalecamy przeważenie sektorów: finansowego (rynek fuzji i przejęć, warunkowe wypłaty dywidend), paliwowego (wzrost cen gazu i odbudowa marż rafineryjnych), spółek przemysłowych (niższa presja kosztowa, poprawa koniunktury w Niemczech, sprzyjający kurs EUR/PLN), spółek surowcowych (wzrost popytu na surowce, słabnący USD, niskie zapasy globalne) oraz handlu detalicznego (optymalizacja sieci sprzedaży, dźwignia operacyjna).

Kluczowe rekomendacje

Pozytywne: AC, Asseco Poland, Astarta, CCC, CEZ, Cognor, Eurocash, Jeronimo Martins, JSW, Famur, Lotos, LPP, Mangata, Moneta Money Bank, MOL, Kernel, Pekao, Polenergia, PGNiG, PZU, Sygnity, Stalprodukt, Ten Square Games, TIM, VRG, Wirtualna Polska

Negatywne: Allegro

Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
AC	przeważaj ▲	-
Agora	akumuluj ▲	7,60 PLN ▼
Alumetal	równoważ ►	-
Amica	równoważ ▼	-
AmRest	zawieszona ►	-
Apator	równoważ ►	-
Astarta	przeważaj ►	-
BNP Paribas Polska	akumuluj ▼	64,45 PLN ►
Boryszew	równoważ ►	-
CCC	kupuj ▲	89,00 PLN ▼
CD Projekt	trzymaj ▼	445,10 PLN ▲
Ciech	trzymaj ▼	32,59 PLN ▼
Cognor	kupuj ►	2,29 PLN ▲
Cyfrowy Polsat	trzymaj ►	27,90 PLN ▲
Dino	trzymaj ▲	263,10 PLN ▲
Enea	zawieszona ►	-
Energa	zawieszona ►	-
Erste Group	kupuj ►	30,58 EUR ▲
Famur	kupuj ►	3,30 PLN ▲
Forte	równoważ ►	-
GPW	redukuj ►	40,60 PLN ▲
Grupa Azoty	trzymaj ►	24,54 PLN ▼
Grupa Kęty	trzymaj ►	472,99 PLN ▲
JSW	kupuj ▲	36,58 PLN ▲
Kernel	kupuj ►	57,39 PLN ▲
KGHM	trzymaj ▲	152,27 PLN ▲
Komercni Banka	akumuluj ▼	682,02 CZK ▲
Kruk	kupuj ►	174,96 PLN ▼
Kruszwica	równoważ ▼	-
Lotos	kupuj ►	49,01 PLN ▲
LPP	kupuj ►	8500 PLN ▲
Mangata	przeważaj ▲	-
MOL	kupuj ►	2379 HUF ▲
Moneta Money B	kupuj ►	82,70 CZK ▲
Netia	trzymaj ►	4,70 PLN ▲
Orange Polska	kupuj ►	8,20 PLN ▼
OTP Bank	akumuluj ►	13800 HUF ▲
PGE	zawieszona ►	-
PGNiG	kupuj ►	6,39 PLN ▲
PKN Orlen	trzymaj ►	58,40 PLN ▲
PKP Cargo	trzymaj ►	13,97 PLN ▲
Play	zawieszona ▲	-
PlayWay	trzymaj ►	590,00 PLN ▲
Pozbud	zawieszona ►	-
RBI	akumuluj ▼	18,22 EUR ▲
Skarbiec Holding	kupuj ▲	30,74 PLN ▲
Stalprodukt	kupuj ►	370,99 PLN ▲
Tauron	zawieszona ►	-
Ten Square Games	kupuj ▲	724,00 PLN ▲
TIM	przeważaj ►	-
Wirtualna Polska	akumuluj ▲	93,00 PLN ▲

mBank Biuro maklerskie

Spis treści

1. Rynek akcji ... 3
2. Sektory ... 13
3. Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu ... 21
4. Zaskoczenia na wynikach spółek w poszczególnych kwartałach ... 22
5. Prognozy i rekomendacje Biura maklerskiego mBanku na tle konsensusu ... 25
6. Aktualne rekomendacje Biura maklerskiego mBanku ... 26
7. Statystyki rekomendacji ... 28
8. Finanse ... 29
8.1. Alior Bank ... 29
8.2. BNP Paribas Polska ... 30
8.3. Handlowy ... 31
8.4. ING BSK ... 32
8.5. Millennium ... 33
8.6. Pekao ... 34
8.7. PKO BP ... 35
8.8. Santander Bank Polska ... 36
8.9. Komercni Banka ... 37
8.10. Moneta Money Bank ... 38
8.11. Erste Group ... 39
8.12. RBI ... 40
8.13. OTP Bank ... 41
8.14. PZU ... 42
8.15. Kruk ... 43
8.16. Skarbiec Holding ... 44
8.17. GPW ... 45
9. Chemia ... 46
9.1. Ciech ... 46
9.2. Grupa Azoty ... 47
10. Surowce ... 48
10.1. JSW ... 48
10.2. KGHM ... 49
11. Paliwa ... 50
11.1. Lotos ... 50
11.2. MOL ... 51
11.3. PGNiG ... 52
11.4. PKN Orlen ... 53
12. Energetyka ... 54
12.1. CEZ ... 54
12.2. Enea ... 55
12.3. Energa ... 56
12.4. PGE ... 57
12.5. Polenergia ... 58
12.6. Tauron ... 59
13. Telekomunikacja ... 60
13.1. Cyfrowy Polsat ... 60
13.2. Netia ... 61
13.3. Orange Polska ... 62
14. Media ... 63
14.1. Agora ... 63
14.2. Wirtualna Polska ... 64
15. IT ... 65
15.1. Allegro ... 66
15.2. Asseco Poland ... 67
15.3. Comarch ... 68
15.4. Sygnity ... 69
16. Gaming ... 70
16.1. 11 bit studios ... 70
16.2. CD Projekt ... 71
16.3. PlayWay ... 72
16.4. Ten Square Games ... 73
17. Przemysł, surowce ... 74
17.1. Cognor ... 79
17.2. Famur ... 80
17.3. Grupa Kęty ... 81
17.4. Kernel ... 82
17.5. PKP Cargo ... 83
17.6. Stalprodukt ... 84
18. Handel ... 85
18.1. CCC ... 85
18.2. Dino ... 86
18.3. Eurocash ... 87
18.4. Jeronimo Martins ... 88
18.5. LPP ... 89
18.6. VRG ... 90

Rynek akcji

Krótkie podsumowanie strategii na 2020 rok

W 2020 roku nie udało nam się właściwie odczytać wpływu stymulacji fiskalno-monetarnej na zatrzymanie kryzysu gospodarczego i odreagowania rynków finansowych w maju. Zakładaliśmy większe i bardziej długotrwałe spowolnienie, przez co w kluczowym momencie nie zmieniliśmy naszej strategii dla rynków rozwiniętych na pozytywną. Pocieszamy się tym, że mimo odbicia światowych indeksów, GPW nadal zachowywała się relatywnie słabo – do października będąc jednym z najsłabszych indeksów na świecie (słabsze zachowanie WIG20 vs. MSCI EM o blisko 25%).

Co się udało? Skutecznie oceniliśmy wpływ COVID-19 na światową gospodarkę i rynki już na początku pandemii w Chinach, przyjmując że skala epidemii będzie zupełnie inna niż SARS i wywoła globalny kryzys (negatywna rekomendacja dla rynków). Również to, że w przeciwieństwie do Azji, w Europie i USA epidemia będzie trwać dużo dłużej i jej skala będzie zupełnie inna. Wreszcie, że fatalne jesienne odczyty o nowych przypadkach COVID-19 w Europie zaczną się odwracać w połowie listopada, co będzie dobrą okazją do kupna akcji na GPW. W strategii na 2020 wiele miejsca poświęciliśmy sytuacji geopolitycznej i konfliktowi USA-Chiny. Porozumienie ws. ceł nie zakończyło sporu, a konflikt przybrał nowy wymiar (również teraz poświęcamy mu wiele uwagi, jako jednemu z głównych czynników ryzyka).

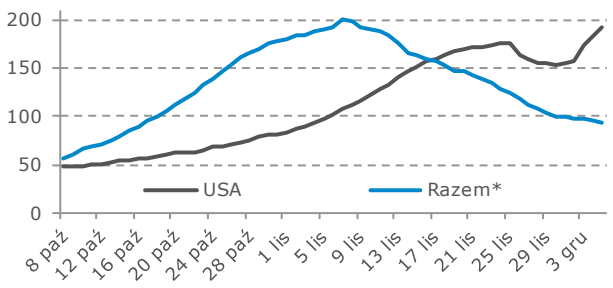
COVID-19 w odwrocie, szczepionki przywrócą „normalność"

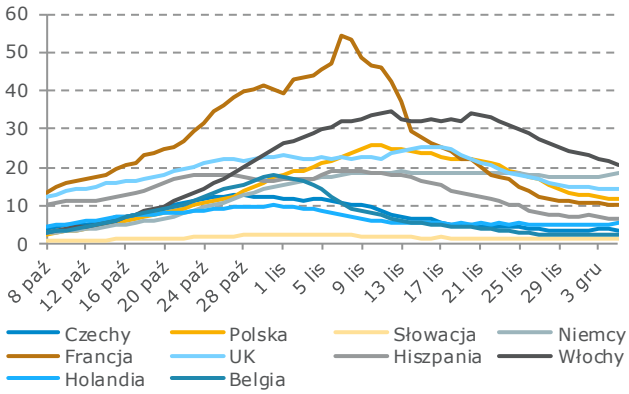
- **Druga fala COVID powoli ustępuje w Europie i nadal narasta w USA; ze względu na nadal utrzymującą się wysoką liczbę nowych przypadków części ograniczeń wymaga utrzymania w kolejnych tygodniach, ale nie dewastuje gospodarki jak wiosną.**
- **Trzecia fala COVID-19 (wiosna 2021 r.) będzie miała łagodniejszy przebieg, bez istotnego wpływu na PKB.**

Druga fala powoli ustępuje...

Od połowy listopada liczba nowych przypadków COVID w Europie wyraźnie spada, co jest efektem wprowadzonych w październiku istotnych ograniczeń. Brak takich restrykcji w USA powoduje, że po trzech tygodniach od szczytu zachorowań w Europie średnia 7-dniowa w USA zaczęła się wypłaszczać, jednak ostatnie kilka dni przyniosło ponowy jej wzrost. W Europie tempo cofania się epidemii jest różne w poszczególnych krajach. W Hiszpanii, Wielkiej Brytanii, Włoszech czy Polsce nadal obserwujemy obniżenie się 7-dniowej średniej, przy czym dynamika spadku wyraźnie wyhamowuje. W Niemczech średnia utrzymuje się na nadal na wysokim poziomie (18 tys.). W krajach takich jak Francja, Czechy, Niderlandy, Słowacja czy Belgia spadek liczby nowych przypadków zatrzymał się, stabilizując na pewnym poziomie, przy czym poziom ten w relacji do maksymalnego jest bardzo różny (od 14% w Belgii do 50% w Niderlandach).

Liczba nowych przypadków COVID-19 w wybranych krajach europejskich i USA (średnia 7-dniowa)

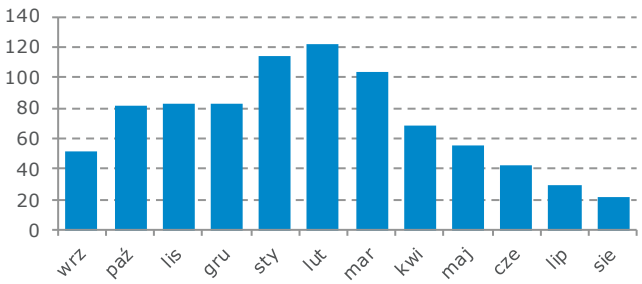




Źródło: Worldometers; *Razem oznacza kraje europejskie wymienione na drugim wykresie

Ostatnia grupa państw jest o tyle istotna, że w Europie to one zapoczątkowały odwracanie się negatywnych trendów. Uważamy, że podobnie jak w tej grupie, w przypadku największych krajów (będących obecnie na ścieżce spadku średniej zachorowalności) średnie spadną do pewnego poziomu i wypłaszczą się, wskazując na nadal utrzymujące się ryzyko nawrotu epidemii w kolejnych tygodniach (nie objętych jeszcze ochroną szczepionkową). W najbliższych trzech tygodniach średnie mogą nawet ponownie rosnąć, co wynika ze zwiększonej mobilności osób przed okresem świątecznym. Wyraźnie widać, że w ostatnich dniach dynamika spadku średniej w największych krajach spowolniła. W efekcie część ograniczeń pozostanie utrzymana. Nasza ocena sytuacji wynika m.in. z sezonowości zachorowań na „typową" grypę, co na przykładzie Polski (woj. mazowieckie) prezentuje poniższy wykres. Zbyt wczesne „zdjęcie" ograniczeń – szczególnie w okresie świątecznym – grozi ponownym, istotnym wzrostem zachorowalności. Jest to czynnik ryzyka dla pozytywnego scenariusza na rynku akcji w krótkim terminie (wbrew konsensusowi, odsunięcie w czasie momentum odbicia gospodarczego).

Sezonowość grypy na przykładzie woj. mazowieckiego (2018/19, zachorowania (tys.)



Źródło: http://wsse.waw.pl/

... trzecia będzie łagodniejsza dzięki szczepionkom

Taki scenariusz oznacza, że COVID-19 będzie towarzyszył nam jeszcze w roku 2021. Pozostałość drugiej fali będzie początkiem kolejnej, a rozpoczęcie szczepień nie wyeliminuje całkowicie jej nadejścia w okresie wiosennym (marzec-kwiecień). Optymistyczne jest to, że prognozowana skala zachorowań, a przede wszystkim jej wpływ na gospodarkę będzie jeszcze mniejszy niż fali drugiej. Ze względu na większą dostępność leków łagodzących przebieg choroby powinna też spaść relatywna liczba hospitalizacji i przypadków śmiertelnych. W krajach europejskich plany szczepień zakładają, że lek będzie dostępny dla wszystkich

obywateli do końca pierwszego półrocza – z założenia nie obejmie zatem całej populacji w okresie wiosennym. W pierwszej kolejności będą poddawane szczepieniu grupy najwyższego ryzyka (starsi, przewlekle chorzy). Może to powodować wystąpienie kolejnej fali ograniczeń, ale już zdecydowanie mniej restrykcyjnych niż w 2020 roku. Z punktu widzenia rynków finansowych ryzyko przestanie być brane pod uwagę.

Sytuacja geopolityczna coraz bardziej napięta

- **Konflikt USA-Chiny przybiera na sile. W „rozgrywkę mocarstw" wciągane są kolejne kraje, a administracja Bidena będzie kontynuowała twardą politykę antychińską na wszystkich polach sporu. Sytuacja w basenie Morza Południowochińskiego grozi niekontrolowanym wybuchem lokalnego konfliktu.**
- **Europa stoi przed kluczowymi wyborami w nowym rozdaniu geopolitycznym. Pierwsze miesiące roku to nadzieje na odnowienie relacji z USA – w tym porozumienia handlowego.**

Rozejm w wojnie handlowej nie zakończył konfliktu USA-Chiny – podsumowanie 2020

Ocena sytuacji geopolitycznej pozostaje ważnym elementem perspektyw dla rynku akcji. W naszej ocenie ryzyko konfliktu pomiędzy USA a Chinami w dalszym ciągu jest wysokie i wynika ze starcia dotychczasowego championa z pretendentem. Poza innym stylem działania, nie zmienia tego również nowa administracja w Waszyngtonie. W kwestii Chin obowiązuje w USA ponadpartyjny konsensus. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, wynegocjowane przez Trumpa i Xi porozumienie handlowe nie zakończyło okresu napięć. Ostatni rok przyniósł wyraźną eskalację konfliktu na poziomie technologicznym (wzajemne rozszerzenie listy firm objętych sankcjami i dostępem do rynku) i przede wszystkim militarnym, gdzie w przeciwieństwie do pierwszych lat prezydentury Trumpa, działania USA prowadzone były w sposób bardziej skoordynowany z sojusznikami w regionie.

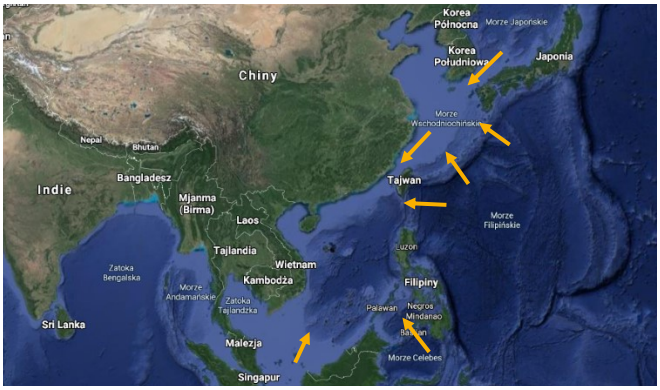
Chiny przeszły przez COVID-19 oraz załamanie gospodarcze najlepiej ze wszystkich kluczowych gospodarek świata i pozostają jedynym wielkim krajem, gdzie PKB powrócił do poziomu sprzed pandemii. Jednocześnie niższe koszty wychodzenia z kryzysu powodują, że Chiny nadal posiadają dużą przestrzeń dla polityki monetarnej i fiskalnej na wypadek kolejnych perturbacji ekonomicznych, a jednocześnie budują ogromny, wewnętrzny rynek zbytu – coraz bardziej uniezależniając się od rynków zewnętrznych. Kraje mogące ograniczać Chinom ścieżkę ekspansji znalazły się w kryzysie gospodarczym i politycznym (relacje USA-UE). Biorąc pod uwagę te czynniki, Chiny coraz wyraźniej stawiają żądania terytorialne, czego najlepszym przykładem jest eskalacja konfliktu na Morzu Południowochińskim i w relacjach z Tajwanem. W odpowiedzi, polityka USA w regionie staje się coraz bardziej konfrontacyjna, co naszym zdaniem stanowi jeden z głównych czynników ryzyka w 2021 roku.

Morze Południowochińskie i Tajwan – beczka prochu i obecnie główny geopolityczny czynnik ryzyka

Może Południowochińskie ma dla państw w regionie, a szczególnie dla Chin (pod względem aspiracji geopolitycznych, ale przede wszystkim własnego bezpieczeństwa) strategiczne znaczenie, co wynika z faktu że:

- to szlak handlowy przez który, przepływają towary o wartości odpowiadającej 1/3 wartości światowego transportu morskiego,
- to morze zamknięte czterema cieśninami, co powoduje łatwość ewentualnej blokady morskiej całego transportu,
- to okno na świat dla południowej części Chin, w tym m.in. dla ważnego regionu gospodarczego w delcie Rzeki Perłowej (Shenzhen, Kanton, Hong-Kong),
- zasoby ropy i gazu ziemnego na dnie akwenu, szacowane są odpowiednio na 17-21 mld baryłek i 300-500 bln m^3.

Mapa Zachodniego Pacyfiku i strefy pozwalające kontrolować „morskie wyjście Chin na świat"



Źródło: Google Maps

Tajwan (uznawany przez Chiny za integralną część państwa) ze swoim położeniem umożliwia kontrolę dwóch z czterech cieśnin pozwalających na wejście do basenu Morza Południowochińskiego. Jednocześnie Tajwan zamyka ciąg wysp biegnących od wybrzeży Japonii, których kontrola ogranicza wejście dla żeglugi na Morze Wschodniochińskie – drugi strategicznie ważny dla Chin akwen morski – wyjście na świat dla głównych obszarów gospodarczych kraju.

Biorąc pod uwagę powyższe, Chiny od lat 80. (wcześniej siłą zajęły wyspy należące do Wietnamu i Filipin) militaryzują obszar Morza Południowochińskiego (budowa baz i portów wojskowych, m.in. na sztucznych wyspach), stopniowo przejmując kontrolę nad szlakiem morskim. Co najważniejsze – pozwala to Chinom ograniczyć ryzyko blokady własnych portów, ale również zwiększyć kontrolę nad krajami mającymi roszczenia do tych terenów. Ponadto w ten sposób Chiny próbują podważać pozycję USA jako światowego hegemona na morzach, który deklaruje ochronę międzynarodowego prawa żeglugi i wsparcie dla swoich sojuszników w regionie. Oprócz czynnika militarnego Chiny dają krajom w regionie wyraźny sygnał ekonomiczny. Sprzeciw wobec planów Pekinu będzie ukarany, czego najlepszym przykładem jest Australia (blokada celna kluczowych dla Australii towarów eksportowych na rynek chiński). Z drugiej strony, zachęta w postaci inwestycji i wymiany handlowej w połączeniu z arogancką retoryką Trumpa pozwoliła Chinom „odciągnąć" od USA kluczowego w regionie sprzymierzeńca – Filipiny.

Spolegliwa polityka USA w regionie wyraźnie zmieniła się w 2015 roku, czego objawem było rozpoczęcie corocznych manewrów okrętów i lotnictwa państw sprzymierzonych (USA, Japonia, Australia), polegających na przemieszczaniu się jednostek przez rejony „zajęte" przez Chiny. Liczba incydentów i chińskich/wzajemnych prowokacji (analogicznych do działań Rosji na Bałtyku) systematycznie rośnie, co stanowi czynnik ryzyka niekontrolowanych reakcji. W roku 2020 działania obu stron wyraźnie przybrały na sile, ze szczególnym uwzględnieniem strategicznych kroków podjętych przez USA (w tym przede wszystkim próbom odbudowy sojuszy w regionie). Działania te odbierane są przez Chiny jako skrajnie wrogie i godzące w bezpieczeństwo kraju. Wśród działań szczególnie prowokujących Chiny można wymienić:

- sprzedaż Tajwanowi nowoczesnej broni o wartości kilkudziesięciu mld USD – kontrakty realizowane w najbliższych latach (w tym: 66 myśliwców F-16, 300 pocisków przeciw-okrętowych HARPOON, dronów bojowych, systemów radarowych),
- pierwszą od lat 50. wizytę na Tajwanie amerykańskich przedstawicieli administracji rządowej (najpierw ministra oświaty, ostatnio wiceadmirała – szefa wywiadu Floty Pacyfiku),
- wciągnięcie w sojusz wojskowy „ważnych graczy" w regionie (Wietnam, Filipiny – odnowienie relacji), a przede wszystkim Indii (wspólne ćwiczenia floty, umowa o wymianie wywiadowczej, Indie blokują chińskie 5G i wyłączają dostępność kilkuset chińskich aplikacji, w 2020 r. prowadziły lokalny konflikt zbrojny z Chinami na granicy w Kaszmirze); deklaracja sprzedaży broni wspomnianym krajom,
- intensyfikacja manewrów wojskowych w regionie z udziałem tradycyjnych sprzymierzeńców USA, tj. Japonii, Australii, Wielkiej Brytanii, Kanady; wszystkie ze wspomnianych krajów w ostatnim roku istotnie zwiększyły lub zapowiedziały zwiększenie wydatków na wojsko, w tym w dużej mierze na rozbudowę floty (Wielka Brytania, Australia, Japonia).

Biden – co zmieni w układance geopolitycznej?

Styl uprawiania polityki przez Trumpa utrudniał USA realizację celów i był zarzewiem konfliktów z dotychczasowymi sprzymierzeńcami, czego najlepszym przykładem jest UE. Oczekuje się, że Biden utrzyma główne kierunki w polityce międzynarodowej, w tym twardy kurs antychiński, ale poprawi skuteczność polityki poprzez wciągnięcie do gry po swojej stronie większej liczby koalicjantów. Główny cel polityki międzynarodowej USA nadal będzie przesuwał się w kierunku Zachodniego Pacyfiku, co oznacza również, że w regionach takich jak Europa czy Bliski Wschód, USA będą opierały się bardziej na lokalnych sojusznikach (w Europie – Wielka Brytania, na Bliskim Wschodzie z trudem, ale skutecznie budowany sojusz krajów arabskich z Izraelem).

Z naszego punktu widzenia kluczowe są relację USA-UE. Obecnie obie strony deklarują chęć ich poprawienia, przy czym wymagać będzie to licznych kompromisów – w tym na polu polityki celnej, kontroli technologii, reformy NATO, a także relacji z Chinami. Złożoność problemów jest duża, a wydaje się, że USA – jak to miało miejsce za prezydentury Trumpa – będą starały się uzgodnić kluczowe kwestie w „pakiecie", tj. połączyć np. podtrzymanie gwarancji bezpieczeństwa ze stanowiskiem UE w relacjach z Chinami. Naszym zdaniem to utrudni finalne porozumienie. Tym niemniej, pierwszy okres prezydentury Bidena będzie oznaczał ponowne rozpoczęcie rozmów i dawał nadzieję na pozytywne ich zakończenie (w tym na polu relacji gospodarczych – kluczowej kwestii dla rynków finansowych).

Europa przed ważnymi wyborami

W dobie kluczowych zmian geopolitycznych UE stoi przed trudnym, fundamentalnym wyborem – sojusz z USA czy niezależność (większe otwarcie na Chiny). O tym jak trudne będzie wypracowanie wspólnego stanowiska w rozmowach z USA może świadczyć chociażby podejście największych europejskich krajów do kwestii obronności. Francja optuje za niezależnością militarną Europy, co do zdolności konwencjonalnych, jak i nuklearnych. Niemcy zaproponowały USA chęć odnowienia porozumienia transatlantyckiego, deklarując gotowość pozostania pod atomowym parasolem USA, ale przejmując na siebie rozbudowę konwencjonalnych sił zbrojnych do poziomu zapewniającego możliwość odstraszenia przeciwnika w regionie (w domniemaniu: Rosja; pierwsza taka deklaracja Niemiec od II WŚ). Kraje CEE chcą utrzymania jednostek USA w Europie. Inną kwestią jest różny poziom uzależnienia gospodarczego poszczególnych krajów od Chin, co będzie wpływało na ich różną skłonność do przyjęcia amerykańskich propozycji. Część krajów optuje za przyjęciem bardziej twardego stanowiska (Francja?). Niemcy jasno dają do zrozumienia, że są skłonne przejąć na siebie większą odpowiedzialność w NATO (odciążając USA na europejskiej flance sojuszu i dając możliwość większego zaangażowania na Zachodnim Pacyfiku), ale Chiny są i pozostaną ich kluczowym partnerem gospodarczym.

Jeżeli w 2021 roku UE nie będzie w stanie przyjąć spójnej i wspólnej strategii to będzie dalej marginalizowana w relacjach z USA, które najprawdopodobniej po ewentualnych niepowodzeniach negocjacyjnych w pierwszych miesiącach prezydentury Bidena odejdą od „stołu". To oznacza również brak porozumienia ws. złagodzenia barier celnych w wymianie handlowej. Dla Polski osłabienie więzi w ramach NATO i UE to zły scenariusz. Podobnie jak ma to miejsce w Azji, prawdopodobnie USA będą docelowo starały się budować współpracę z wybranymi krajami na bazie porozumień bilateralnych.

Czynnikiem ryzyka dla UE, ale przede wszystkim Wielkiej Brytanii (około 50% eksportu/importu z UE) pozostaje brak porozumienia ws. Brexitu. Jeżeli nie zostanie osiągnięty kompromis, od stycznia 2021 roku obie strony będą obowiązywać zasady przyjęte przez WTO, tj. automatycznie zostaną wprowadzone adekwatne stawki celne oraz (co nawet bardziej utrudniające handel) regulacje dopuszczające poszczególne produkty na danym rynku. Jeżeli w późniejszym okresie nie zostanie przyjęta kompleksowa umowa regulująca wymianę handlową, obie strony mogą ustalić odrębne regulacje dla poszczególnych towarów. W negatywnym scenariuszu pierwsze miesiące roku mogą przynieść spadek obrotów wybranych przedsiębiorstw na rynku brytyjskim. Wśród polskich firm notowanych na GPW skala problemu w relacji do całościowych obrotów jest niewielka.

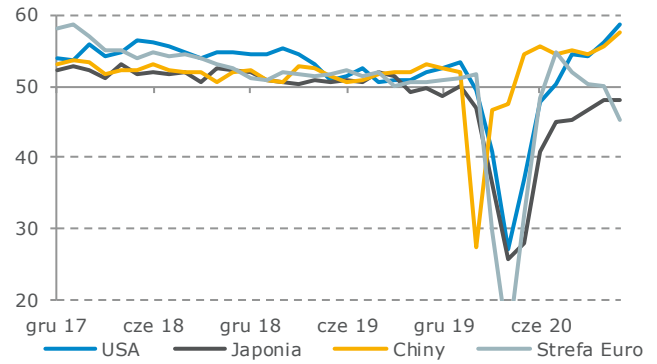
Otoczenie gospodarcze – odbudowa po COVID-19 wspierana przez politykę fiskalną, dług monetyzowany przez banki centralne ujemnymi realnymi stopami

- **W czasie drugiej fali COVID-19 wskaźniki wyprzedzające nie „zanurkowały" jak na wiosnę, dając podstawę do optymistycznego spojrzenia na okres po-COVIDowego odbudowywania się gospodarki, kraje azjatyckie przeżywają okres silnego wzrostu, który również przyjdzie do Europy w 2021 roku.**
- **W 2021 roku kontynuowane będą programy fiskalnego i monetarnego wsparcia gospodarek, wraz ze spadkiem ryzyka biznesowego i strachu konsumentów, tracące na wartości pieniądze z banków trafią do gospodarki i podbiją wyceny aktywów.**

Wskaźniki wyprzedzające dobrze opisują nastroje

Pierwsza fala COVID-19 przyniosła spadek aktywności gospodarczej niespotykany od Wielkiego Kryzysu. Pomimo załamania się łańcuchów dostaw, a w efekcie produkcji, wyłączenia dostępności części usług, załamania na rynku pracy w USA, a także silnego spadku popytu… kryzys trwał bardzo krótko i nie przekształcił się w spiralę deflacyjną jak w latach 30. W głównej mierze to zasługa gigantycznych pakietów fiskalnych wspieranych przez banki centralne. Druga, jesienna fala COVID-19 – mimo, że dużo większa pod względem skali zachorowań, dla przygotowanej gospodarki (dodatkowo epidemia nie eksplodowała w Azji) nie była już tak destrukcyjna.

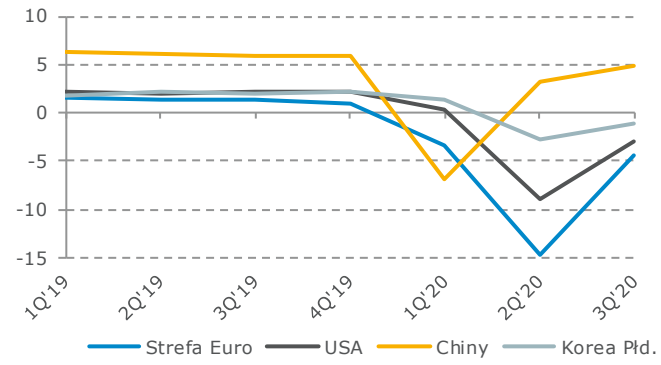
PMI Composite w wybranych krajach (pkt)



Źródło: Bloomberg

Bardzo dobrze opisują to wskaźniki wyprzedzające. W przemyśle utrzymują się one na poziomach powyżej 50 pkt (nadal silny popyt z Azji, utrzymane łańcuchy dostaw, wsparcie firm przez państwo), a w tradycyjnie silnych, dotkniętych przez COVID-19 usługach spadły w listopadzie zaledwie do 41,7 pkt (brak paniki konsumentów, lepsza organizacja dostępu do usług, wsparcie państwa). Na wiosnę nie zgadzaliśmy się z opinią, że przykład wygasania zachorowań w Azji zapowiada analogiczną sytuację w Europie. Teraz uważamy, że obserwowane ożywienie gospodarcze w Azji i prawdziwy boom w sektorach szczególnie dotkniętych pierwszą falą COVID-19 (turystyka, transport) jest zapowiedzią silniejszego ożywienia w Europie.

Dynamika PKB w wybranych krajach – Azja vs. kraje zachodnie (%)



Źródło: Bloomberg

Ustąpienie drugiej fali COVID-19 w okresie zimowym w kolejnych miesiącach powinno prowadzić do dynamicznego wzrostu wskaźników wyprzedzających – co będzie pozytywnie wpływało na sentyment inwestorów. W porównaniu z przykładem azjatyckim, skala ożywienia w 2021 roku będzie większa, ponieważ:

- baza porównawcza roku 2020 jest znacząco niższa w Europie i USA,
- długotrwałe kwarantanny wywołały większy „głód" konsumentów w wybranych obszarach (brak/ograniczona dostępność wybranych usług przez większą część 2020 r.),
- skala stymulacji fiskalnej i monetarnej w krajach zachodnich jest znacząco większa niż w Azji, pieniądze te rozleją się w gospodarce w roku 2021-22 (unijny budżet odbudowy, nowa perspektywa 2021-27, spadek stopy oszczędności wraz z poprawą sytuacji ekonomicznej),
- w dłuższej perspektywie będzie postępowała realokacja łańcuchów dostaw w przemyśle (bliżej głównych zakładów produkcyjnych w Europie), czego Polska powinna być beneficjentem.

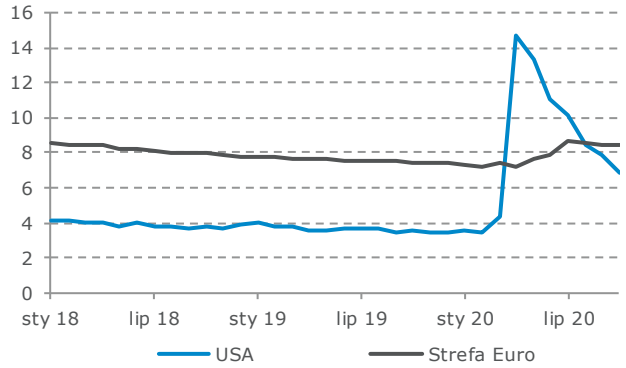
Prognoza wzrostu PKB dla wybranych krajów

(%)	2019	2020P	2021P	2022P
USA	2,2%	-3,5%	4,0%	3,5%
Strefa Euro	1,3%	-7,3%	4,3%	3,6%
Niemcy	0,6%	-5,2%	4,5%	4,5%
Francja	1,5%	-9,2%	6,0%	5,5%
Włochy	0,3%	-9,1%	5,5%	4,5%
Wielka Brytania	1,3%	-11,0%	5,5%	4,5%
Japonia	0,7%	-5,2%	3,5%	2,0%
Chiny	6,1%	1,7%	8,0%	5,0%
Brazylia	1,1%	-8,7%	3,0%	2,5%

Źródło: Commerzbank

W USA czynnikiem ryzyka pozostaje tempo odbudowywania się rynku pracy. Gwałtowne załamanie na wiosnę pozbawiło blisko 20 mln osób pracy i dochodów, co w zasadniczej części zamortyzowały rządowe programy pomocowe. Jeżeli przyjęcie czwartego pakietu wspierającego gospodarkę i bezrobotnych będzie się nadal opóźniać, a COVID-19 w większym niż dotychczas stopniu spowolni tempo przyrostu zatrudnienia, możemy mieć do czynienia z czasowym obniżeniem się konsumpcji (czego nie zakładają konsensusowe scenariusze na 1H'21). Z drugiej strony, pozytywnie należy oceniać to, że gospodarka amerykańska mimo ograniczonego wpływu pomocy rządowej w ostatnich tygodniach rządów Trumpa oraz wzrostu liczby dziennych zachorowań na COVID-19 do ponad 200 tys., nadal jest w stanie zwiększać zatrudnienie. Tempo to powinno istotnie wzrosnąć w 2Q'21 wraz ze zniesieniem ograniczeń dotyczących takich sektorów jak restauracje, rozrywka, turystyka.

Stopa bezrobocia w USA i Strefie Euro (%)

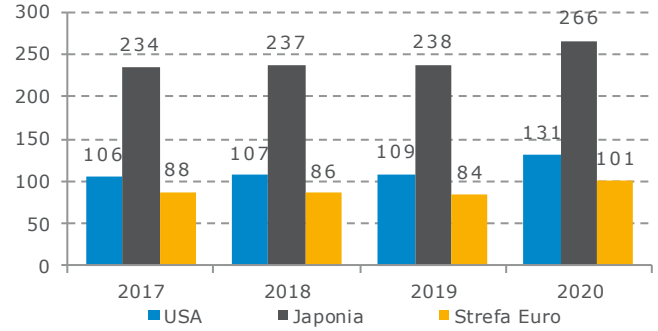


Źródło: Bloomberg

Polityka monetarna i fiskalna będzie wspierać ożywienie i wywoływać dalszą inflację aktywów

Główne gospodarki świata zachodniego (w tym Japonia) w dalszym ciągu będą prowadzić skoordynowaną stymulację fiskalno-monetarną, której celem jest bezpośrednie wsparcie wydatków konsumpcyjnych oraz ochrona miejsc pracy, a z drugiej strony monetyzacja deficytów fiskalnych. W 2020 r. poziomy długu publicznego w poszczególnych krajach eksplodowały, a znaczna część tego zadłużenia wylądowała w bilansach banków centralnych. W kolejnych kwartałach sytuacja nie zmieni się.

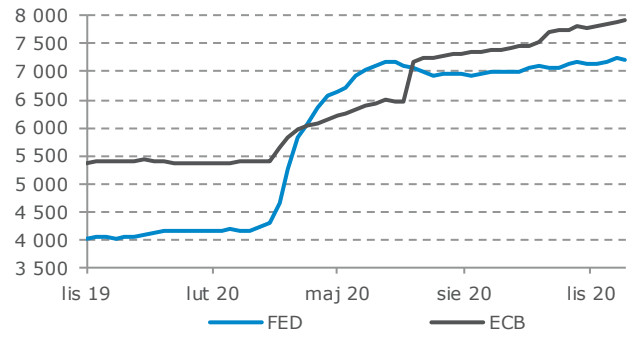
Dług w relacji do PKB (%)



Źródło: Bloomberg

Świat nadal będzie zalany płynnością. W mijającym roku suma bilansowa banków centralnych wzrosła YTD o 18%, tj. o 10 bln USD. Za gros tego wzrostu odpowiadają cztery banki centralne, tj. FED, ECB, BoE i BoC (+7 bln USD). Dodatkowe działania stymulacyjne oczekiwane są już na grudniowym posiedzeniu zarówno FED, jak i ECB. Banki centralne, pomimo rosnących oczekiwań inflacyjnych, będą utrzymywały niezmienione stopy procentowe (patrz zmiana doktryny FED). Świat zachodni potrzebuje szybkiego nominalnego wzrostu PKB, który kosztem spadku realnej wartości pieniądza i oszczędności pozwoli obniżyć w kolejnych latach relację dług/PKB.

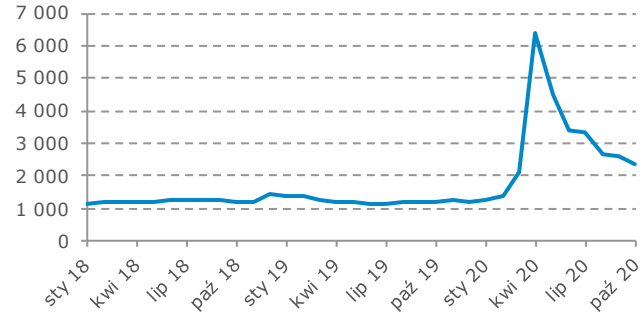
Suma bilansowa ECB i FED (mld USD)



Źródło: Bloomberg

Warto zwrócić uwagę na poziom gotówki odłożony w firmach i gospodarstwach domowych. W USA obie te grupy nie zdołały jeszcze wydać całości transferów otrzymanych od rządu. Biorąc pod uwagę, ujemne realne stopy procentowe i stopniową poprawę sytuacji na rynku pracy (poczucie większego bezpieczeństwa) można oczekiwać, że część z odłożonych oszczędności finalnie zostanie przeznaczona na dalsze zakupy aktywów lub konsumpcję (odłożony popyt).

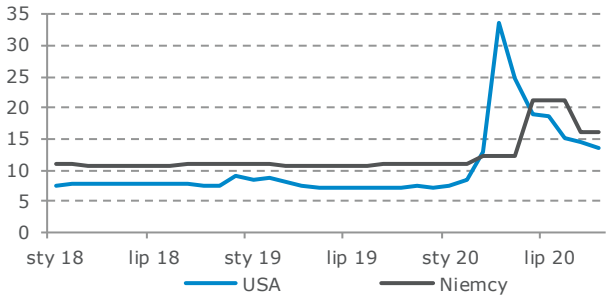
Depozyty gospodarstw domowych w USA (mld USD)



Źródło: Bloomberg

Stopa oszczędności, która eksplodowała w USA (podobnie w innych krajach) w okresie pierwszej fali pandemii spada, ale nadal utrzymuje się na relatywnie wysoko. W 2021 roku skłonność do oszczędzania powinna systematycznie spadać do poziomów sprzed pandemii.

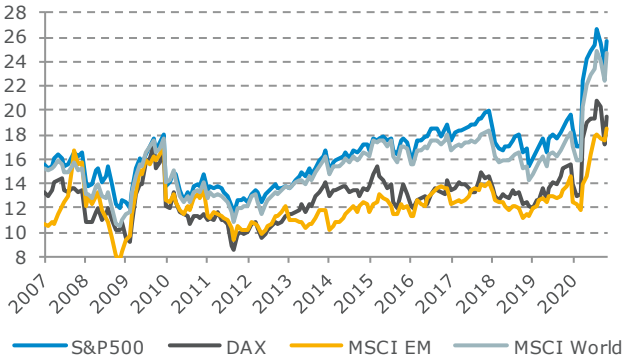
Stopa oszczędności gospodarstw domowych w USA i w Niemczech



Źródło: Bloomberg

Oczekiwany wzrost oczekiwań inflacyjnych w 2021 roku jeszcze podwyższy tempo inflacji aktywów. Ewenementem 2020 roku jest masowy (od Ameryki po Azję) powrót inwestorów indywidualnych na giełdy. W efekcie wskaźniki wycen na głównych rynkach osiągnęły poziom, który w innych warunkach uznalibyśmy za silnie przewartościowanie rynku i zwieńczenie hossy.

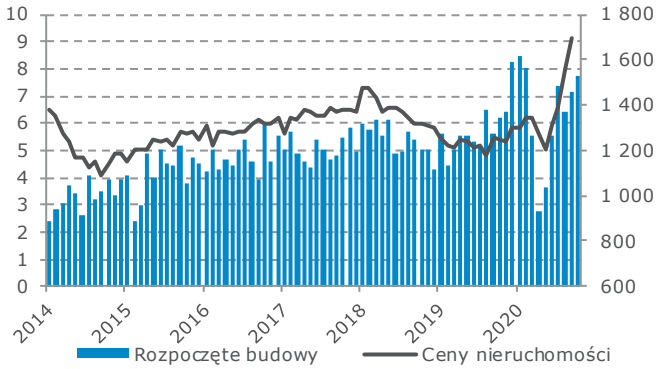
P/E dla głównych indeksów na świecie



Źródło: Bloomberg

Poza rynkiem akcji czy wzrostem cen złota o sile tego trendu świadczy wzrost cen nieruchomości na wszystkich rynkach, gdzie dynamicznie rośnie podaż pieniądza. W efekcie przenosi się to na boom w budownictwie (pozytywny wpływ na realną gospodarkę).

Ceny nieruchomości w USA (r/r; ls) na tle liczby rozpoczętych budów w USA



Źródło: Bloomberg

Europa czeka na budżet

W Europie ważnym czynnikiem dla tempa wzrostu i sentymentu inwestorów będzie to, czy uda się wreszcie znaleźć kompromis ws. budżetu UE na lata 2021-27 (1,073 bln EUR) i budżetu odbudowy NextGeneration UE (750 mld EUR, z czego 360 mld EUR w formie tanich pożyczek). Ostateczne przyjęcie obu pakietów blokowane jest obecnie przez Polskę i Węgry, które nie zgadzają się na zapisy warunkujące wypłatę środków od przestrzegania unijnych zasad praworządności. Bardzo istotnym czynnikiem ryzyka jest wykluczenie Polski lub istotne ograniczenie partycypacji w przyszłych grantach unijnych w budżecie odbudowy.

Zgodnie z aktualnym planem, Polska jest znaczącym beneficjentem budżetów i do roku 2027 może otrzymać łącznie ok. 125 mld EUR grantów oraz 34 mld EUR środków w postaci pożyczek. Ze względu na harmonogram wypłat ważną część wsparcia stanowią granty z budżetu odbudowy (70% płatności przypada na okres 2021-22). W ramach tej części środków unijnych Polska powinna otrzymać co najmniej 28,2 mld EUR grantów, z czego 18,9 mld EUR do roku 2022. Jednym ze scenariuszy rozwiązania problemu ratyfikacji budżetu odbudowy jest utworzenie go z pominięciem krajów blokujących jego przyjęcie. Istnieje zatem ryzyko, że Polska może całkowicie stracić tę część wsparcia.

Kluczową datą w procesie jest 10-11 grudnia, kiedy odbędzie się unijny szczyt, decydujący m.in. o przyszłości budżetu. W przypadku braku porozumienia ws. budżetu na lata 2021-27 przyszłoroczne wydatki będą opierały się o prowizorium, co byłoby pierwszym takim przypadkiem w historii UE.

Scenariusz makro dla Polski

Według makroekonomistów mBanku w 2021 roku PKB Polski wzrośnie o 3,8% realne, przy średniorocznej inflacji na poziomie 2,6% CPI). Konsensus prognoz przyszłorocznego wzrost jest nieco wyższy i wynosi 3,9%. Po spadku PKB w 2020 o 3,4% r/r (mBank) powyższe założenia makroekonomistów wydają się ostrożne. Naszym zdaniem konsensus w trakcie roku będzie przesuwał się w górę.

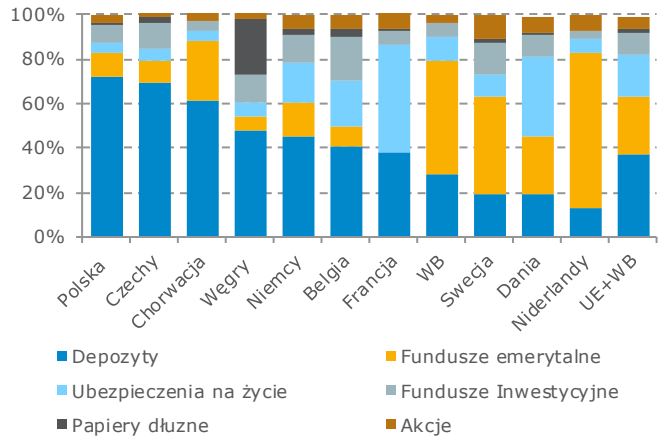
Przepływy kapitałowe na GPW – przełomowy rok za nami, z optymizmem w 2021 r.

- **Rok 2021 będzie istotny dla systemu emerytalnego w Polsce. Powinny zapaść kluczowe decyzje ws. przyszłości OFE (opóźnione wdrożenie projektu ustawy w związku z epidemią COVID), w tym wybór ubezpieczonych o pozostaniu w IKE lub przejściu do ZUS (istotny czynnik ryzyka).**
- **Do programu PPK przystąpią kolejne grupy przedsiębiorstw oraz sektor publiczny, co przyspieszy tempo budowania aktywów PPK (+4,5 mln PLN w 2021).**
- **Emerytalne programy IKE, IKZE, PPE coraz szybciej budują aktywa (napływy netto: +3,6 mld PLN w 2019) i zasilają m.in. rynek akcji.**
- **Zakładany przez nas pozytywny scenariusz dla rynku akcji, przy nadal niskim oprocentowaniu depozytów bankowych, powinien skierować strumień kapitału z depozytów nie tylko do funduszy bezpiecznych, ale również do funduszy akcyjnych (+2,9 mld PLN w 2021 r.).**

Co zrobić z pieniędzmi...

Struktura oszczędności gospodarstw domowych w Polsce istotnie odbiega od średniej UE – co samo w sobie nie znaczy, że nastąpi gwałtowna jej zmiana, a temat opisywany jest przy okazji każdej rocznej strategii. Czy 2021 rok przyniesie długo oczekiwany przełom? Trudno byłoby przyjąć założenie o rewolucyjnej zmianie, ale uważamy, że ewolucja rozpoczyna się. Rok 2020 przyniósł obniżkę oprocentowania depozytów do historycznie niskich poziomów (średnia 0,1-0,2%; w 2019 r.: 0,87%), co oznacza ujemne realne oprocentowanie na poziomie ponad 3,5%. Polacy utrzymują w bankach 962 mld PLN, co stanowi ok. 72% ich oszczędności (średnia UE: 37%). Preferowana dotychczas alternatywna forma inwestycji, tj. nieruchomości, nadal daje lepszą stopę zwrotu, ale w związku z COVID-19 i zamrożeniem usługi wynajmu krótkoterminowego (m.in. Airbnb), część inwestycji również nie przynosi zwrotu z zainwestowanego kapitału – generuje koszty. Przy słabym zachowaniu GPW, obecnie Polacy wybierają bezpieczne fundusze dłużne (napływy netto: 13,1 mld PLN YTD, ale koniec wzrostu cen obligacji).

Struktura oszczędności gospodarstw domowych w wybranych krajach UE oraz w Wielkiej Brytanii



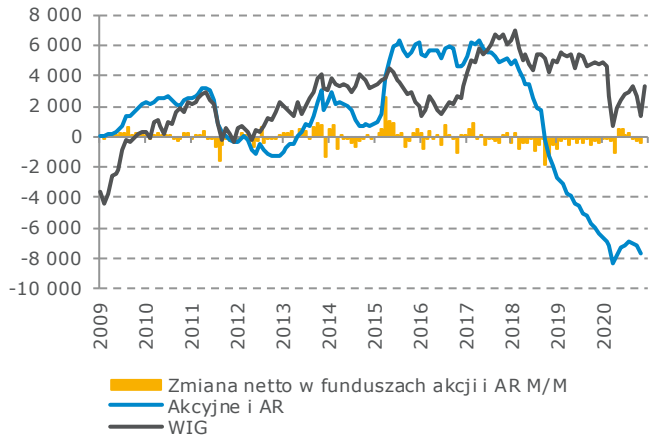
Źródło: Analizy online, ECB

W okresie 10M'20 z funduszy akcyjnych i absolute return odpłynęło łącznie 1 mld PLN, w porównaniu do 4 mld PLN w całym 2019 r. i 7,5 mld w 2018 r. Biorąc pod uwagę słabe zachowanie krajowych indeksów przez większą część roku i powszechną niepewność związaną z COVID-19, naszym zdaniem rok 2020 pokazał, że potencjał do dalszych umorzeń w TFI maleje. Nadal sprzedaży produktów akcyjnych nie wspierają regulacje MIFID, co powoduje, że banki i inni dystrybutorzy będą preferować bezpieczne inwestycje.

Z drugiej strony:

- Zakładany przez nas pozytywny scenariusz dla rynku akcji, przy nadal niskim oprocentowaniu depozytów bankowych będzie wspierał rotację, co widoczne było w okresie pozytywnego zachowania WIG (kwiecień-lipiec, napływy netto do funduszy akcyjnych i absolute return: +1,4 mld PLN). Wykres na kolejnej stronie obrazujący wartość napływów netto liczoną narastająco od 2009 roku na tle zachowania WIG dobrze oddaje korelacje zachowań inwestorów i giełdy. Wzrost WIG prowadzi do napływów netto. Wyjątek stanowi koniec 2017 roku, kiedy WIG nadal rósł, a fundusze notowały dynamiczny odpływ aktywów, co wiązało się z ujawnieniem nieprawidłowości w wybranych TFI (w efekcie utraty licencji na zarządzanie).

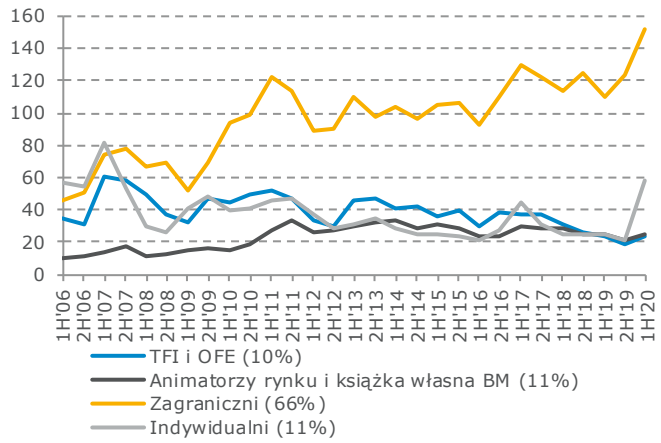
Napływy netto narastająco na tle WIG



Źródło: IZFIA, mBank

- W 2020 roku inwestorzy indywidualni wrócili na GPW (tendencja charakterystyczna dla większości rynków na świecie). W 1H'20 ich udział w obrotach wzrósł do 22% z 11% w 2H'19 (dane GPW). Według naszych szacunków w kolejnych miesiącach roku przekraczał 25%. W wartościach bezwzględnych obroty detalu były najwyższe od 2H'07. Te osoby będą przykładem dla innych, że na giełdzie można zarabiać.

Obroty poszczególnych grup inwestorów na GPW



Źródło: GPW

- Historycznie ważnym katalizatorem dla giełdowych inwestycji gospodarstw domowych były udane IPO. Trudno będzie powtórzyć fenomen Banku Śląskiego sprzed 20 lat, ale Allegro powinno być katalizatorem zainteresowania detalu. Giełda będzie przyciągać nowych emitentów, szczególnie z nowoczesnych branż (e-commerce, medycyna, gaming, IT) mogących liczyć na wysokie wyceny. To uatrakcyjni percepcję polskiego rynku („nie tylko energetyka i spółki Skarbu Państwa"), a IPO będzie kolejnym przykładem, że na giełdzie można zarobić.
- „Czas leczy rany" – potencjalni klienci TFI, w coraz większym stopniu będą porównywać stopy zwrotu z jednostek (te w naszym scenariuszu będą zachęcały do lokowania oszczędności) z ujemnym realnym oprocentowaniem depozytu, z drugiej strony pamięć o aferach jakie dotknęły sektor TFI w roku 2018, będzie powoli zanikać w powszechnej świadomości.
- IKE, IKZE, PPE są coraz bardziej istotnym źródłem systematycznie zasilającym TFI w kapitał dedykowany rynkowi akcji (szerzej w dalszej części).

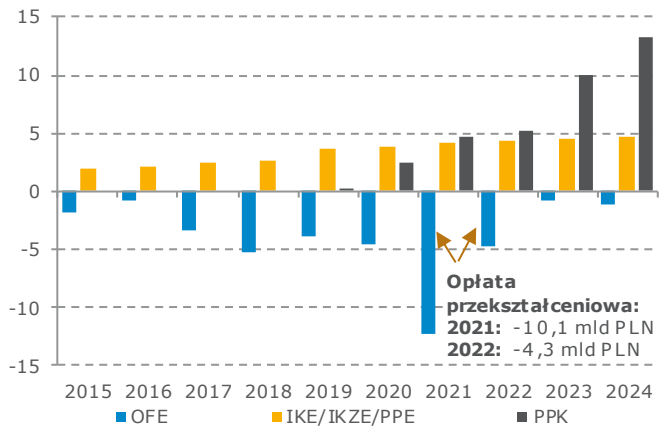
Nie oczekujemy, że przytoczone przez nas argumenty spowodują przepływ choćby 1% depozytów do funduszy akcyjnych. Byłaby to ogromna kwota (9 mld PLN) jak na bilans przepływów kapitałowych w ostatnich latach. Uważamy jednak, że negatywny trend umorzeń zakończył się, a fundusze akcyjne będą pozyskiwać kilka mld nowych środków rocznie (3-6 mld PLN; 0,3-0,6% depozytów).

System emerytalny – ryzyka i szanse

Przyszły, finalny kształt zmian w OFE jest nadal niepewny. Ustawa przekształcająca OFE w IKE nie przeszła pełnej ścieżki legislacyjnej (w marcu Senat odrzucił projekt ustawy przyjęty wcześniej przez Sejm) i obecnie nie obowiązuje. W związku z COVID-19 prace nad nią zostały wstrzymane, bez podania przez rząd terminu ich wznowienia. O założeniach projektu ustawy i naszych obawach dotyczących ryzyka przeniesienia znaczącej (>25%) części aktywów OFE do ZUS (deklaracja członków o pozostaniu w prywatnym systemie lub przejście do publicznego) pisaliśmy już w poprzednich opracowaniach. Ryzyko to postrzegamy jako jeden z głównych negatywnych czynników, które mogą wpływać na GPW w 2021 roku. Jeżeli rząd powróci do poprzedniego projektu ustawy (najbardziej prawdopodobny scenariusz), ważnym czynnikiem pozostaje również data wyceny aktywów OFE będących podstawą naliczenia opłaty przekształceniowej (15% aktywów). Na bieżąco będziemy analizować wpływ prac rządu na sytuację w OFE, jeżeli pojawią się dalsze szczegóły projektu. Bazowo przyjmujemy, że projekt ustawy zaprezentowany w 2019 roku zostanie ostatecznie zrealizowany w jej głównych założeniach w roku 2021.

Rok 2021 przyspieszy rozwój PPK. Z kilku kwartalnym opóźnieniem od stycznia do systemu wejdą przedsiębiorstwa zatrudniające poniżej 250 pracowników. Wg naszych prognoz na koniec 2020 roku osoby partycypujące w systemie PPK w największych firmach zgromadzą łącznie 2,5 mld PLN aktywów (prognoza na koniec roku, na koniec 3Q były to 2 mld PLN). Dzięki pojawieniu się nowych firm w systemie, w roku 2021 (przy założeniu podobnej partycypacji jak dla największych firm) wielkość rocznej składki wzrośnie do 4,8 mld PLN. Zgodnie z naszymi założeniami ok. 45% aktywów będzie lokowana na rynku akcji (z czego 15-20% na rynkach zagranicznych). W roku 2022 suma składek wzrośnie do 5,2 mld PLN, co będzie wynikało ze wzrostu wynagrodzeń oraz zakładanych przez nas opóźnień we wdrażaniu programu przez część firm wchodzących do programu w 2021 roku (niepełny okres składkowy). Wierzymy, że przełomowym rokiem dla systemu emerytalnego będzie rok 2023, kiedy regulacje wymuszają ponowny automatyczny zapis wszystkich zatrudnionych. Jeżeli sprawdzi się pozytywny scenariusz dla gospodarki (w efekcie giełdy), a rząd nie popełni błędów związanych z promocją PPK jak w 2019 roku, obecna partycypacja powinna znacząco wrosnąć i osiągnąć poziom podobny do innych tego typu systemów na świecie (>60%). Przy założeniu, że partycypacja wzrośnie do 60%, roczne wpływy składkowe PPK powinny wynieść ponad 13 mld PLN. W połączeniu z IKE, IKZE, PPE daje to kwotę blisko 18 mld PLN rocznie stałego miesięcznego napływu kapitału na rynek kapitałowy. To wielokrotnie więcej niż szacowane przez nas odpływy z OFE (w roku 2024 r. ok. 1,1 mld PLN).

Bilans przepływów (składka/odpływy) w poszczególnych segmentach rynku emerytalnego (bez uwzględnienia otrzymanych dywidend; mld PLN)



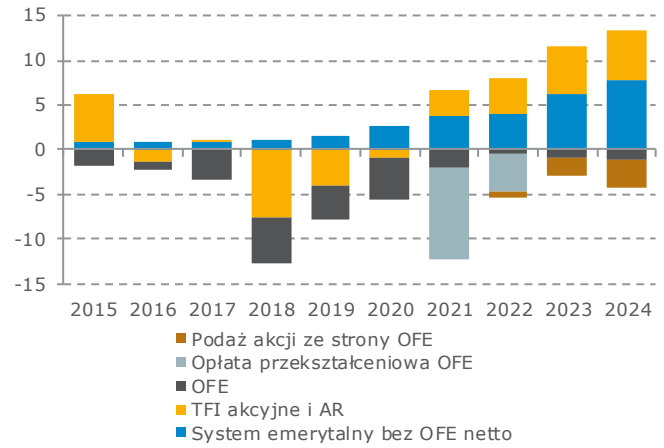
Źródło: prognoza mBank, dane historyczne KNF

Prognoza przepływu kapitału na GPW do 2025

Poniżej prezentujemy próbę oszacowania przepływów kapitałowych w części akcyjnej w krajowych instytucjach finansowych. Model opiera się na wielu założeniach, dlatego obarczony jest dużym ryzykiem błędu. Wg. naszej najlepszej wiedzy uważamy, że jest to najbardziej prawdopodobny scenariusz i przyjmujemy go jako scenariusz bazowy. Główne założenia i wnioski są następujące:

- W fatalnym dla rynku 2018 i 2019 roku z funduszy akcyjnych i emerytalnych odpłynęło łącznie aż 18 mld PLN netto (uwzględnia szacowane napływy w części akcyjnej IKE, IKZE, PPE). W 2020 odpływy znacząco zmniejszą się – do 2,8 mld PLN, głównie za sprawą rosnących składek w IKE, IKZE, PPE i PPK oraz mniejszym odpływom w TFI.
- Uważamy, że rok 2021 przyniesie przełom w wieloletnim trendzie odpływu netto kapitału z części akcyjnej. Pojawią się napływy do TFI (argumenty „za" powyżej), co nałoży się na dalszy wzrost środków pozyskiwanych w ramach systemu emerytalnego (ex. OFE).
- Ogólny bilans przepływów w kolejnych dwóch latach zaburzy opłata przekształceniowa w OFE, która będzie uiszczona przez fundusze w 2021 (10,1 mld PLN) i 2022 roku (4,3 mld PLN). Wg. naszych szacunków na obecną chwilę OFE posiadają środki inne niż akcje notowane na GPW, żeby „spłacić ZUS". Ustawowe limity minimalnego zaangażowania w akcje notowane na GPW będą powodowały, że opłata przekształceniowa de facto nie dotyczy części akcyjnej. Prezentujemy ją na wykresie, ale nie ma ona wpływu na ogólną ocenę sytuacji. W założeniach przyjmujemy, że 25% uczestników OFE w 2021 roku przejdzie do ZUS (proporcjonalnie do FRD/PFR trafią również akcje). Zakładany przez nas wzrost cen akcji na GPW będzie powodował, że w kolejnych latach OFE będą mogły sprzedawać polskie akcje, żeby dywersyfikować portfel – nadal mieszcząc się w limitach zaangażowania wyznaczonych przez Ustawę.

Historyczne i prognozowane przepływy w części akcyjnej grup funduszy (mld PLN)



Źródło: IZIA, KNF, mBank

- Ex opłata przekształceniowa w OFE, w latach 2021-22 do funduszy akcyjnych (lub w części akcyjnej systemu emerytalnego) trafi 12,2 mld PLN, z czego 7 mld PLN w ramach TFI; 4,5 mld PLN poprzez PPK i 0,7 mld PLN jako pozostała część w systemu emerytalnego (OFE, IKE, IKZE, PPE).
- Rok 2023 przyniesie ponowny automatyczny zapis uczestników do PPK, który będzie skutkował wzrostem partycypacji w systemie do 60% i dalszym zwiększeniem napływu nowego kapitału. W efekcie w 2024 roku szacowane przepływy netto do wszystkich funduszy w części akcyjnej wyniosą 9,3 mld PLN (w tym: +6 mld PLN w PPK; -4,1 mld PLN w OFE – podaż akcji, wypłaty emerytur).

Przed GPW dobry rok, warto mieć akcje

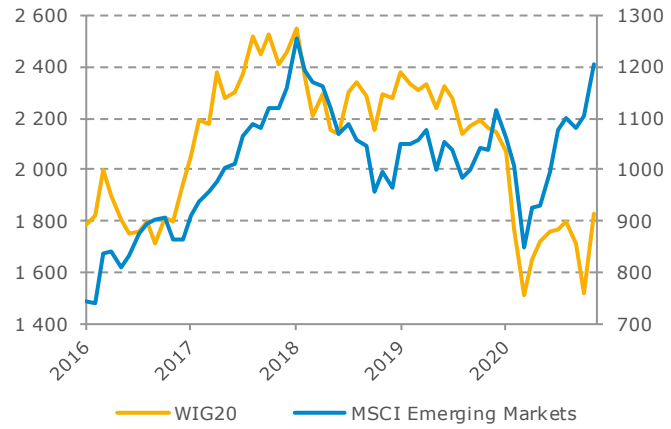
- **Czynniki które powodowały relatywną słabość WIG20 na tle innych rynków odwrócą się w 2021 r., GPW ma szansę zachowywać się lepiej niż MSCI EM.**
- **Zalecamy przeważanie spółek cyklicznych oraz tych najbardziej dotkniętych kryzysem COVID'owym.**

Słabości 2020 staną się zaletami WIG20 w 2021

Przez większą część roku giełda warszawska zachowywała się relatywnie słabo w porównaniu z indeksami rynków rozwiniętych oraz MSCI EM, co jest efektem:

- wysokiego udziału w indeksie spółek cyklicznych, małego technologii (w przeciwieństwie do MSCI EM, czy S&P500),
- w porównaniu z rynkami azjatyckimi, mającymi wysoki udział w MSCI EM, istotnie większego negatywnego wpływu na gospodarkę ze strony COVID-19
- odpływu kapitału z krajowych instytucji finansowych (OFE, TFI) przy nadal mniejszym zainteresowaniu Polską ze strony aktywnie zarządzanych funduszy zagranicznych (m.in. powodem pozostaje nieprzewidywalność dużych spółek Skarbu Państwa), lokalny kapitał inwestorów indywidualnych powracających masowo na GPW koncentrował się na małych i średnich spółkach, doprowadzając do powstania licznych „baniek spekulacyjnych".

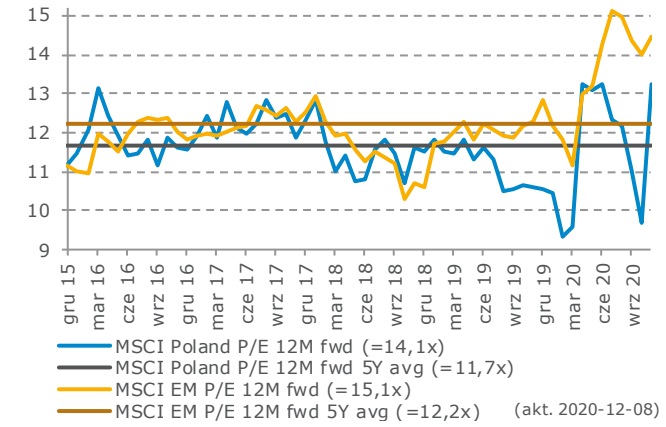
WIG20 na tle MSCI Emerging Markets



Źródło: Bloomberg

Uważamy, że słabości WIG20 w roku 2020 staną się zaletami w 2021 roku – również z perspektywy inwestorów zagranicznych. Zakładana przez nas globalna rotacja do spółek cyklicznych, która zaczęła się w październiku/ listopadzie będzie trwać przez większą część 2021 roku – na czym relatywnie skorzysta WIG20. COVID-19 ustąpi, co stwarza większe pole do poprawy wyników przez spółki polskie niż analogiczne podmioty z rynków azjatyckich (efekt bazy). Jak wskazaliśmy w poprzednim rozdziale uważamy, że od 2021 roku zaczną odbudowywać się aktywa akcyjne w funduszach inwestycyjnych (napływy netto). W efekcie zakładamy, że w nadchodzącym roku indeksy GPW będą zmniejszać dyskonto w wycenie w stosunku do pozostałych (i nadal rosnących) rynków wschodzących.

Wskaźnik P/E 12M fwd dla MSCI Polska i Emerging Markets



Źródło: Bloomberg

Jakie sektory wybrać na 2021 r.?

W pozytywnym scenariuszu dla rynku akcji na 2021 r. wytypowaliśmy sektory, których spółki powinny być beneficjentem zachodzących zmian, a obecne wyceny dają największy potencjał wzrostu kursu ich akcji. Szczegółowy opis perspektyw i uzasadnienia naszego wyboru znajduje się w kolejnym rozdziale. Najatrakcyjniejsze inwestycyjnie obecnie sektory to banki, przemysł, paliwa, surowce i handel detaliczny. W przypadku takich sektorów jak TMT czy producenci gier, perspektywy branży są nadal dobre jednak naszym zdaniem wyceny spółek w znacznym stopniu zdyskontowały już pozytywne otoczenie. Nad spółkami energetycznymi nadal ciąży przeciągająca się w czasie transformacja. Ze względu na wzrost cen surowców energetycznych i kosztów CO_2 otoczenie pogorszy się dla branży chemicznej.

Dynamiki zysków

W 2021 roku oczekujemy 39% wzrostu r/r łącznego zysku netto wygenerowanego przez analizowane przez nas spółki. W tym okresie spółki zwiększą przychody o 5%, a wynik EBITDA o 8%. Tak wysokie dynamiki to w dużej mierze efekt istotnego obniżenia prognoz na 2020 rok (również na 2021) w stosunku do oczekiwań sprzed roku (prognoza zysku netto 2020 -40% vs. oczekiwania z grudnia 2019). COVID i związany z epidemią kryzys gospodarczy istotnie obniżył bazę porównawczą. Szczegółowy rozkład dynamik i wspomnianej korekty został zaprezentowany w tabelach na kolejnej stronie.

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

Różnica prognoz wyników dla poszczególnych sektorów (grudzień 2020 vs. grudzień 2019)

	Liczba spółek	Przychody 2020	Przychody 2021	EBITDA skor.* 2020	EBITDA skor.* 2021	Zysk netto skor. 2020	Zysk netto skor. 2021
Przemysł	13	-10%	-10%	-15%	-8%	-44%	-14%
Sektor finansowy	10	-5%	-8%	-15%	-20%	-43%	-35%
IT	6	+4%	+6%	+7%	+9%	+3%	+10%
Telekomunikacja	3	-1%	-0%	+2%	+2%	-13%	-8%
Media	2	-34%	-29%	-37%	-17%	-	-58%
Gaming	2	-16%	+5%	-25%	+3%	-28%	-8%
Odzież	3	-25%	-14%	-77%	-37%	-	-50%
Handel hurtowy i spożywczy	2	+4%	+5%	+11%	+12%	+18%	+19%
Chemia	2	-7%	-1%	-11%	-1%	-50%	+15%
Górnictwo i metale	2	-1%	+13%	+4%	+54%	-42%	+151%
Energetyka	4	-2%	-2%	-10%	-16%	-	-34%
Oil & Gas	3	-16%	-15%	-5%	-7%	+6%	-25%
Razem	**52**	**-8%**	**-7%**	**-10%**	**-8%**	**-40%**	**-22%**
Razem ex Fin/Oil	39	-4%	-1%	-10%	-2%	-63%	-7%
Razem ex Fin/Oil/Min	37	-4%	-3%	-12%	-9%	-66%	-21%
Razem ex Fin/Oil/Min/Ene	33	-6%	-3%	-13%	-3%	-41%	-12%

Źródło: mBank, *dla sektora finansowego na podstawie wyniku odsetkowego, bez PZU, Kruk, Skarbiec

Zakładana dynamika zysków oraz marże dla poszczególnych sektorów

	Liczba spółek	Przychody 2021	EBITDA skor. 2021	ZN skor. 2021	Marża EBITDA skor. 2020	Marża EBITDA skor. 2021	Marża netto skor. 2020	Marża netto skor. 2021	Udział sektora w 2021 Przychody	Udział sektora w 2021 EBITDA skor.	Udział sektora w 2021 ZN skor.
Przemysł	14	+2%	+6%	+38%	11%	11%	3%	3%	6%	4%	3%
Sektor finansowy	12	+1%	+2%	+19%	52%	53%	13%	15%	15%	29%	34%
IT*	8	+8%	+12%	+53%	21%	22%	6%	9%	4%	5%	5%
Telekomunikacja	3	+2%	+4%	+30%	33%	33%	6%	7%	5%	9%	5%
Media	2	+15%	+41%	-	19%	24%	-3%	4%	0%	0%	0%
Gaming	4	+14%	+29%	+21%	62%	70%	59%	62%	1%	3%	7%
Odzież	3	+29%	+223%	-	4%	9%	-4%	4%	4%	2%	2%
Handel hurtowy i spożywczy	2	+10%	+22%	+33%	4%	5%	2%	3%	8%	2%	3%
Chemia	2	+8%	+15%	+117%	11%	12%	1%	2%	3%	2%	1%
Górnictwo i metale	2	+14%	+45%	+278%	19%	24%	3%	10%	7%	9%	10%
Energetyka	5	-3%	+6%	-	16%	17%	0%	5%	18%	17%	13%
Oil & Gas	3	+6%	-1%	-34%	12%	12%	6%	4%	30%	19%	17%
Razem*	**60**	**+5%**	**+8%**	**+39%**	**18%**	**18%**	**5%**	**7%**	**100%**	**100%**	**100%**
Razem ex Fin/Oil*	45	**+5%**	**+17%**	**+167%**	16%	18%	2%	6%	66%	76%	78%
Razem ex Fin/Oil/Min*	43	**+4%**	**+12%**	**+148%**	15%	17%	2%	6%	59%	67%	68%
Razem ex Fin/Oil/Min/Ene*	38	**+9%**	**+17%**	**+64%**	15%	16%	4%	6%	41%	50%	55%

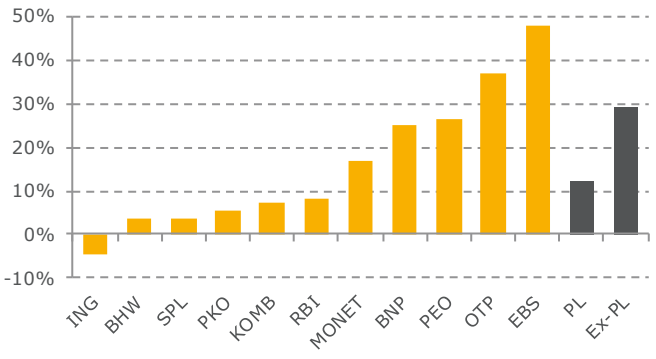
Źródło: mBank, *ujęte również Allegro

Sektory

Finanse

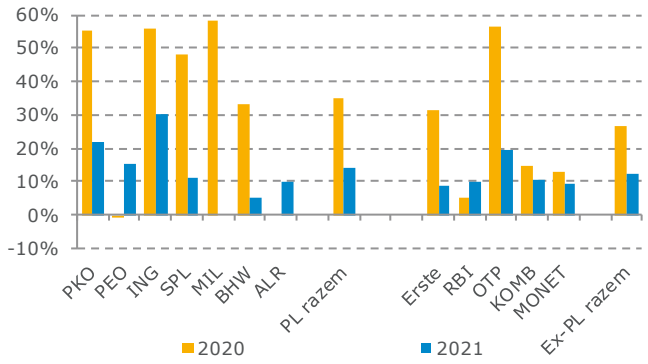
- Zalecamy przeważanie banków z regionu CEE ze względu na rotację w spółki cykliczne, której główna część przypadnie na rok 2021. W pierwszej kolejności nadal zalecamy inwestycje w banki zagraniczne (ex-Polska) chociaż obecnie widzimy także znaczący potencjał wzrostu w poszczególnych bankach w Polsce. Nasza strategia rotacji oparta jest na trzech filarach: 1) poprawie wyników sektora, 2) odblokowaniu wypłat dywidend przez regulatora europejskiego oraz, 3) konsolidacji sektora bankowego. Uważamy, że wszystkie trzy filary tyczą się zarówno banków na całym świecie jak i naszej selekcji. Podtrzymujemy także nasze zdanie, że pomimo listopadowych wzrostów nadal widzimy potencjał wzrostu zarówno w bankach zagranicznych (17% potencjału wzrostu), jak i polskich (13%) chociaż w przypadku tych drugich zalecamy selektywne podejście. W Polsce, największy potencjał wzrostu widzimy w Santander (+36%) i Pekao (+31%), zaś najniższy w ING (-11%) i Millennium (0). Z kolei za granicą naszymi top pickami pozostają Erste (+24%) oraz Moneta (+22%) chociaż zaznaczamy, że na wszystkich bankach zagranicznych mamy pozytywne zalecenia inwestycyjne. Obecnie wyceniamy sektor bankowy na 2021 P/BV 0,9x z czego wyceniamy polski sektor bankowy na 0,8x a zagraniczny na 0,9x. Różnica w wycenie byłaby jeszcze bardziej widoczna gdyby nie banki austriackie, które wyceniamy na 0,6x P/BV. Naszymi top pickami na 2021 r. są Pekao, Santander, Erste Group, Moneta i PZU.
- Pierwszy filar naszej strategii, czyli poprawę wyników sektora, opieramy przede wszystkim na stopniowej normalizacji kosztu ryzyka, a dane po 9M'20 zachęciły nas do znaczącego podniesienia prognoz na rok obecny jak i przyszły. Trend ten jest też widoczny na świecie gdzie np. banki z USA za scenariusz bazowy uznają rozwiązywanie rezerw. Uważamy, że jakość aktywów sektora w 2021 roku będzie wsparta przez fundusz odbudowy UE oraz przez już zrobione w 2020 roku rezerwy ECL w sektorze, a które nadal pozostają niewykorzystanie i niezaalokowane. Obecnie w polskim sektorze bankowym oczekujemy wzrostu zysku netto na poziomie 12% w 2021 r. oraz w pozostałych bankach CEE na poziomie 26%. Kwestie bardziej dynamicznego wzrostu wyników podnosiliśmy już w naszym raporcie sektorowym na banki CEE z sierpnia i nadal uważamy, że w odróżnieniu do Polski region nie będzie się zmagał z tak znaczącymi obciążeniami fiskalnymi (podatek bankowy) czy prawnymi (odpisy na kredyty CHF). Jednocześnie podkreślamy, że nasze prognozy dla Polski stoją w sprzeczności z prognozami NBP, gdzie w scenariuszu referencyjnym bank centralny widzi zagregowaną stratę na poziomie 3 mld PLN.

Oczekiwany wzrost zysku netto w 2021 r. w bankach



Źródło: mBank

Nasza ostatnia rewizja zysku netto



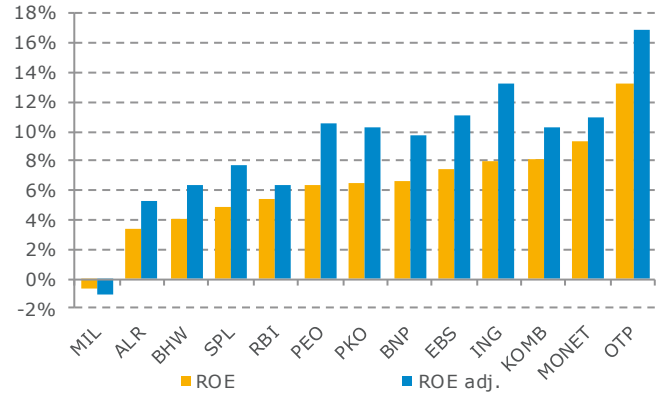
Źródło: mBank

- Drugi filar, czyli sytuacja związana z dywidendami powinna zostać rozwiązana już w najbliższych dniach. 10 grudnia ECB przedstawi nowe projekcje makroekonomiczne. Od tego momentu spodziewamy się, że EBA zajmie stanowisko ws. dywidend – naszym zdaniem dopuści do warunkowych wypłat, ale dopiero za 6 miesięcy, czyli de facto po europejskich stres testach. W wywiadzie dla Bloomberg wysoko postawiony przedstawiciel ECB Ed Sibley stwierdził, że niepewność związana z pandemią nadal jest wysoka i rozsądne byłoby wstrzymanie dywidend na 6 miesięcy. Uważamy, że takie stanowisko jest akceptowalne ponieważ zdecydowanie nie przekreśla szans na dywidendy w 2021 roku. Z kolei stanowisko KNF jest nadal nieznane i zwykle było przedstawiane w pierwszym tygodniu grudnia. Uważamy, że logicznie KNF powinien również dopuścić do warunkowych wypłat szczególnie jeśli weźmiemy pod uwagę ewentualną pozytywną opinię EBA, czy bardzo dobrą sytuację kapitałową sektora. Niemniej jednak ostatni raport NBP dotyczący stabilności finansowej sektora bankowego postawił przed nami wielki znak zapytania. W raporcie NBP wskazuje, że wyższy koszt ryzyka spowoduje 3 mld PLN straty w 4Q'20 (do tej pory brak jakiegokolwiek profit warning ze strony banków czy korporacji), a w całym 2021 roku stratę sektora na poziomie 3 mld PLN. Uważamy, że taki scenariusz jest mało prawdopodobny i niezgodny z oczekiwaniami sektora. Analizowane przez nas banki zawiązały 2,4 mld PLN rezerw ECL (tzw. COVIDowych) co powinno znacząco z amortyzować psującą się jakość aktywów w sektorze. Dodatkowo NBP oczekuje zysku netto sektora na poziomie 11 mld PLN w 2022 roku, co wygląda na wątpliwy scenariusz po tak dramatycznym 2021 roku w całej gospodarce (wzrost rezerw oznacza masowe bankructwa firm). Dlatego też uważamy, że prognoza NBP może być punktem wyjścia do negocjacji z KNF na temat dopuszczenia banków do wypłat. Wcześniej, Prezes NBP, skrytykował pomysł wypłaty zysku niepodzielnego przez sektor właśnie argumentując zalecenie przez trudny 2021 rok. Uważamy, że brak dywidend dla polskiego sektora bankowego nie byłby dotkliwy pod kątem wycen (zakładamy niskie dywidendy), ale byłby bardziej dotkliwy dla sentymentu i preferencji inwestorów na Polskę i pozostały region CEE. Na pewno brak dopuszczenia do wypłat byłby krzywdzący dla PZU, który już wbrew zaleceniom Europejskiego regulatora, nie mógł się podzielić zyskiem, co zostało odzwierciedlone w jednym z najgorszych zachować kursów pośród Europejskich ubezpieczycieli.
- Konsolidacja, czyli trzeci filar naszej strategii, już nabrała rozpędu. Walka o zwiększenie efektywności poprzez skalę oraz łagodniejsze podejście ECB w kwestii badwillu,

skierowały europejski sektor bankowy na ścieżkę M&A. Z głośniejszych transakcji warto przywołać przejęcie włoskie UBI Banca przez konkurencyjną Intese, Creval przez Credit Agricole oraz fuzję pomiędzy hiszpańskimi CaixaBank i Bankia. Plotki donoszą także, że UBS coraz mocniej rozgląda się za dużym partnerem do mega fuzji, możliwe że transgranicznej. W regionie CEE, Erste Bank, OTP oraz Komercni Banka ogłosili, że szukają celów, żeby umocnić swoją obecność na lokalnych rynkach. Uważamy, że co jakiś czas będą do nas dochodzić doniesienia o kolejnych transakcjach, które z jednej strony będą napędzały wyceny w europejskim sektorze bankowym, zaś z drugiej strony będą gonić rosnący ostatnio rynek, żeby rozpoznać jak największy badwill. Uważamy także, że gorączka M&A nie ominie Polski. Z oczywistych celów wymieniamy Alior Bank oraz Credit Agricole, a z mniej część detaliczną Banku Handlowego. Ponadto uważamy, że jedna znacząca transakcja (np. Pekao i Alior), która zmieni udziałowe status quo rynku powinna uruchomić falę konsolidacji tak jak to miało miejsce we Włoszech.

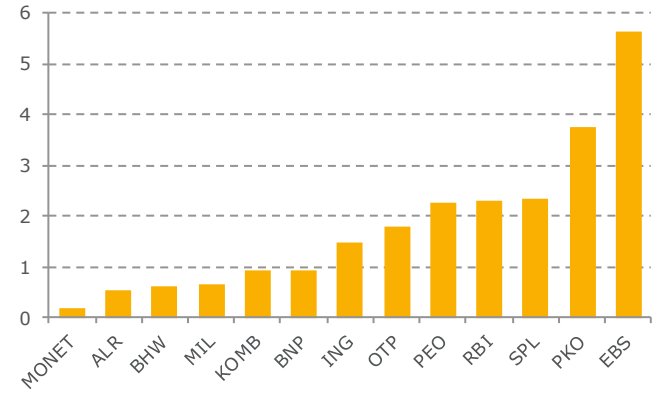
- Kapitał nadwyżkowy w całym regionie jest ogromny. Łącznie dla analizowanych przez nas banków szacujemy kapitał nadwyżkowy na 23,5 mld EUR czyli 105 mld PLN, z czego 56 mld PLN przypada na analizowane przez nas polskie banki. O ile w Polsce kapitał nadwyżkowy można wytłumaczyć przez konserwatywne podejście regulatora spowodowane ekspozycją na kredyty frankowe, to w przypadku banków zagranicznych taka nadwyżka zapowiada hojne dywidendy i ruch na rynku M&A. Co interesujące, korygując ROE o kapitał nadwyżkowy, ale utrzymując nasze odpisy na CHF w 2021 roku takie banki jak PKO czy Pekao notują wynik na poziomie >10% (porównywalnie do Monety czy Komercni), co stawia pod znakiem zapytania ich obecną, niską wycenę.

ROE i ROE skorygowane o kapitał nadwyżkowy w 2021



Źródło: mBank

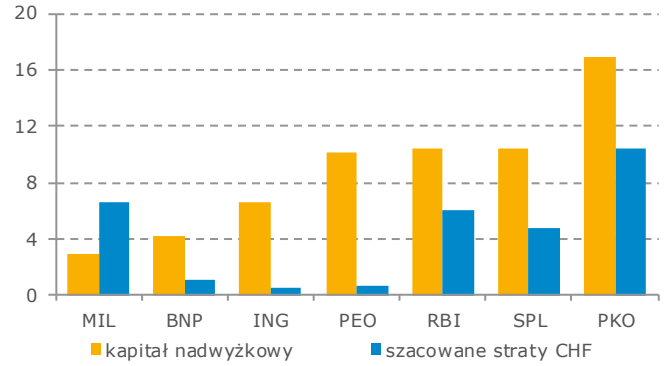
Kapitał nadwyżkowy w mld EUR



Źródło: Banki, mBank

- Utrzymujemy nasze pozytywne pozycjonowanie do polskiego sektora bankowego. Chociaż wyniki mogą zanotować niższą dynamikę w kolejnych latach niż te z regionu CEE to uważamy, że obecny poziom wyceny nadal stwarza okazje inwestycyjne. Polski sektor bankowy wkraczał w 2020 rok z wyceną na poziomie 1,0x P/BV, aby spaść do 0,5x P/BV w najniższym punkcie roku. Uważamy, że presja na wycenę spowodowana była głównie obawami o wpływ spowolnienia gospodarczego na jakość aktywów, ale także wpływ niskiego środowiska stóp procentowych na przyszłe wyniki sektora. W 3Q'20 oczyszczony koszt ryzyka o rezerwy na COVID-19 i franki znalazł się na poziomie 58 p.b., czyli poniżej 77 p.b. notowanych w 3Q'19 roku, co jest dość zaskakujące. Obecnie prognozujemy, że zysk netto sektora bankowego w Polsce wzrośnie o 10% w 2021 roku ze względu na spadek kosztu ryzyka oraz wyższe niż oczekiwane przychody podstawowe i w naszych oczekiwaniach jesteśmy ~20% powyżej konsensusu (także na 2021 rok). Pozostawiamy także nasze założenia odnośnie strat generowanych przez pozwy na kredyty CHF. Oczekujemy 46 mld PLN strat dla sektora z czego 30 mld dla analizowanych przez nas banków. Jednocześnie należy nadmienić, że suma kapitałów nadwyżkowych wynosi 56 mld PLN co pozwala wszystkim (oprócz Millennium) przyjąć jednorazowy odpis na kredyty CHF. Obecnie na 2021 rok wyceniamy polski sektor bankowy na 0,8x P/BV przy średnim ROE na poziomie około 7%. Naszymi top-pickami w polskim sektorze bankowym pozostają Pekao, Santander oraz PKO BP. Ze względu na materializację zalecenia inwestycyjnego, BNP Paribas obniżamy do akumuluj. Uważamy, że poprawa wyników, wznowione dywidendy, rynek M&A oraz zarządzalny problem z kredytami CHF powinny pozwolić polskiemu sektorowi zamknąć lukę waluacyjną.
- „Franek" już nie taki straszny. 2020 roku przyniósł nam kilka odpowiedzi, jeżeli chodzi o problem kredytów CHF. Liczba spraw frankowych rośnie dosyć dynamicznie, z doniesień medialnych wiemy, że banki przegrywają 90% spraw w pierwszej instancji, z czego 70-80% wyroków kończy się orzeczeniem o anulacji umowy kredytowej. Niestety, cały czas pozostaje duża niepewność co dalej, tzn. jak obie strony powinny się rozliczać (w naszych założeniach przyjęliśmy teorię salda) oraz czy bank może wystosować roszczenie za korzystanie z kapitału. Szacowana przez nas strata z tytułu ryzyka prawnego związanego z portfelem CHF dla całego sektora wynosi około 46 mld PLN, z czego 30 mld PLN dla analizowanych przez nas banków (łącznie z rezerwami już zawiązanymi). Zwracamy jednak uwagę, że tylko Millennium ma łącznie z buforem CHF za małą nadwyżkę kapitałową żeby po odpisaniu straty za jednym razem spełniać kapitałowe wymogi regulacyjne, jednakże nawet w tym przypadku sytuacja nie byłaby beznadziejna. Uważamy, że obecnie problem frankowy na poziomie 40-50 mld PLN jest z jednej strony wyceniony (spadek wyceny sektora na P/BV w okresie 2019-10 do 2020-01, a z drugiej strony zarządzalny z punktu widzenia wyników i kapitałów). W 2021 oczekujemy, że Sąd Najwyższy przedstawi swojego rodzaju instruktarz dla sądów powszechnych jeżeli chodzi o wyroki frankowe i/lub zarekomenduje rządzącym wprowadzenie rozwiązania systemowego ze względu na złożoności zagadnienia. W obu przypadkach spodziewamy się zmniejszenia niepewności wobec banków frankowych.

Kapitał nadwyżkowy vs oczekiwane straty na CHF w mld PLN



Źródło: Banki, mBank

- Utrzymujemy także nasze pozytywne pozycjonowanie do zagranicznych banków chociaż po naszym ostatnim raporcie z sierpnia br. potencjał wzrostu znacząco został ograniczony. Tym razem, wyśmienite wyniki sektora po 9M'20 skłoniły nas do znaczących podwyżek prognoz, które dla banków zagranicznych (ex-Polska) podwyższyliśmy aż o 26% na 2020 i o 12% na 2021 rok. Niewątpliwym wsparciem dla sektora była szeroko płynącą pomoc fiskalna, dzięki której bieżący koszt ryzyka bez „extra" rezerw nieznacznie odbiega od tego notowanego w 2019 roku. Dynamiczne odbicie gospodarek w 2021 roku, spadek salda rezerw, zakończenie cyklu spadku stóp procentowych, rekordowa fiskalna pomoc UE w 2021 r., relatywnie niskie obciążenia podatkami bankowymi oraz przywrócony strumień dywidend nastrajają nas pozytywnie na kolejne lata. Wzrost wyników w 2021 roku (+29% R/R) nadal bardzo dobrze wygląda na tle polskiego sektora bankowego (+12%). Uważamy, że wynika to z niższego ryzyka prawnego (brak rezerw na CHF i zwrot prowizji) oraz niższego obciążenia dodatkowymi podatkami bankowymi. Obrazuje to także ROE banków gdzie średnio dla zagranicy w 2021 roku oczekujemy zwrotu na poziomie 8,7% wobec 4,9% w Polsce. Naszym top-pickami pozostają Erste Bank oraz Moneta Money Bank. Erste naszym zdaniem pokaże wyśmienite odbicie wyników w 2021 roku napędzane przez m.in. Czechy, zaś Moneta w 2022 r., kiedy to w pełni wyciągnie synergie z fuzji z Wustenrot.
- Z pozostałych spółek finansowych naszym top-pick pozostaje PZU. Uważamy, że ubezpieczyciel został zbyt srogo przeceniony chociaż nadal prezentuje znacznie większą rentowność kapitałów do spółek porównywalnych (ROE 15%-17% vs 12% peers) oraz dwukrotnie wyższą dywidendę (10% vs 5%). Dodatkowo zwracamy uwagę, że niska penetracja ubezpieczeń na życie w Polsce stwarza pole do dalszego wzrostu ubezpieczyciela w kolejnych latach. Znaczący potencjał wzrostu (około 20%) mamy również w Kruku oraz Skarbiec Holding. W Kruku obniżyliśmy nasze oczekiwania odnośnie zakupów w 2020 roku oraz w 1H'21, co miało nieznaczny negatywny efekt na naszą wycenę. W Skarbcu doceniamy bardzo dobre wyniki w 2020 r. przez co podnosimy prognozy. Jednocześnie wyrażamy niepokój związany z brakiem dywidendy w 2020 roku, co z pewnością znacząco także nadszarpnie zaufanie inwestorów do traktowania SKH jako spółki dywidendowej. Najmniejszy potencjał wzrostu widzimy w GPW. Po pierwsze uważamy że trudno będzie o powtórzenie tak dobrych warunków i zdarzeń wspierających obrót na rynkach finansowych, a po drugie nad spółką cały czas pozostaje zawieszona kwestia zniesienia obliga giełdowego handlu energią elektryczną, co przy negatywnym rozwoju spraw zmniejszyłoby długoterminowy potencjał przychodowy spółki.
- **Kluczowe rekomendacje:** Pekao (kupuj), PZU (kupuj), Moneta (kupuj)

Chemia

- W 2021 roku oczekujemy, że poprawa koniunktury w przemyśle powinna pozytywnie przekładać się na popyt na produkty chemiczne (szczególnie te do branży cyklicznych). Liczymy na wzrost zapotrzebowania na komponenty z branży Automotive (MDI, TDI, Poliamid). Dodatkowo dobra koniunktura w Azji (Chiny) powinna pozytywnie przekładać się na wyższe globalne wykorzystanie mocy produkcyjnych spółek chemicznych.
- Na poprawie koniunktury na produkty chemiczne naszym zdaniem w ograniczonym stopniu skorzystają Ciech i Grupa Azoty. W przypadku producenta sody kalcynowanej obecnie trwające negocjacje cen na 2021 roku przypadają na niefortunny czas (spadki cen w Azji, większa alokacja zagranicznych producentów do Europy). O ile zakładamy wzrost wolumenów sprzedaży w 2021 roku, to obecnie raczej mało prawdopodobne aby ceny utrzymały się na zeszłorocznym poziomie. W przypadku Grupy Azoty o ile oczekujemy wzrostu wyników w segmentach tworzyw sztucznych i produktów chemicznych, to pod presją znajdą się wyniki na sprzedaży nawozów. Te ostatnie pozostają pod presją zwiększonego eksportu nawozów z Chin i rosnących cen gazu zmiennego.
- Wyzwaniem na 2021 rok dla polskich spółek chemicznych jest wzrost cen gazu ziemnego, węgla koksowego oraz certyfikatów CO_2. Dodatkowo chemia może w 2021 doświadczyć redukcji ilości darmowych certyfikatów (zakładamy -20% względem wcześniejszej alokacji). Grupa Azoty w 2021 roku nie będzie już mogła skorzystać z programu wsparcia dla producentów energochłonnych.
- Mamy neutralne nastawienie dla Grupy Ciech i Grupy Azoty na 2021 rok. Obie spółki wciąż realizują duże inwestycje, co ma negatywny wpływ na wolne przepływy gotówki i zdolności dywidendowe.
- Alternatywa dla inwestycji na polskim rynku w przypadku chemii może być **Covestro** (wzrost cen MDI i TDI, duża ekspozycja na Azję, sektor motoryzacyjny) czy **Fuchs Petrolub** (duża ekspozycja na Azję oraz dobrze spozycjonowana spółka na wzrost sprzedaży samochodów elektrycznych).

Surowce

- Bazując na danych ICSG, że produkcja miedzi w 2020 roku spadnie o około 1-2% r/r (250-500 tys. ton), co głownie wynika z niższej produkcji miedzi z recyklingu (nawet 5% r/r spadku w 2020 roku), będącej rezultatem niższej dostępności złomów po amortyzacyjnych i mniejszą aktywnością branży obrotu złomem. Produkcja górnicza miedzi w 2020 roku może wzrosnąć globalnie o 2-3% r/r (+400-600 tys. ton r/r). ICSG również w trakcie roku informowała, że w efekcie pandemii COVID-19 produkcja górnicza miedzi mogła być niższa o nawet 0,6 mln ton, a największe spadki w IH'20 związane były z ograniczeniem wydobycia przez COVID-19 w takich krajach jak Chile, Peru, USA, Australia, czy Meksyk. Dane agencji wskazują również, że w 2020 roku zużycie miedzi globalnie bez Chin może być o 10% r/r niższe, ale w Chinach, reprezentujących 50% światowej konsumpcji, zużycie wzrośnie o 13-14% r/r (w sumie konsumpcja globalna będzie o 1-2% r/r wyższa – podobnie jak produkcja).
- Naszym zdaniem brak problemów w wydobyciu miedzi spowodowanych przez pandemię COVID-19 oraz wzrost produkcji miedzi ze złomów może skutkować wzrostem podaży w 2021 r. na poziomie 2-3% r/r (+0,6-0,7 mln

ton miedzi więcej). Rynek natomiast zakłada, że za produkcją istotnie wzrośnie popyt podobnie jak miało to miejsce w Chinach i deficyt produkcji zostanie utrzymany. Po stronie argumentów za wzrostem popytu na miedź stoją rosnące zapotrzebowanie z samochodów elektrycznych (samochód elektrycznych konsumuje 4x mniej miedzi niż elektryczny), rosnący popyt z OZE (szczególnie po wygranej Joe Bidena w USA który wspiera programowo rozwój OZE), utrzymujące się dobre momentum w Chinach (odpowiadających za 50% zużycia światowego miedzi), oraz planowane programy infrastrukturalne na świecie w celu złagodzenia negatywnych efektów pandemii COVID-19.

- Notowaniom miedzi sprzyja w końcówce 2020 roku osłabienie USD. Przełamanie tego trendu mogłoby być krótkoterminowym ryzykiem dla notowań surowców, tym bardziej, że obecnie na miedzi utrzymuje się wysoka pozycja długa inwestorów spekulacyjnych (zwykle te poziomy zapowiadały korektę notowań). W krótkim terminie widzimy ryzyko korekty cen surowców (przemysłowych i szlachetnych), które powinny utrzymywać się na wysokich poziomach w całym 2021 roku.
- Koniec pandemii COVID-19 w 2021 roku powinien sprzyjać wzrostowi mobilności ludności i większym zainteresowaniem zakupami nowych samochodów. Zestawiając to z oczekiwanymi programami infrastrukturalnymi powinno skutkować wyraźnym odbiciem popytu na stal, podobnie jak miało to miejsce w Chinach w 2020 roku. Na tym skorzysta prawdopodobnie **JSW**, która będzie miała szansę na wyższe wolumeny i ceny sprzedaży węgla. Dodatkowo JSW korzysta na konflikcie między Chinami i Australią, co pozwala polskiemu producentowi na sprzedaż koksu na rynek Azjatycki. Szansą w dłuższym terminie dla JSW jest również procedowany w Komisji Europejskiej tak zwany „Carbon Tax" na import produktów stalowych spoza Unii.
- Naszym zdaniem w 2021 roku polskie spółki górnicze w ograniczonym stopniu odczują wzrost kosztów osobowych. W przypadku JSW po trudnym 2020 roku i wysokiej raportowej stracie netto naszym zdaniem górnicy nie będą przedstawiać wysokich roszczeń płacowych. W przypadku KGHM pracowników i Zarząd obowiązuje układ zbiorowy, który zakłada wzrost płac o 80% średniego wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw (co implikuje nieco ponad 3% r/r wzrost płac).
- W przypadku zagranicznych spółek górniczych na wyższych cenach węgla koksowego i wzroście sprzedaży do Chin naszym zdaniem może skorzystać Teck Resources. Widzimy ryzyko, że bieżące wysokie ceny rudy żelaza nie mają szans na utrzymanie w dłuższym terminie (negatywnie dla AngloAmerica, BHP, Ferrexpo, Rio Tinto).
- **Kluczowe rekomendacje:** JSW (kupuj)

Paliwa

- Ceny ropy Brent wróciły już prawie do poziomu sprzed kryzysu COVID-19, gdyż rynek dyskontuje już powrót strony popytowej do normalności w 2021 roku. Decyzje o wydłużeniu ograniczeń produkcyjnych w OPEC+ pozwalają na podniesienie naszej prognozy Brent na przyszły rok do 50 USD/BBl, aczkolwiek dalszych wzrostów w średnim terminie nie oczekujemy. W kolejnych miesiącach będzie już trudno utrzymać globalny rynek ropy w deficycie, zarówno z uwagi na zatrzymanie spadków wydobycia non-OPEC (odbicie wydobycia w USA, podobny trend w Brazylii), jak i dużą presję członków kartelu na uwolnienie limitów produkcji (UEA, Libia, Irak). Zwracamy uwagę, że OPEC dysponuje obecnie wolnymi mocami wydobywczymi na poziomie > 7mb/d.
- Oczekujemy, że OPEC+ będzie dostosowywał podaż do odbudowującego się popytu, co systematycznie będzie zwiększać dostępność mieszanek ciężkich i co za tym idzie wspierać poziom dyskonta Ural/Brent. Prognozujemy, że po spadku do 0,5 USD w tym roku, ten parametr wróci do długoterminowej średniej na poziomie 1,5 USD w perspektywie 2023 roku.
- W takim otoczeniu surowcowym liczymy również na odbicie marży rafineryjnej, która w tym roku zamknie się średnią 1,6 USD/Bbl. W przyszłym roku oczekujemy 2,5 USD (0,5 niżej niż poprzednia prognoza), a w 2022 r. 3,5 USD. Powrót do średnich długoterminowych na poziomie 4,5 USD powinien nastąpić do 2024 roku. Proces ten będzie rozłożony w czasie z uwagi na wolne odbudowywanie się rynku paliwa lotniczego (w 2021 wciąż popyt 20-30% poniżej poziomów sprzed pandemii) oraz planowane uruchomienia nowych rafinerii (4,5 mb/d do 2023 roku), które z nawiązką neutralizują planowane wyłączenia (~2 mb/d).
- Jeśli chodzi o marże detaliczne na stacjach benzynowych to po rekordowym pod tym względem roku 2020 (skokowe spadki cen ropy pozwoliły na wzrost średnich marż o ponad 20%), w kolejnych latach zakładamy normalizację rentowności do średnich z lat poprzednich.
- Segment petrochemiczny zaskoczył w tym roku in plus, gdyż pandemia spowolniła uruchomienia nowych projektów, a jednocześnie podkręciła popyt na tworzywa w wielu segmentach (np. jednorazowe opakowania). Tańsza ropa i gaz również wpływały na osiągane rentowności. Naszym zdaniem jednak co się odwlecze to nie uciecze i w latach 2021-22 odczujemy większą presję na marże modelowe z uwagi na zawirowania na bilansie popytu i podaży.
- Na europejskim rynku gazu z miesiąca na miesiąc obserwujemy odbudowywanie cen, co odzwierciedla trendy globalne. Po 2 słabych sezonach grzewczych i efekcie pandemii, strona popytowa ma duży potencjał do odbudowy. Na kluczowym pod względem konsumpcji rynku chińskim (8% udział) dynamika importu w ostatnich miesiącach wróciła do poziomu ~15%, co przy spadkach produkcji u kluczowego dostawcy czyli USA (-10% oczekiwane pod koniec roku przy udziale w światowym wydobyciu na poziomie 23%). Oczekujemy, że nadal kontynuowana będzie też konwersja z węgla na gaz z uwagi na coraz droższe uprawnienia do emisji oraz światowy zwrot w stronę wodoru (gaz jako paliwo przejściowe do tej technologii). Uwzględniając te trendy podnosimy nasze założenia dla cen gazu na lata 2021-22 o 8%, nadal pozostając nieco poniżej aktualnej krzywej terminowej.
- W tym kontekście utrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do PGNiG (wzrosty cen gazu, re-rating części „utility"), ale też wskazujemy mocno przecenione spółki rafineryjne, które na średnio cyklicznych marżach są wycenione atrakcyjnie. Preferujemy LTS (niska wycena, perspektywa FCF, odbicie rentowności DCU) i MOL (ekspozycja na segment wydobywczy), względem PKN (największa ekspozycja na rosnące koszty CO2 oraz perspektywa ujemnych FCF).
- Przy powyższych scenariuszach makro zwracamy też uwagę na następujące spółki z rynków zagranicznych: rafinerie (Valero Energy i Philips 66), spółki z ekspozycją na wydobycie gazu (Concho Resources, EQT, EOG).
- **Kluczowe rekomendacje:** Lotos (kupuj), MOL (kupuj), PGNiG (kupuj)

Energetyka

- Wprowadzenie narodowych lockdown'ów w Europie wpłynęło na 10-20% spadek zapotrzebowania na energię, ale reakcja na cenach energii i CO2 była krótkotrwała. Obecnie roczny kontrakt na rynku niemieckim oscyluje

wokół 43 EUR/MWh i jest napędzany notowaniami uprawnień, które zbliżyły się do 30 EUR/t. W naszym ostatnim raporcie dotyczącym Polenergii zrewidowaliśmy dość mocno ścieżki cenowe dla rynku energii, głównie z uwagi na przyjęty bardziej agresywny scenariusz dla notowań uprawnień do emisji CO2 (50 EUR/t do 2030 roku). Ceny base dla lat 2021-29 podnieśliśmy średnio o 15% (w tych szacunkach przyjmujemy, że transmisja kosztów uprawnień uwzględni zmiany w miksie wytwórczym na rynku niemieckim).

- Bardziej radykalne cele redukcji emisji w UE powinny zostać zatwierdzone w najbliższych dniach, a do połowy przyszłego roku poznamy wyniki audytu systemu ETS wraz z konkretnymi propozycjami zmian w MSR. Czynniki regulacyjne będą wspierać notowania uprawnień, co będzie premiować segment OZE i niskoemisyjnych wytwórców konwencjonalnych (powinni nadrabiać dystans do indeksów spółek odnawialnych stracony w tym roku). Oferowane stopy dywidendy powinny również w naszej opinii przywrócić do łask inwestorów operatorów sieci przesyłowych (mediana europejska na lata 2020-22 to 5,3%) i koncerny zintegrowane (mediana 5,1%).
- W Polsce ceny energii oscylują obecnie na poziomie 220-230 PLN/MWh i nadal modelowa marża elektrowni węglowej jest pod presją, gdyż koszty uprawnień nie są 1:1 przenoszone na klientów. Popyt już się odbudował, ale głównym problemem w tym wypadku jest oczekiwany wzrost dyspozycyjności elektrowni węglowych (po remontach pod BAT), planowane uruchomienie bloków w Jaworznie i Turowie, wzrost mocy PV i wymuszone rozporządzeniem UE dalsze zwiększanie komercyjnego dostępu do interkonektorów przez PSE. W tym kontekście oczekujemy presji na marżę na generacji (nasze prognozy dla tego obszaru obniżamy średnio o >20%), która nie wszędzie będzie 1:1 kompensowana przez przychody mocowe. Dobrą informacją jest to, że skarga Tempus Energy na notyfikacje polskiego rynku mocy będzie rozpatrywana z opóźnieniem, co oddala ryzyko czasowego zawieszenia płatności.
- Oczywiście kluczową kwestią dla polskich koncernów energetycznych jest teraz zapowiedziana transformacja sektora połączona z separacją aktywów węglowych. Proces ten będzie bardzo skomplikowany pod względem organizacyjnym (decyzje korporacyjne, WZA), finansowym (zapewnienie finansowania dla agencji NABE, wycena wydzielanych aktywów) i społecznym (programy pomocowe dla regionów dotkniętych zmianami, fundusze UE). Dlatego też oczekujemy znacznych opóźnień w stosunku do oficjalnego harmonogramu (już widać to chociażby po rozmowach z górnikami czy spekulacjach o raporcie przygotowywanym dla rządu przez KPMG), który zakłada finalizację tego procesu do końca 2021 r. Naszym zdaniem bardziej realny jest rok 2022, a najbliższe miesiące upłyną pod znakiem dyskusji i negocjacji nad różnymi koncepcjami zmian. Zwracamy też uwagę na to, że warunkiem koniecznym do re-ratingu polskich spółek oprócz oczyszczenia ich profilu biznesowego jest też odpowiedni przekaz do rynku finansowego, którego przykładowo zabrakło w aktualizacji strategii PGE.
- W tym kontekście w ramach sektora polecamy przede wszystkim CEZ i Polenergię, a jako opcję na transformację sektora preferujemy Eneę. Wśród europejskich spółek energetycznych zwracamy uwagę na RWE i EDP Renovaveis. Pozytywny sentyment powinien się tez utrzymywać do spółek fotowoltaicznych (Scatec, Solaria), aczkolwiek po 150% wzrostach w tym roku fundamentalny upside jest tam ograniczony.
- W kontekście wielkich planów inwestycyjnych w obszarze OZE i programów wodorowych ogłaszanych w USA i Europie zwracamy uwagę na spółki inżynieryjne (Technip) i dostawców technologii (Siemens Energy). Po bardzo mocnym roku (indeks spółek wodorowych wzrósł YTD o >300% a dostawców technologii OZE o >200%) coraz trudniej jednak o wskazanie ciekawych pomysłów inwestycyjnych w tej kategorii.
- **Kluczowe rekomendacje:** CEZ (kupuj), Polenergia (kupuj)

Telekomunikacja, media, IT

- Mamy neutralne podejście do polskiej telekomunikacji na 2020 r. WIG Telekomunikacja wzrósł o >12% w ciągu ostatniego roku, wyraźnie wyprzedzając szeroki rynek, co wiąże się z defensywnym charakterek sektora. Sądzimy, że w obecnym momencie większe szanse na wzrost mają inne sektory, przedstawiciele byli narażeni na ryzyko COVID-19 w większym stopniu niż telekomy. Kluczowymi argumentami wspierającymi sentyment do telekomunikacji będą: relatywnie wysokie FCFE Yieldy oraz wzrost cen na rynku mobilnym. Z drugiej strony nad sektorem ciąży ryzyko aukcji 5G oraz większe wydatki na infrastrukturę.
- 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. W naszym modelach wyceny OPL i CPS przyjęliśmy po 550 mln PLN wydatku na 1/4 pasma w 2021 r.
- W telekomunikacji gorącym tematem jest sprzedaż infrastruktury. 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 z kolei, po wezwaniu na Play, poinformował o zamiarze sprzedaży 60% udziałów w podlegającej Play-owi spółce zarządzającej siecią nadawczą operatora, za ok. 800 mln EUR.
- Iliad z sukcesem przeprowadził wezwanie na akcje Play. Francuski podmiot kontroluje blisko 97% akcji Play i spodziewamy się, że wkrótce przejmie pozostałe 3% w drodze przymusowego wykupu oraz wycofa Play z GPW. Z tego względu zaprzestajemy wydawania rekomendacji inwestycyjnych dla Spółki. Przypominamy, że we wrześniu opublikowaliśmy raport analityczny z pozytywną rekomendacją przy cenie 26,16 PLN (wzrost kursu od wydania o 47,2%).
- Wartość netto rynku reklamowego w Polsce po 9M'20 wyniosła niemal 6,1 mld PLN, co oznacza spadek o 11,7% R/R (Publicis Groupe Polska). W ujęciu rocznym spadek ma sięgnąć 8,6%. Agencja szacuje, że w 3Q'20 wartość reklamy w Polsce spadła o 2,5%. Wydatki na reklamę w telewizji spadły w 3Q'20 o 2,2% (-15,5% po 9M'20). W całym 2020 roku Publicis spodziewa się spadku rynku reklamy telewizyjnej o 10%. Z kolei reklama w Internecie zanotowała po dziewięciu miesiącach spadek o 2,5%, a Publicis zauważa, że pandemia przyczyniła się do umocnienia pozycji Internetu w rynku reklamowym i przyśpieszyła przepływ wydatków z innych mediów. W całym roku prognozowany jest wzrost o 4,3%. Po bardzo słabym kwietniu i maju, w trzecim kwartale rynek reklamy radiowej odnotował jedynie 2,5% wzrost, co pozwala z pewnym optymizmem patrzeć w przyszłość.
- Indeks WIG-Media pomimo cyklicznego charakteru swoich reprezentantów zanotował niewielki wzrost (tj. o 3%) w ciągu ostatniego roku. Inwestorzy mogą dyskontować optymizm związany z zakończeniem pandemii przez spółki mediowe. Nasz typ to Wirtualna Polska, która ma

ekspozycję na reklamę online i która powinna istotnie poprawić wyniki finansowe (z/w na bardzo niską bazę w e-commerce).
- W listopadzie notowania WIG Info wzrosły o 2,0%. Tym samym indeks spółek IT był gorszy od szerokiego rynku (-17 p.p. vs. WIG) i gorszy od MSCI IT EU (-11 p.p.). Mediana P/E 12M fwd dla spółek IT wynosi obecnie 14,9x i jest tylko 1,5% powyżej historycznej średniej z 3 lat. Zachowanie się indeksu IT nie dziwi nas. W ostatnich tygodniach wyraźny wzrost pokazały kursy spółek, które w większym stopniu były narażone na ryzyka COVID-19. Informacje o kolejnych szczepionkach nie były więc pozytywnie dyskontowane w sektorze IT, który od początku roku zachowywał się dobrze (WIG INFO +29% vs. WIG -8%). Reprezentanci sektora raportują dość dobre wyniki finansowe, stąd podtrzymujemy pozytywne nastawienie do spółek IT.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Sygnity (kupuj), Asseco Poland (kupuj), Wirtualna Polska (akumuluj), Allegro (sprzedaj)

Gaming

- Spółki z sektora gamingowego poradziły sobie znacznie lepiej od indeksu WIG. Sprzyjająco na sprzedaż gier wpłynęły nakazy pozostawania w domach w związku z pandemią COVID-19. Naszym zdaniem przyśpieszyło to tylko wzrostowy trend w tym segmencie i zakładamy, że rynek gamingowy nadal ma bardzo duży potencjał do wzrostu. Nakaz pozostania w domach przyśpieszył dodatkowo ilość zakupów w kanale online, który jest znacznie bardziej rentowny dla producentów gier.
- Sektor przez większość miesięcy był przez nas przeważany w przeglądach miesięcznych, niemniej patrząc na wyceny spółek z sektora oraz bardzo prawdopodobną kontynuację rotacji do spółek cyklicznych obniżamy pozycjonowanie sektora do neutralnego podejścia. Naszym zdaniem sektor może doświadczyć korekty, którą wykorzystywalibyśmy do budowy pozycji w spółkach gamingowych.
- Widzimy ograniczony potencjał do wzrostu w 11B, CDR oraz PLW. **11B** potrzebuje jeszcze czasu na dopracowanie produkcji przed wydaniem. Kurs spółki będzie mógł pozytywnie zareagować na opublikowanie dodatkowych informacji o nowych projektach, które powinny się pojawić na rynku na przełomie 1Q/2Q. Przed **PLW** intensywny okres wydawniczy, który może pozytywnie wpływać na sentyment do spółki. Niemniej zwracamy uwagę, że wycena spółki dyskontuje w dużej mierze istotną poprawę wyników r/r w 2021 roku. Naszym zdaniem bardziej korzystnym rozwiązaniem dla inwestorów będzie selektywny dobór spółek z Grupy PlayWay. Wśród naszych wyborów wymienilibyśmy CreativeForge Games (premiera Aircraft Carrier Survival; bogaty portfel produkcyjny), Games Operators (premiera Rustler), Movie Games (premiery Lust From Beyond oraz Alaskan Truck Simulator), Pyramid Games (premiery Occupy Mars: The Game oraz Dinosaur Fossil Hunter), Ultimate Games (portowanie kolejnych produkcji spółek z PLW na Nintendo Switch). Dodatkowo wiele spółek związanych z Grupą planuje debiut na NC w 1H'21, a debiutom będą towarzyszyły premiery gier o relatywnie wysokich wishlist. Kurs **CD Projekt** reaguje w ostatnich tygodniach pozytywnie na premierę Cyberpunk 2077. Po wyczerpaniu potencjału wynikającego z naszej rekomendacji, obniżyliśmy zalecenie inwestycyjne do trzymaj. W naszych szacunkach zakładamy sprzedaż C2077 w wysokości 15 mln sztuk w 4Q'20 oraz około 35 mln sztuk w 12 miesięcy od premiery. W 2021 roku oczekujemy ujawnienia przez spółkę planów wydawniczych na kolejne lata oraz podania większej ilości informacji o grze mobilnej The Witcher: Monster Slayer.
- **Ten Square Games** wykorzystał odpowiedni moment na rynku do inwestycji w marketing Fishing Clash, co przeniosło produkcję na wyższą półkę przychodową. Kurs reagował negatywnie w ostatnim miesiącu w oczekiwaniu na spadek sprzedaży m/m w 4Q'20. Zwracamy uwagę, że spadek sprzedaży m/m wynika z ograniczenia wydatków na marketing w 4Q (zgodnie ze strategią „smart growing"). Jednocześnie oczekujemy zwiększenia wydatków w 1Q/2Q'21, co powinno przełożyć się na wzrost sprzedaży m/m w Fishing Clash. Zwracamy uwagę na szybko budującą się sprzedaż Hunting Clash, który może stać się istotnym źródłem dochodów TEN oraz wpłynie na zdywersyfikowanie modelu biznesowego spółki. Biorąc pod uwagę perspektywy do wzrostu wyników spółki oraz wycenę na około 14x P/E'21, uważamy TEN za najbardziej atrakcyjną spółkę z sektora.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Ten Square Games (kupuj)

Przemysł

- Rok 2020 kończy się optymistycznymi odczytami PMI dla przemysłu w Europie (Strefa Euro 53,8 pkt, nowe zamówienia 54,1 pkt), które wyglądają jeszcze lepiej na kluczowych rynkach eksportowych (Niemcy 27% eksportu z Polski – PMI 57,8 pkt, z czego nowe zamówienia 62,4 pkt). Prawdopodobnemu zwiększeniu zamówień w nadchodzących okresach towarzyszą sprzyjające kursy walutowe na czym skorzystać mogą eksporterzy (największy udział w przychodach z eksportu mają: AC, Amica, Alumetal, Forte, Grupa Kęty, Mangata, Stalprodukt).
- Naszym zdaniem dystrybucja skutecznej szczepionki na COVID-19 przełoży się na wzrost mobilności społeczeństwa, a w związku z tym oczekujemy powrotu popytu na samochody osobowe w Europie. W 2020 roku można oczekiwać, że sprzedaż nowych samochodów w Unii Europejskiej spadnie o około 20-25% r/r, z czego liczymy, że każdy kolejny miesiąc 2021 roku powinien zwiastować wzrost sprzedaży samochodów. Już obecnie widać trend wzrostowy zainteresowania starszymi, niedrogimi samochodami z uwagi na niechęć do użytkowania transportu publicznego w czasach pandemii. W 2021 r. zakładamy dwucyfrowe wzrosty sprzedaży nowych samochodów w Europie na czym skorzystają polscy poddostawcy (Alumetal, Boryszew, Mangata) – nasz top pick z tej kategorii to **Mangata**. Z drugiej strony zakładamy jednocześnie, że mimo odbicia sprzedaży w branży samochodowej, wchodzące regulacje (limity CO_2) wciąż będą ciążyły na sektorze i poddostawcach. Naszym zdaniem limity CO_2 i dotacje w Europie (np. Niemiec) będą wspierać sprzedaż przede wszystkim samochodów o napędzie hybrydowym, elektrycznym i plug-in. Zmiana technologiczna to naszym zdaniem największe wyzwanie dla Alumetal (znaczna część sprzedaży aluminium do konstrukcji silnika spalinowego) i Boryszew (mała ilość produktów dedykowanych do samochodów elektrycznych), z kolei neutralna dla Mangaty (Kuźnia Polska produkuje głównie elementy konstrukcyjne). W dłuższym okresie ze zmianami technologicznymi będzie się musiało zmierzyć także AC, jednakże sprzedaż systemów autogazu przez spółkę skupiona jest wokół krajów w pewnym stopniu „zacofanych" technologicznie, do których naszym zdaniem elektryfikacja motoryzacji nie zawita w najbliższych latach (Rosja, Ukraina, Kazachstan, Uzbekistan, Meksyk, kraje afrykańskie, azjatyckie, Ameryki Płd., etc.). Spółka powoli „elektryfikuje się" rozwijając swoje kompetencje w BMS (battery management system), wchodząc w segment fotowoltaiki – kierunek zmian jest zdecydowanie pozytywny. Ze spółek z rynków zagranicznych podoba

nam się **Daimler** (duża ekspozycja na Azję, duża ilość samochodów elektrycznych wprowadzanych do asortymentu w 2021 roku; największe zaawansowanie z niemieckich producentów w zakresie samochodów autonomicznych), a z poddostawców **Fuchs Petrolub** (duża ekspozycja na Azję oraz dobrze spozycjonowana spółka na wzrost sprzedaży samochodów elektrycznych).

- Wyższa oczekiwana sprzedaż w branży Automotive oraz oczekiwane ożywienie w ramach programów infrastrukturalnych dobrze wróżą koniunkturze w przemyśle hutniczym na 2021 rok. W Chinach po opanowaniu pandemii COVID-19 wyraźnie spadają zapasy stali na lokalnym rynku, a ceny produktów nieustannie rosną. Naszym zdaniem podobny scenariusz może mieć miejsce w 2021 roku w Europie, na czym korzystać będą producenci stali – nasze top picki z branży to **Cognor** (wzrost spreadów na produktach, wzrost popytu) i **Stalprodukt** (wzrost popytu na blachy transformatorowe w związku z inwestycjami w OZE i stacje ładowania samochodów). Szansą dla sektora w Europie są prace nad tak zwanym „carbon tax" na produkty importowane spoza Unii Europejskiej. Wprowadzenie opłaty związanej ze śladem węglowym na produkty pochodzące z importu mogłoby być zmianą reguł gry dla europejskich producentów stali. Już dziś warto zauważyć, że Stalprodukt obok ThyssenKrupp pozostał jedynym producentem blach transformatorowych w Europie. Ze spółek zagranicznych z ekspozycją na sektor podobają na nam się na 2021 rok **ArcelorMittal** (najlepsza ekspozycja na poprawę koniunktury w hutnictwie stali w Europie), **voestalpine** (duża ekspozycja na poprawę wolumenów sprzedaży samochodów w Europie) oraz **Befesa** (ekspozycja na wzrosty cen cynku, wzrost organiczny biznesu, poprawa marży i wyników w nadchodzących okresach).
- Zwiększenie mobilności ludności po dystrybucji skutecznej szczepionki na COVID-19 naszym zdaniem może w 2021 roku wpłynąć na odwrócenie korzystnych trendów związanych z modernizacją powierzchni mieszkalnych oraz kupowaniem mebli, AGD i RTV. O ile w 2020 roku producenci mebli (Forte) i AGD (Amica) korzystali na ograniczeniu wydatków na rozrywkę i wyjazdy, to w 2021 roku taki efekt może nie mieć już miejsca. W kolejnych miesiącach 2021 roku oczekujemy powolnego wygasania korzystnych dla meblarstwa oraz producentów AGD efektów.
- Naszym zdaniem korzystny wpływ na polskich producentów w perspektywie kilku kolejnych lat może mieć zmiana łańcucha dostaw. Pierwsza połowa 2020 roku pokazała, że bazowanie całkowicie na dostawach komponentów/produktów z Azji w sytuacjach szczególnych (jak np. pandemia COVID-19) może doprowadzić do nieoczekiwanych przestojów produkcyjnych. Potencjalnie na zmianie nawyków zakupowych naszym zdaniem najbardziej może skorzystać Amica (zwiększenie zamówień u polskich i tureckich producentów kosztem azjatyckich), czy Stalprodukt (wzrost wykorzystania produkcji blach transformatorowych w Europie kosztem dostaw z importu).
- Zakładamy, że w 2021 roku koszty płac i energii elektrycznej nie będą znaczącym problemem dla spółek. Naszym zdaniem pogorszenie rynku pracy w 2020 roku oraz konieczność sięgnięcia przez spółki po pomoc w ramach tarczy antykryzysowej ostudziły apetyty pracowników na wzrosty płac. Warto zwrócić uwagę, że wiele ze spółek przemysłowych w 1H'20 rezygnowała z pracowników sezonowych (Boryszew, Forte, Mangata), a część dokonała trwałych redukcji zatrudnienia w 2020 roku (Famur, Mangata, PKP Cargo). Oczekujemy, że w 2021 roku wynagrodzenia wzrosną średnio o 3% r/r, a dynamika będzie wyraźnie niższa niż w latach poprzednich. W zakresie kosztów energii elektrycznej w 2021 roku zakładamy spadek hurtowych cen energii o 32 PLN/MWh oraz wprowadzenie tzw. „opłaty mocowej" która w 2021 roku wyniesie 45 PLN/MWh. W efekcie w sumie zakładamy, że średnia cena energii w taryfie B wzrośnie o 4% r/r w 2021 roku vs. +18% w 2020 roku.
- Wyższe ceny metali to w 2021 roku wyzwanie dla Amica (wyższe ceny stali i plastików, możliwa inflacja cen towarów zamawianych w Azji) i Grupy Kęty (wyższe ceny aluminium, produktów ropopochodnych). Wysokie ceny cynku oraz ożywienie w infrastrukturze i Automotive sprzyjać powinny Grupie Stalprodukt.
- Ryzyko Brexitu i nałożenia ceł na towary z UE to głównie ryzyko dla Amica (7-8% obrotów Grupy) i Apator (6% obrotów Grupy).
- Spółki po znaczącym ograniczeniu wydatków inwestycyjnych w 2020 roku rozważają wzrost nakładów w 2021 roku. Przed zwiększeniem wydatków w nadchodzących latach są obecnie Amica oraz Apator. Zakończenie programów inwestycyjnych przekładać się będzie na wzrost wolnych przepływów pieniężnych w Alumetal, Cognor, Kernel, Stalprodukt. Wciąż popularne w spółkach przemysłowych powinny pozostawać inwestycje w automatyzację produkcji.
- Najwyższych oczekiwanych dywidend w 2021 roku oczekiwalibyśmy w AC, Alumetal, Cognor, Famur, Grupa Kęty, Mangata, Kruszwica, Stalprodukt oraz TIM (w 2021 roku oprócz „zwykłej" dywidendy zakładamy także dodatkowo wypłatę części środków ze sprzedaży Rotopino w formie dywidendy).
- Poprawiające się momentum wynikowe, które szczególnie dobrze wygląda na pierwszą połowę 2021 roku powinno wspierać wycenę spółek przemysłowych.
- Ciekawą alternatywą z zagranicznych parkietów może być **Varta** (producent nowoczesnych baterii, który notuje bardzo dynamiczne wzrosty wyników dzięki wprowadzeniu nowych zaawansowanych technologicznie produktów). Ze względu na wzrost mobilności ludności i ożywienie w turystyce warto naszym zdaniem postawić na **MTU** (kosztowo efektywna spółka zajmująca się serwisem silników samolotowych, duże bariery wejścia do branży) i **TUI** (napięty bilans, ale wzrost zainteresowania wyjazdami turystycznymi może być motorem napędowym na drugą połowę 2021 roku). Potencjalne zwiększenie zainteresowania wykorzystania technologii wodorowej służyć powinno **Air Liquide** i **Linde** (obecnie produkcja wodoru odpowiada już za odpowiednio 10% i 7% przychodów spółek).
- Z szerokiego sektora przemysłowego na 2021 rok najbardziej przekonani jesteśmy do **Astarty**, **Mangaty** i **Stalprodukt**. W niniejszej publikacji zawieszamy wydawanie rekomendacji dla Pozbud (utrudniony kontakt ze spółką, brak spotkań nowego właściciela i Zarządu z inwestorami).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** AC (przeważaj), Astarta (przeważaj), Cognor (kupuj), Famur (kupuj), Mangata (przeważaj), Kernel (kupuj), Stalprodukt (kupuj), TIM (przeważaj)

Handel

- Kursy spółek z sektora odzieżowego/obuwniczego oraz sektora restauracyjnego były najmocniej dotknięte przez wprowadzone restrykcje w działalności sklepów/restauracji w związku z COVID-19 w 2020 roku. Pierwsza fala była zaskoczeniem dla spółek z sektora, a spowolnienie w sprzedaży najmocniej dotknęło podmioty o słabych bilansach. Pierwsza fala wymusiła optymalizację kosztów wynagrodzeń, kosztów sklepów/restauracji, skoncentrowanie się na płynności finansowej oraz optymalizację sieci sprzedażowej. Przeprowadzone działania pozwoliły na istotne ograniczenie negatywnego

wpływu drugiej fali pandemii COVID-19 na wyniki podmiotów z sektora. Kolejne informacje o pracach nad szczepionkami sprawiają, że inwestorzy dyskontują szybszy powrót do normalnej działalności sklepów. Naszym zdaniem częściowa odbudowa sprzedaży (sprzedaż/mkw. w 2021 roku niższa niż w 2019 roku) w połączeniu z niską bazą kosztową powinny przełożyć się na szybką odbudowę wyników spółek z sektora. Biorąc powyższe pod uwagę widzimy potencjał do wzrostu w **CCC, LPP i VRG**.

- Wśród spółek z sektora handlu spożywczego wzrosty w 2020 roku odnotowało **Dino**, które pomimo pandemii COVID-19 konsekwentnie realizowało strategią rozwoju oraz zdołało poprawić efektywność sprzedaży i rentowność biznesu. Naszym zdaniem obecny kurs DNP odpowiednio dyskontuje perspektywy spółki w średnim terminie. Widzimy więcej potencjału do wzrostu w kursach EUR i JMT. W **Eurocash** oczekujemy stopniowej poprawy wyniku w segmencie detalu, co powinno wpłynąć na przyśpieszenie wzrostu wyników Grupy oraz poprawić sentyment inwestorów do spółki. W **Jeronimo Martins** oczekujemy stopniowej odbudowy wyniku w biznesach portugalskich, w sieci Ara oraz w sieci Hebe. Jednocześnie oczekujemy kontynuacji pozytywnych trendów w sieci Biedronka.
- Pandemia COVID-19 zaskoczyła **AmRest**, którego bilans był mocno obciążony przez przeprowadzone przejęcia w poprzednich latach. Restrykcje wprowadzone przy drugiej fali COVID-19 mocno wpływają na biznes spółki. Spółka istotnie ograniczyła kapitałochłonną ekspansję oraz skupiła się na generowaniu gotówki, w efekcie czego dynamika wzrostu restauracji powinna spowolnić do jednocyfrowych wartości r/r w 2020 roku. W kolejnych kwartałach spółka powinna stopniowo obniżać wskaźnik zadłużenia. Niemniej biorąc pod uwagę słaby bilans oraz potencjalną możliwość szybszego rozwoju w momencie normalizacji otoczenia rynkowego uważamy, że prawdopodobne jest przeprowadzenie emisji akcji przez spółkę w 2021 roku. Biorąc pod uwagę powyższe zdecydowaliśmy nie publikować prognoz dla spółki w strategii oraz zawiesić publikowanie rekomendacji dla AmRest.
- W 2021 roku potencjalnym ryzykiem dla spółek handlowych może być wprowadzenie podatku od sprzedaży detalicznej, który najmocniej wpłynąłby na wyniki spółek z sektora odzieżowego/obuwniczego, a mniej na wyniki spółek z sektora handlu spożywczego.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** CCC (kupuj), Eurocash (kupuj), Jeronimo Martins (akumuluj), LPP (kupuj), VRG (kupuj)

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

vs. konsensus	2017		2018				2019				2020			+/=
	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	
in minus	16	15	8	11	14	24	12	14	16	21	23	9	8	**191**
brak zaskoczeń	27	21	33	20	23	20	28	26	28	15	14	17	25	**297**
in plus	14	21	18	29	24	19	24	25	23	31	30	41	37	**336**
suma	**57**	**57**	**59**	**60**	**61**	**63**	**64**	**65**	**67**	**67**	**67**	**67**	**70**	824
in minus (%)	28	26	14	18	23	38	19	22	24	31	34	13	11	**23**
in plus (%)	25	37	31	48	39	30	38	38	34	46	45	61	53	**41**

vs. r/r	2017		2018				2019				2020			+/=
	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	
in minus	21	26	27	20	19	24	25	29	25	23	34	41	31	**345**
brak zaskoczeń	11	1	8	11	10	6	9	11	6	9	9	5	10	**106**
in plus	35	40	34	39	41	40	36	30	39	38	27	24	29	**452**
suma	**67**	**67**	**69**	**70**	**70**	**70**	**70**	**70**	**70**	**70**	**70**	**70**	**70**	903
in minus (%)	31	39	39	29	27	34	36	41	36	33	49	59	44	**38**
in plus (%)	52	60	49	56	59	57	51	43	56	54	39	34	41	**50**

Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank

Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu

Sektor		Rynek polski	Rynek amerykański	Rynek europejski
Finanse	SENTYMENT	POZYTYWNY	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	PEO, SPL, PZU, KRU	BAC US, CFG US, WFC US	EBS AV, MONET CP, OTP HB, HYQ GY, PBB GY
	Spółki na minus	ING BSK	COF US	
	Kluczowe katalizatory:	Rotacja do aktywów cyklicznych napędzana przez poprawę wyników, dywidendy oraz konsolidację	Poprawa gospodarcza i rotacja do aktywów cyklicznych	Poprawa gospodarcza i rotacja do aktywów cyklicznych, perspektywa wypłat dywidend
Chemia	SENTYMENT	NEGATYWNY	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	CIE	LYB US, APD US, ALB US	FPE GY, 1COV GY
	Spółki na minus	ATT		YAR OL
	Kluczowe katalizatory:	Wzrosty cen surowców, CO_2	Poprawa gospodarcza i rotacja do aktywów cyklicznych	
Surowce	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	JSW	AI FP, TECK US	
	Spółki na minus	KGH	DOW US, ANG SJ, BHP AU, RIO LN	
	Kluczowe katalizatory:	Poprawa koniunktury, niskie stopy procentowe będą wspierać surowce		
Paliwa	SENTYMENT	POZYTYWNY	POZYTYWNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	LTS, MOL, PGN	CVX US, COP US, EOG US, EQT US, BKR US, HAL US, SLB US, VAL US, PSX US	
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:	Wzrost cen gazu i odbicie marż rafineryjnych	Oczekiwana poprawa gospodarcza zwiększy popyt na ropę i będzie wspierać ceny węglowodorów	
Energetyka	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	CEZ, PEP	VST US, SRE US	RWE GY, ENR GY, EOAN GY, EDPR PL
	Spółki na minus	PGE, TPE	HE US, AWR US	
	Kluczowe katalizatory:	Opóźnienie procesu transformacji sektora, wzrost cen CO_2	Preferowani będą producenci odchodzący od węgla, z perspektywą obniżania emisji CO_2	
Telekomy	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	OPL	CMCSA US, TMUS US	DRI GY, DTE GY, UTDI GY, TC1 GY
	Spółki na minus			O2D GY
	Kluczowe katalizatory:	Wzrost cen na rynku mobilnym, transakcje infrastrukturalne i poprawa KPIs (+), ryzyko aukcji 5G (-)	Niesprzyjająca sektorowi rotacja	IPO aktywów wzmocni atrakcyjność operatorów, lecz sektorowi nie sprzyjać będzie rotacja
Media	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	WPL	DIS US, FB US, GOOGL US	
	Spółki na minus			G24 GY
	Kluczowe katalizatory:	Odbicie na rynku reklamy	Niesprzyjająca sektorowi rotacja	
IT	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	ACP, CMR, ASE, ATD, SGN	AAPL US, ADI US, MSFT US, DOCU US, CSCO US	SAP GY, TMV GY
	Spółki na minus	ALE		
	Kluczowe katalizatory:	W długim terminie sektor powinien zyskiwać na COVID19, niskie zalewarowanie, dobre momentum wynikowe	Pandemia utrwaliła trendy w spółkach technologicznych	
Gaming	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	TEN	TTWO US, ATVI US	
	Spółki na minus		EA US	
	Kluczowe katalizatory:	Wyceny spółek blisko historycznych szczytów	Pandemia wzmocniła pozycję strategiczną spółek gamingowych	
Przemysł	SENTYMENT	POZYTYWNY	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	AST, COG, FMF, MGT, KER, STP, TIM	CAT US, PH US, CMI US, DE US	AI PA, VOE AV, VAR1 GY, GEA GY, KGX GY, MT NA, MT US, OSR GY, RHM GY, TUI1 GY
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:	Brak presji kosztowej, sprzyjająca słaba PLN	Rotacja do spółek cyklicznych, z ekspozycją na wiodącą gospodarkę Chin, wzrost mobilności społecznej	
Automotive	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	ACG, MGT	GM US	DAI GY, 8TRA GY
	Spółki na minus	AML, BRS		BMW GY
	Kluczowe katalizatory:	Wzrost sprzedaży aut w 2021	Odbudowa popytu na samochody ciężarowe	
Handel	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	CCC, LPP, VRG	AMZN US, LEVI US, BBY US	ADS GY, HFG GY
	Spółki na minus		M US	
	Kluczowe katalizatory:	Oczekiwania dotyczące odbudowy wyników w 2021 roku	Pandemia wzmocniła pozycję spółek e-commerce, kolejny rok utrwali ten trend	

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

vs. konsensus	2017 3Q	2017 4Q	2018 1Q	2018 2Q	2018 3Q	2018 4Q	2019 1Q	2019 2Q	2019 3Q	2019 4Q	2020 1Q	2020 2Q	2020 3Q	+/=
Finanse														
Alior Bank	+	+	=	+	=	=	=	-	+	-	+	-	+	77%
BNP Paribas													+	100%
Handlowy	+	=	+	+	-	-	-	-	-	+	-	+	+	54%
ING BSK	=	=	=	-	=	+	+	+	-	-	+	+	+	77%
Millennium	+	=	+	+	=	+	+	+	+	-	-	+	-	77%
Pekao	=	+	=	=	+	+	=	=	=	+	+	+	=	100%
PKO BP	+	=	+	=	=	=	=	+	=	+	+	+	=	100%
Santander BP	=	=	=	+	=	-	=	-	=	+	-	=	+	77%
Komercni	+	+	+	+	+	+	=	+	=	=	+	-	-	85%
Moneta							+	=	+	-	+	-	+	80%
Erste Group	=	+	+	+	+	+	+	+	=	+	-	-	+	85%
RBI							+	=	+	+	+	+	+	100%
OTP Bank	+	+	+	+	+	=	=	+	+	+	-	+	+	92%
PZU	=	+	+	=	+	=	+	=	=	+	-	+	+	92%
Kruk	=	-	+	+	+	-	+	-	+	-	-	+	=	62%
Skarbiec	+	+	+	=	+	-	+	+	=	+	-	+	+	85%
GPW	+	=	+	=	-	-	=	=	+	-	=	=	=	77%
Chemia														
Ciech	=	+	=	+	=	-	=	=	=	+	-	+	+	85%
Grupa Azoty	=	-	=	-	-	+	+	=	+	=	+	=	=	77%
Surowce														
JSW	-	-	=	+	=	-	+	+	+	+	-	=	=	69%
KGHM	=	+	=	+	-	-	+	=	+	-	-	+	=	69%
Paliwa														
Lotos	+	=	-	+	=	-	=	=	-	-	-	+	+	62%
MOL	-	=	=	=	+	+	=	+	=	+	+	+	+	92%
PGNiG	-	=	-	+	-	-	=	+	-	+	+	=	+	62%
PKN Orlen	-	=	=	-	=	+	=	+	=	-	+	=	+	77%
Energetyka														
CEZ	=	+	=	-	+	=	=	+	-	+	+	+	=	85%
Enea	=	=	=	-	=	=	+	+	+	+	+	+	+	92%
Energa	=	-	=	=	-	-	-	-	=	-	-	=	=	46%
PGE	=	=	=	=	-	-	-	=	=	+	=	=	+	77%
Polenergia													=	100%
Tauron	=	=	=	=	+	+	=	+	=	+	+	+	+	100%
Telekomunikacja														
Cyfrowy	=	=	+	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	100%
Netia	+	+	=	=	=	=	=	+	=	=	=	=	=	100%
Orange PL	=	=	=	=	+	+	=	=	=	+	+	+	=	100%
Media														
Agora	=	=	=	=	+	+	=	+	-	+	=	=	+	92%
Wirtualna	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	-	=	+	92%
IT														
Ailleron	-	-	+	=	=	-	-	+	-	=	-	+	-	46%
Allegro													=	100%
Asseco BS	=	+	=	=	=	+	=	=	+	+	=	+	=	100%
Asseco PL	-	-	+	+	+	=	+	=	+	=	+	+	+	85%
Asseco SEE	-	=	=	=	=	+	=	=	+	+	+	+	=	92%
Atende		+	=	-	+	-	+	-	=	=	=	+	=	75%
Comarch	-	-	+	+	+	+	+	-	+	-	+	-	=	62%
Sygnity														
Gaming														
11 bit studios	-		=	-	=	+	-	-	-	+	+	+	+	58%
CD Projekt	-	+	=	=	-	-	+	+	+	+	+	-	+	69%
PlayWay				=	=	=	+	+	+	-	+	+	-	70%
Ten Square G					-	-	-	=	=	+	-	=	=	56%
Przemysł														
AC						=	=	-	+	+	=	=	=	88%
Alumetal	+	=	=	=	+	=	-	-	=	=	+	+	+	85%
Amica	-	+	-	+	+	+	=	=	+	=	+	=	+	85%
Apator	=	-	=	=	+	=	=	=	+	-	=	+	=	85%
Astarta									-	+	+	-	+	60%
Boryszew	+	-	-	=	-	-	-	=	-	-	-	=	-	31%
Cognor				+	+	=	-	-	+	-	-	+	+	64%
Famur	=	+	+	+	+	+	+	+	-	-	=	+	+	85%
Forte	-	-	=	+	-	-	+	-	+	+	+	+	+	62%
Grupa Kęty	=	-	=	+	=	=	=	=	=	+	+	+	=	92%
Kernel	-	+	=	-	+	+	-	=	+	+	+	+	+	77%
Kruszwica	=	-	+	+	+	+	+	-	+	=	=	+	-	77%
Mangata	-	-	+	+	+	-	+	=	=	+	-	+	-	62%
PKP Cargo	=	-	=	+	+	-	=	-	-	-	-	+	=	54%
Stalprodukt							-	-	-	-	=	+	+	43%
TIM						+	+	+	-	=	=	+	+	88%
Handel														
AmRest	+	+	-	-	=	+	-	+	=	-	-	+	-	54%
CCC	-	-	-	-	-	-	-	+	-	-	-	+	+	15%
Dino	=	+	+	=	=	=	=	+	=	=	+	+	+	100%
Eurocash	-	-	=	=	-	-	=	=	=	+	=	+	=	69%
Jeronimo	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	-	-	+	85%
LPP	+	=	-	+	+	=	=	+	-	-	=	+	+	77%
VRG	=	=	-	-	=	=	=	=	=	=	+	+	=	85%

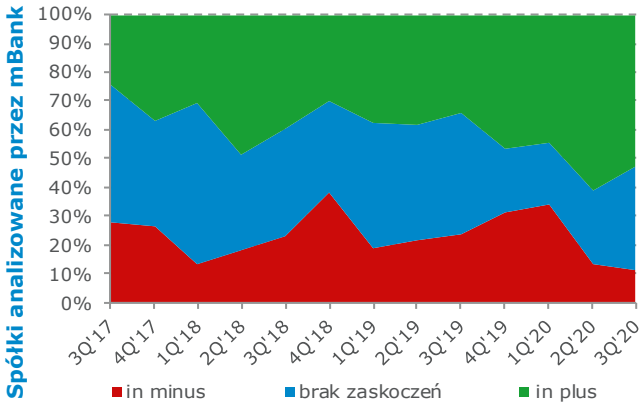
vs. r/r	2017 3Q	2017 4Q	2018 1Q	2018 2Q	2018 3Q	2018 4Q	2019 1Q	2019 2Q	2019 3Q	2019 4Q	2020 1Q	2020 2Q	2020 3Q	+/=
Finanse														
Alior Bank	+	-	+	+	-	+	-	-	-	-	-	-	-	31%
BNP Paribas	+	+	+	+	+	-	+	+	-	+	-	=	+	77%
Handlowy	+	+	+	+	-	-	-	-	-	+	-	-	=	46%
ING BSK	+	+	+	=	=	+	=	+	+	=	-	-	+	85%
Millennium	+	+	+	+	+	+	=	-	=	-	-	-	-	62%
Pekao	=	+	+	=	+	-	-	+	+	=	+	-	-	62%
PKO BP	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	69%
Santander BP	+	+	=	=	-	+	-	-	+	-	-	-	-	46%
Komercni	-	+	-	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	46%
Moneta	=	-	+	-	+	+	-	+	+	=	+	-	-	62%
Erste Group	+	+	+	+	+	+	+	-	+	=	-	-	-	69%
RBI	+	+	+	=	+	-	-	=	-	+	-	-	-	54%
OTP Bank	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	77%
PZU	+	+	-	+	+	=	+	-	-	+	-	-	=	62%
Kruk	=	-	-	=	+	+	+	-	-	-	-	-	-	38%
Skarbiec	-	+	-	-	-	-	+	+	-	+	-	+	+	46%
GPW	+	+	-	+	-	-	-	-	+	-	+	+	-	46%
Chemia														
Ciech	-	+	-	=	-	-	-	=	+	+	-	+	+	54%
Grupa Azoty	+	+	-	-	-	-	+	+	+	=	-	+	-	54%
Surowce														
JSW	+	+	-	=	=	-	-	=	-	-	-	-	-	38%
KGHM	+	-	-	+	-	=	+	-	+	-	-	+	+	54%
Paliwa														
Lotos	+	-	-	+	=	+	+	=	=	-	+	-	-	62%
MOL	-	+	-	-	+	+	-	=	=	-	+	-	-	46%
PGNiG	=	=	-	+	+	-	-	-	-	+	+	+	+	62%
PKN Orlen	+	-	-	-	-	+	=	+	+	-	+	-	-	46%
Energetyka														
CEZ	-	-	-	-	+	=	+	+	=	+	+	-	=	62%
Enea	=	-	=	-	=	-	+	+	+	+	+	+	-	69%
Energa	+	-	+	+	-	-	-	=	+	-	-	-	=	46%
PGE	=	-	+	+	=	-	-	-	+	+	=	-	=	62%
Polenergia	+	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	-	69%
Tauron	=	-	=	-	-	-	+	-	+	+	=	+	+	62%
Telekomunikacja														
Cyfrowy	-	-	=	-	=	=	=	=	=	=	=	-	+	69%
Netia	-	-	=	-	-	-	-	-	+	+	=	=	-	31%
Orange PL	-	+	=	-	+	+	=	=	+	+	+	=	=	85%
Media														
Agora	=	+	-	-	+	+	+	-	+	+	+	-	-	62%
Wirtualna	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	77%
IT														
Ailleron	-	+	=	+	-	-	+	-	-	+	-	+	+	54%
Allegro													+	100%
Asseco BS	+	+	+	+	+	+	+	-	+	+	=	=	=	92%
Asseco PL	-	-	+	+	+	+	+	-	+	-	+	+	+	69%
Asseco SEE	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
Atende	-	+	-	-	+	-	+	-	-	+	-	+	+	46%
Comarch	-	-	=	+	+	+	+	-	+	+	+	+	=	77%
Sygnity	-	+	+	+	+	+	+	-	+	+	+	+		83%
Gaming														
11 bit studios	=	+	+	-	+	+	+	-	-	+	+	+	+	77%
CD Projekt	-	-	-	-	-	-	-	+	-	+	+	+	+	38%
PlayWay				+	+	+	-	+	+	+	+	+	-	80%
Ten Square G			+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
Przemysł														
AC	-	-	+	+	+	+	+	-	+	-	-	-	-	46%
Alumetal	-	+	+	+	+	-	-	-	-	=	+	-	+	54%
Amica	-	-	-	+	+	+	=	+	+	+	-	+	+	69%
Apator	+	-	-	+	=	+	+	-	-	-	=	=	+	62%
Astarta	+	+	-	-	-	-	+	-	+	-	+	-	+	46%
Boryszew	+	+	-	-	-	-	-	-	+	-	-	-	-	23%
Cognor	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	+	-	+	54%
Famur	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	+	69%
Forte	-	-	-	+	-	+	+	-	+	+	+	-	=	54%
Grupa Kęty	+	+	+	+	+	+	=	+	+	+	+	+	+	100%
Kernel	-	-	-	+	+	+	-	+	=	-	+	+	+	62%
Kruszwica	=	+	+	+	+	+	+	-	+	=	-	-	-	77%
Mangata	=	+	+	+	+	=	+	=	-	=	-	-	-	69%
PKP Cargo	+	-	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	46%
Stalprodukt			-	-	-	-	-	-	-	=	-	-	+	18%
TIM	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	92%
Handel														
AmRest	+	-	+	=	+	+	+	+	+	-	-	-	-	62%
CCC	+	-	-	-	-	-	-	+	-	-	-	-	-	15%
Dino	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
Eurocash	-	-	+	=	=	+	-	=	+	+	=	-	=	69%
Jeronimo	+	+	+	=	=	=	=	+	+	+	=	-	+	92%
LPP	+	+	-	+	+	+	=	=	+	+	-	-	-	69%
VRG	+	+	+	=	=	+	-	+	+	+	-	-	+	77%

* [+/=] – udział kwartałów w ostatnich 3 latach, w których spółka zaraportowała wyniki zgodne lub powyżej oczekiwań rynkowych oraz w porównaniu r/r

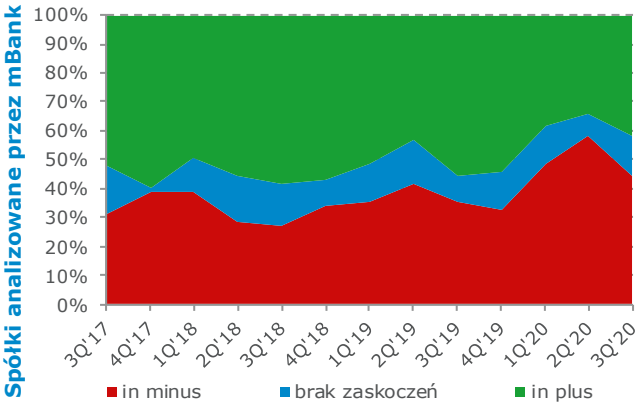
Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank

Zaskoczenia na wynikach wszystkich spółek analizowanych przez mBank oraz wybranych sektorów

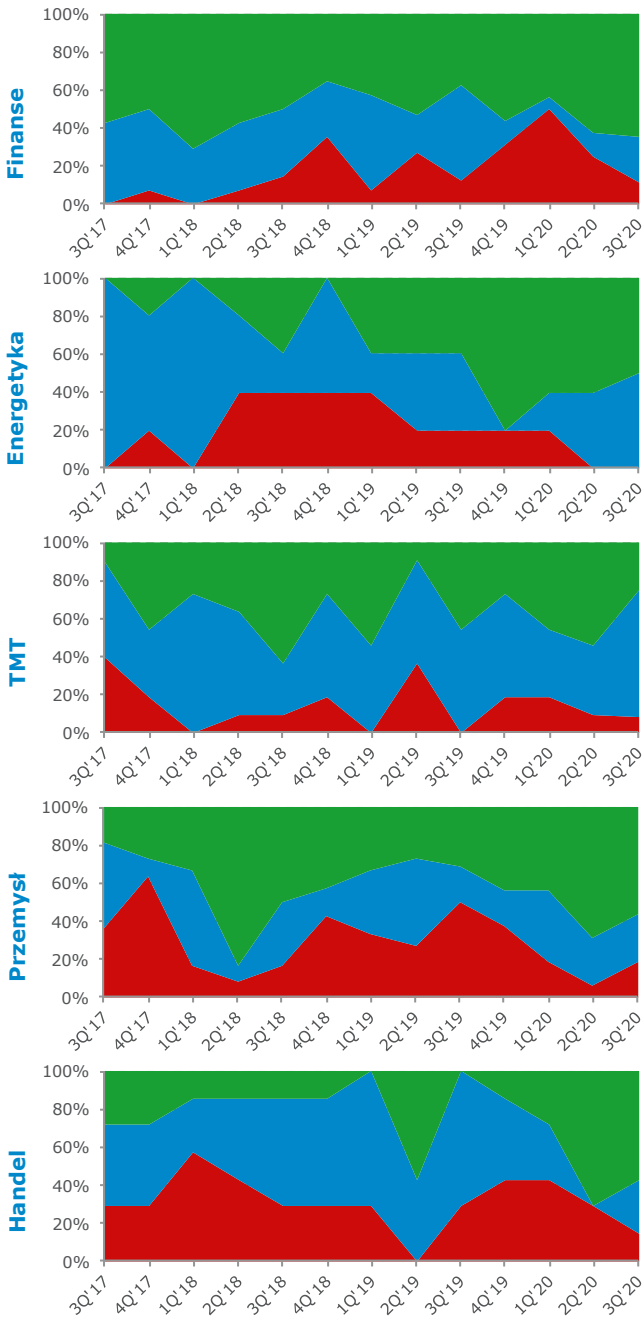
vs. konsensus



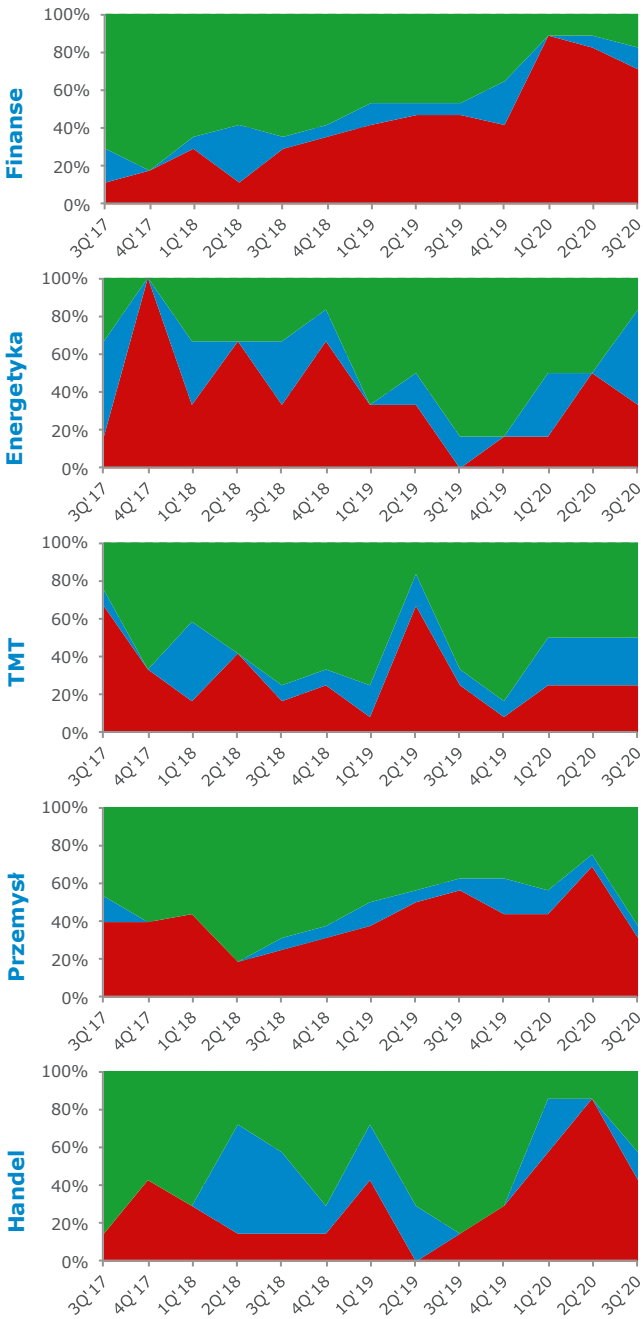
vs. r/r



Wyniki sektorów vs. konsensus



Wyniki sektorów vs. r/r



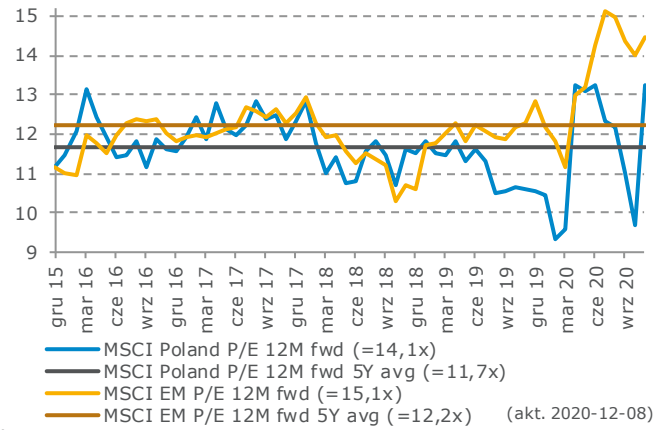
Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank

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

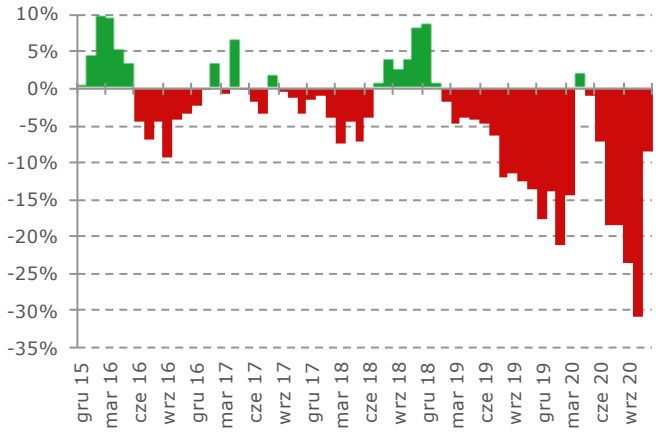
lis 19=0	WIG30		Finanse		Paliwa		Energetyka		Handel		TMT		Chemia		Surowce	
	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank
gru 19	-0%	+0%	+1%	+0%	-1%	+0%	-0%	+0%	-6%	+0%	+2%	+0%	-7%	+0%	-4%	+0%
sty 20	-6%	-6%	-2%	-0%	-17%	-30%	-3%	+0%	-10%	-2%	+1%	-0%	-44%	+82%	+1%	+13%
lut 20	-10%	-7%	-4%	-0%	-23%	-30%	-23%	+0%	-13%	-3%	-0%	-0%	+3%	+123%	-4%	-10%
mar 20	-22%	-39%	-13%	-34%	-39%	-75%	-23%	+0%	-14%	-63%	-6%	-7%	+26%	+123%	-64%	-91%
kwi 20	-41%	-51%	-43%	-47%	-52%	-86%	-28%	-28%	-37%	-75%	+1%	-9%	-2%	+76%	-78%	-91%
maj 20	-42%	-48%	-44%	-50%	-58%	-86%	-32%	-28%	-37%	-67%	+7%	+6%	-4%	+76%	-72%	-33%
cze 20	-41%	-22%	-45%	-50%	-53%	+29%	-30%	-28%	-54%	-67%	+5%	+6%	-4%	+45%	-59%	-33%
lip 20	-39%	-18%	-53%	-50%	-23%	+32%	-37%	-28%	-98%	-63%	+6%	+10%	-18%	+45%	-45%	+32%
sie 20	-39%	-25%	-53%	-50%	-21%	+3%	-44%	-28%	-92%	-63%	+7%	+1%	-18%	+12%	-39%	+36%
wrz 20	-40%	-26%	-53%	-51%	-19%	+3%	-44%	-28%	-	-63%	+1%	+1%	-18%	+12%	-42%	+38%
paź 20	-48%	-33%	-59%	-51%	-30%	+3%	-64%	-28%	-	-55%	-2%	-32%	-40%	+12%	-39%	-41%
lis 20	-46%	-37%	-54%	-43%	-26%	+6%	-66%	-94%	-	-99%	-7%	-21%	-40%	+94%	-52%	-59%

Źródło: Bloomberg, mBank; dane dla prognoz mBanku nie uwzględniają wyniku mBanku; daty aktualizacji prognoz dla poszczególnych spółek wchodzących w skład indeksu WIG30 znajdują się w tabeli *„Aktualne rekomendacje mBanku"*; zmiana między miesiącami dotyczy okresu pomiędzy kolejnymi publikacjami niniejszego dokumentu wraz z danymi opublikowanymi w bieżącym wydaniu

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

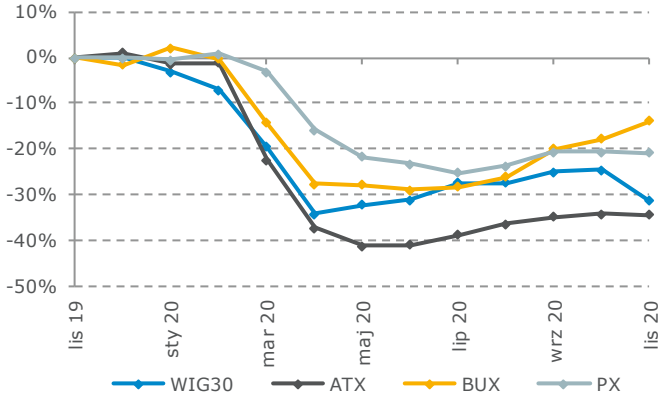


Źródło: Bloomberg, mBank



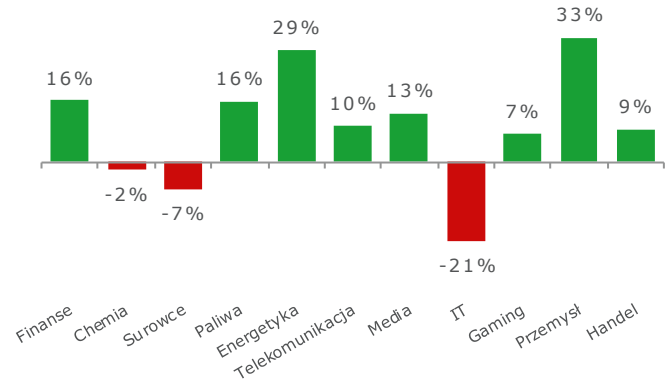
Źródło: Bloomberg, mBank

Zmiana prognozowanego EPS 12M fwd



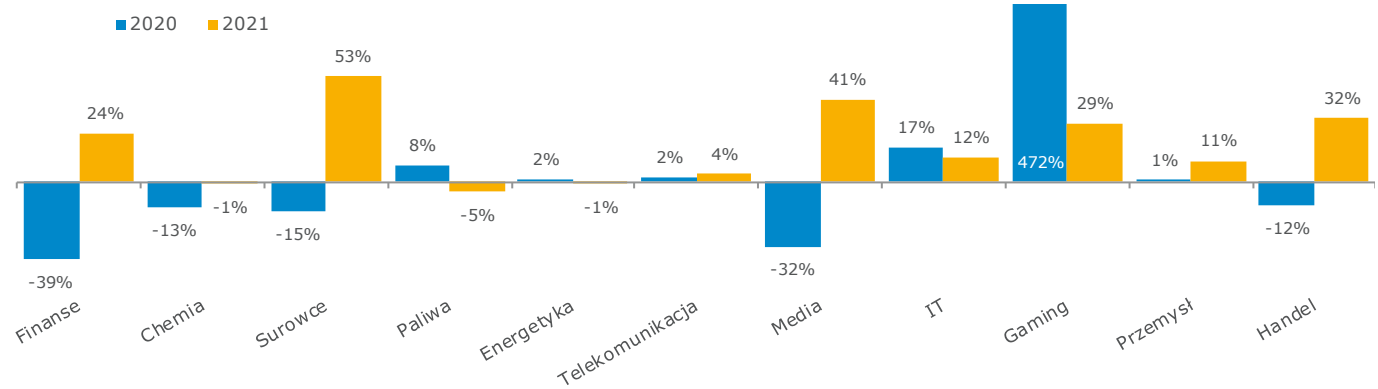
Źródło: Bloomberg, mBank

Potencjał zmiany cen dla sektorów



Źródło: mBank; na podstawie cen docelowych według mBanku

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



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

Odchylenie prognoz mBanku od konsensusu

Spółka	Rekomendacja mBank	TP mBank[1]	Rekomendacje[2] ▲	►	▼	TP kons.[3]	mBank/ kons. TP	ZN mBank/kons. 2020	2021	2022	EBITDA mBank/kons. 2020	2021	2022	Liczba prognoz[4]
Finanse														
Alior Bank	akumuluj	18,78	6	4	5	19,37	-3,1%	-	-	+12%				8
BNP Paribas Polska	akumuluj	64,45	3	3	0	50,98	+26,4%	+18%	+40%	+19%				4
Handlowy	trzymaj	36,45	3	4	5	34,72	+5,0%	+4%	+14%	+13%				5
ING BSK	redukuj	143,10	4	6	3	140,53	+1,8%	+9%	+2%	-11%				6
Millennium	trzymaj	2,88	3	9	2	3,32	-13,3%	+31%	-	-				4
Pekao	kupuj	75,93	17	2	1	67,85	+11,9%	+4%	+19%	+11%				10
PKO BP	kupuj	32,40	14	4	2	29,43	+10,1%	+4%	+4%	-36%				10
Santander BP	kupuj	238,14	8	9	1	188,60	+26,3%	+10%	+6%	-10%				10
Komercni Banka	akumuluj	682,02	13	4	2	671,97	+1,5%	+12%	+5%	+12%				10
Moneta Money Bank	kupuj	82,70	12	1	0	78,97	+4,7%	+3%	+16%	+4%				6
Erste Group	kupuj	30,58	19	5	1	27,20	+12,4%	+26%	+40%	+25%				10
RBI	akumuluj	18,22	12	6	3	18,38	-0,8%	-2%	+6%	-7%				16
OTP Bank	akumuluj	13 800	9	6	1	12 540	+10,0%	-1%	+16%	-				11
PZU	kupuj	39,33	6	5	1	33,07	+18,9%	+1%	+5%	+12%				5
Skarbiec Holding	kupuj	30,74	2	0	0	26,86	+14,4%	+60%	+21%	+102%				2
GPW	redukuj	40,60	0	4	2	44,20	-8,1%	+13%	+7%	+1%	+18%	+10%	+5%	2/2
Chemia														
Ciech	trzymaj	32,59	8	1	0	37,96	-14,2%	-26%	-21%	-17%	-2%	-4%	-6%	5/6
Grupa Azoty	trzymaj	24,54	2	4	0	29,20	-16,0%	+82%	-30%	-81%	+1%	-2%	-21%	3/3
Surowce														
JSW	kupuj	36,58	1	2	5	17,21	+112,6%	-	-	+76%	-	+20%	+17%	6/5
KGHM	trzymaj	152,27	5	6	5	131,84	+15,5%	-22%	+0%	+15%	+1%	-5%	+2%	14/13
Paliwa														
Lotos	kupuj	49,01	6	4	2	48,04	+2,0%	-	-30%	-32%	-	-2%	-26%	5/4
MOL	kupuj	2 379,0	9	3	1	2 163,6	+10,0%	-	-29%	-40%	+3%	-5%	-13%	7/6
PGNiG	kupuj	6,39	4	5	0	5,39	+18,5%	+38%	+18%	+17%	+94%	+7%	+7%	3/2
PKN Orlen	trzymaj	58,40	7	6	3	59,55	-1,9%	+9%	-34%	-49%	-0%	-9%	-17%	10/10
Energetyka														
CEZ	kupuj	601,40	11	4	1	555,67	+8,2%	-42%	+0%	-11%	+2%	-3%	-10%	7/7
Enea	zawieszona	-	7	1	0	9,10	-	-70%	+26%	+49%	+6%	+12%	+22%	6/5
PGE	zawieszona	-	6	4	2	7,42	-	-	+6%	+3%	+1%	+3%	+11%	5/5
Tauron	zawieszona	-	8	1	0	3,05	-	-56%	-15%	-8%	+6%	-4%	+4%	5/5
Telekomunikacja														
Cyfrowy Polsat	trzymaj	27,90	7	5	1	29,69	-6,0%	+3%	+3%	+3%	+0%	+0%	+0%	7/11
Orange Polska	kupuj	8,20	4	8	2	7,36	+11,5%	+15%	+46%	+17%	+10%	+15%	+15%	5/4
Media														
Agora	akumuluj	7,60	0	1	0	-	-	-	-	-	+54%	-	-	2/2
Wirtualna Polska	akumuluj	93,00	4	1	1	80,76	+15,2%	+26%	+18%	+21%	+8%	+14%	+11%	5/5
IT														
Allegro	sprzedaj	54,00	4	6	2	88,17	-38,8%	-20%	-4%	-10%	-4%	-3%	-10%	10/10
Asseco Poland	kupuj	80,70	6	3	0	75,84	+6,4%	-5%	-4%	-5%	+3%	+6%	+3%	7/6
Comarch	kupuj	247,60	4	3	0	232,41	+6,5%	+1%	-5%	-9%	-2%	-2%	-4%	6/6
Gaming														
11 bit studios	trzymaj	493,00	5	3	0	564,64	-12,7%	+10%	+20%	+146%	-1%	+25%	+133%	7/5
CD Projekt	trzymaj	445,10	9	10	4	404,49	+10,0%	-7%	+16%	-8%	-15%	+8%	-18%	19/17
PlayWay	trzymaj	590,00	4	2	0	588,72	+0,2%	+57%	+9%	-1%	-16%	+38%	+21%	4/4
Ten Square Games	kupuj	724,00	9	0	1	742,08	-2,4%	-3%	+5%	+2%	-2%	+6%	+2%	8/9
Przemysł														
AC	przeważaj	-	1	2	0	45,00	-	+6%	-0%	+11%	+3%	-2%	+7%	2/2
Alumetal	równoważ	-	3	1	1	47,07	-	+11%	+14%	+18%	+4%	+7%	+11%	5/5
Amica	równoważ	-	4	0	0	176,50	-	+38%	-2%	-4%	+22%	-6%	-8%	3/3
Apator	równoważ	-	1	2	0	21,50	-	+8%	+7%	+10%	+6%	+9%	+14%	2/2
Astarta	przeważaj	-	1	1	1	19,44	-	-	+134%	+28%	+4%	+26%	+13%	2/2
Boryszew	równoważ	-	0	1	0	-	-	-	-55%	-30%	-47%	-34%	-31%	2/2
Famur	kupuj	3,30	2	3	0	3,05	+8,3%	+17%	+20%	+13%	+21%	+44%	+52%	3/2
Forte	równoważ	-	1	3	0	36,75	-	+122%	+8%	-0%	+15%	+8%	+2%	4/4
Grupa Kęty	trzymaj	472,99	4	5	0	503,47	-6,1%	+9%	+6%	+3%	+4%	+4%	+2%	5/4
Kernel	kupuj	57,39	4	1	0	52,82	+8,6%	+6%	+36%	+4%	+16%	+6%	-4%	4/3
PKP Cargo	trzymaj	13,97	1	2	2	11,08	+26,1%	-	-	-	+1%	-9%	-1%	5/5
Stalprodukt	kupuj	370,99	3	0	0	302,00	+22,8%	+53%	+36%	+66%	+15%	+21%	+32%	3/2
Handel														
AmRest	zawieszona	-	1	4	1	27,23	-	-	-	-	-	-	-	7/6
CCC	kupuj	89,00	6	9	1	65,38	+36,1%	-	+109%	-	-23%	+17%	+40%	4/3
Dino	trzymaj	263,10	7	4	7	250,99	+4,8%	+7%	+8%	+5%	+4%	+4%	+2%	10/9
Eurocash	kupuj	19,90	10	5	1	19,69	+1,1%	+82%	+74%	+63%	-37%	-38%	-30%	9/7
Jeronimo Martins	akumuluj	15,30	14	11	1	15,69	-2,5%	-13%	-6%	-10%	-19%	-12%	-11%	12/13
LPP	kupuj	8 500,0	10	3	2	7 348,1	+15,7%	+257%	+15%	+18%	-44%	-36%	-26%	10/9
VRG	kupuj	3,14	3	1	0	2,84	+10,4%	-	-32%	-8%	-54%	-47%	-36%	2/2

Źródło: Bloomberg, mBank; [1]cena docelowa Biura maklerskiego mBanku; [2]rekomendacje w konsensusie (pozytywne, neutralne, negatywne); [3]średnia cena docelowa konsensusu; [4]liczba prognoz składających się na konsensus w roku 2020 (zysk netto/EBITDA)

mBank Biuro maklerskie

Aktualne rekomendacje mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżaca	Potencjał zmiany	P/E 2020	P/E 2021	EV/EBITDA 2020	EV/EBITDA 2021
Finanse						**+18,4%**	**12,4**	**9,8**		
Alior Bank	akumuluj	2020-11-19	17,50	18,78	17,60	+6,7%	-	10,2		
BNP Paribas Polska	akumuluj	2020-12-08	55,00	64,45	55,00	+17,2%	11,3	9,0		
Handlowy	trzymaj	2020-11-19	35,60	36,45	36,15	+0,8%	15,7	15,2		
ING BSK	redukuj	2020-11-19	155,20	143,10	165,80	-13,7%	15,3	16,1		
Millennium	trzymaj	2020-11-19	2,93	2,88	3,14	-8,3%	15,3	-		
Pekao	kupuj	2020-11-19	57,94	75,93	59,02	+28,7%	11,9	9,4		
PKO BP	kupuj	2020-11-19	27,23	32,40	28,34	+14,3%	12,5	11,9		
Santander Bank Polska	kupuj	2020-11-19	175,20	238,14	182,00	+30,8%	14,0	13,5		
Komercni Banka	akumuluj	2020-12-08	616,00	682,02 CZK	616,00	+10,7%	13,1	12,2		
Moneta Money Bank	kupuj	2020-12-08	67,00	82,70 CZK	67,00	+23,4%	13,7	11,7		
Erste Group	kupuj	2020-12-08	24,95	30,58 EUR	24,95	+22,6%	12,4	8,3		
RBI	akumuluj	2020-12-08	16,69	18,22 EUR	16,69	+9,2%	7,9	7,3		
OTP Bank	akumuluj	2020-12-08	12 000	13 800 HUF	12 000	+15,0%	11,2	8,2		
PZU	kupuj	2020-12-03	26,45	39,33	27,72	+41,9%	11,5	8,4		
Kruk	kupuj	2020-12-08	142,30	174,96	142,30	+23,0%	33,3	9,2		
Skarbiec Holding	kupuj	2020-12-08	24,80	30,74	24,80	+24,0%	4,3	6,3		
GPW	redukuj	2020-12-08	43,00	40,60	43,00	-5,6%	12,1	13,7		
Chemia						**-2,0%**	**14,4**	**15,4**	**5,9**	**6,3**
Ciech	trzymaj	2020-12-08	30,35	32,59	30,35	+7,4%	17,4	10,6	5,7	5,1
Grupa Azoty	trzymaj	2020-12-08	26,85	24,54	26,85	-8,6%	11,4	20,1	6,0	7,4
Surowce						**-7,0%**	**19,2**	**12,2**	**7,0**	**3,7**
JSW	kupuj	2020-12-08	25,53	36,58	25,53	+43,3%	-	13,8	-	1,9
KGHM	trzymaj	2020-12-08	177,20	152,27	177,20	-14,1%	19,2	10,6	7,0	5,6
Paliwa						**+16,0%**	**6,9**	**11,6**	**5,0**	**4,8**
Lotos	kupuj	2020-12-08	37,30	49,01	37,30	+31,4%	-	11,9	-	5,0
MOL	kupuj	2020-12-08	2 002	2 379 HUF	2 002	+18,8%	-	11,3	5,0	4,6
PGNiG	kupuj	2020-12-08	5,21	6,39	5,21	+22,7%	4,1	9,5	2,0	3,4
PKN Orlen	trzymaj	2020-12-08	59,60	58,40	59,60	-2,0%	9,7	11,9	5,8	5,6
Energetyka						**+29,3%**	**20,6**	**6,5**	**4,7**	**4,8**
CEZ	kupuj	2020-11-20	468,00	601,40 CZK	464,50	+29,5%	21,2	12,9	6,3	6,4
Enea	zawieszona	2020-12-08	5,60	-	5,60	-	14,8	2,0	2,6	2,3
Energa	zawieszona	2020-12-08	7,80	-	7,80	-	-	6,6	4,8	4,6
PGE	zawieszona	2020-12-08	5,77	-	5,77	-	-	6,5	3,5	2,9
Polenergia	kupuj	2020-10-30	42,60	62,99	50,20	+25,5%	21,6	21,1	10,3	10,7
Tauron	zawieszona	2020-12-08	2,17	-	2,17	-	20,0	3,8	4,5	5,0
Telekomunikacja						**+9,5%**	**29,0**	**26,2**	**4,7**	**4,6**
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2020-12-08	27,84	27,90	27,84	+0,2%	14,6	11,9	7,2	6,9
Netia	trzymaj	2020-12-08	4,50	4,70	4,50	+4,4%	29,0	26,2	4,6	4,4
Orange Polska	kupuj	2020-12-08	6,52	8,20	6,52	+25,8%	60,4	28,9	4,7	4,6
Play	zawieszona	2020-12-08	38,52	-	38,52	-	-	-	-	-
Media						**+12,9%**	**30,6**	**18,9**	**14,9**	**9,9**
Agora	akumuluj	2020-12-08	6,96	7,60	6,96	+9,2%	-	-	15,8	9,1
Wirtualna Polska	akumuluj	2020-12-08	82,00	93,00	82,00	+13,4%	30,6	18,9	14,0	10,6
IT						**-20,5%**	**15,7**	**14,5**	**6,3**	**5,9**
Ailleron	równoważ	2020-05-05	6,26	-	8,96	-	17,8	13,9	5,7	4,6
Allegro	sprzedaj	2020-11-18	67,89	54,00	74,45	-27,5%	-	70,6	50,0	39,8
Asseco BS	równoważ	2020-09-02	36,00	-	34,60	-	15,7	15,0	10,3	9,8
Asseco Poland	kupuj	2020-09-02	70,20	80,70	66,80	+20,8%	15,3	14,0	4,7	4,5
Asseco SEE	przeważaj	2020-08-07	43,70	-	39,40	-	17,7	15,6	8,9	7,9
Atende	przeważaj	2020-11-27	3,44	-	3,48	-	13,0	11,8	6,2	5,6
Comarch	kupuj	2020-09-29	204,00	247,60	196,00	+26,3%	16,8	14,9	6,4	6,1
Sygnity	kupuj	2020-09-01	7,20	10,70	8,46	+26,5%	7,6	6,8	4,8	4,2
Gaming						**+7,4%**	**23,4**	**20,6**	**21,3**	**14,7**
11 bit studios	trzymaj	2020-09-02	482,00	493,00	487,00	+1,2%	30,6	48,7	20,4	29,6
CD Projekt	trzymaj	2020-12-08	425,10	445,10	425,10	+4,7%	25,3	20,9	22,2	17,6
PlayWay	trzymaj	2020-12-08	599,00	590,00	599,00	-1,5%	20,7	20,3	30,3	11,8
Ten Square Games	kupuj	2020-12-08	525,00	724,00	525,00	+37,9%	21,4	14,6	18,1	11,9
Przemysł						**+32,6%**	**11,4**	**10,6**	**7,0**	**6,2**
AC	przeważaj	2020-12-08	36,40	-	36,40	-	11,4	10,6	7,8	7,1
Alumetal	równoważ	2020-12-08	44,50	-	44,50	-	16,2	13,3	9,0	7,7
Amica	równoważ	2020-12-08	149,60	-	149,60	-	7,7	10,5	4,6	6,1
Apator	równoważ	2020-12-08	22,40	-	22,40	-	12,0	11,6	6,9	6,7
Astarta	przeważaj	2020-12-08	25,20	-	25,20	-	-	3,0	3,9	2,4
Boryszew	równoważ	2020-12-08	2,87	-	2,87	-	-	23,0	10,7	7,1
Cognor	kupuj	2020-12-08	1,25	2,29	1,25	+83,2%	8,1	6,0	4,3	3,8
Famur	kupuj	2020-12-08	1,90	3,30	1,90	+73,7%	5,9	7,3	1,9	1,9
Forte	równoważ	2020-12-08	38,80	-	38,80	-	17,9	11,2	7,5	7,0
Grupa Kęty	trzymaj	2020-12-08	449,50	472,99	449,50	+5,2%	10,4	12,4	7,6	8,5
Kernel	kupuj	2020-12-08	46,75	57,39	46,75	+22,8%	9,0	4,7	4,7	4,6
Kruszwica	równoważ	2020-12-08	56,60	-	56,60	-	14,4	11,6	8,0	6,5
Mangata	przeważaj	2020-12-08	55,50	-	55,50	-	11,7	9,5	7,0	5,8
PKP Cargo	trzymaj	2020-12-08	13,20	13,97	13,20	+5,8%	-	-	4,8	4,7
Pozbud	zawieszona	2020-12-08	1,91	-	1,91	-	-	-	-	-
Stalprodukt	kupuj	2020-12-08	210,50	370,99	210,50	+76,2%	7,3	7,3	2,6	2,4
TIM	przeważaj	2020-12-08	18,90	-	18,90	-	13,3	10,6	7,2	6,4
Handel						**+8,7%**	**55,8**	**27,5**	**17,3**	**8,0**
AmRest	zawieszona	2020-12-08	25,80	-	25,80	-	-	-	-	-
CCC	kupuj	2020-12-08	71,38	89,00	71,38	+24,7%	-	32,0	19,8	4,9
Dino	trzymaj	2020-12-08	269,80	263,10	269,80	-2,5%	41,0	31,0	25,6	19,7
Eurocash	kupuj	2020-07-02	17,34	19,90	14,77	+34,7%	-	94,9	5,3	5,0
Jeronimo Martins	akumuluj	2020-08-04	14,29	15,30 EUR	14,08	+8,7%	26,7	21,6	8,4	7,2
LPP	kupuj	2020-12-08	7 285,00	8 500,00	7 285,00	+16,7%	76,7	24,0	18,6	10,4
VRG	kupuj	2020-09-23	2,51	3,14	2,40	+30,8%	70,6	19,4	16,1	8,8

Zmiany rekomendacji w strategii

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa		Data wydania
AC	przeważaj	równoważ	-	-	2020-12-08
Agora	akumuluj	trzymaj	7,60	PLN	2020-12-08
Alumetal	równoważ	równoważ	-	-	2020-12-08
Amica	równoważ	przeważaj	-	-	2020-12-08
AmRest	zawieszona	trzymaj	-	-	2020-12-08
Apator	równoważ	równoważ	-	-	2020-12-08
Astarta	przeważaj	przeważaj	-	-	2020-12-08
BNP Paribas Polska	akumuluj	kupuj	64,45	PLN	2020-12-08
Boryszew	równoważ	równoważ	-	-	2020-12-08
CCC	kupuj	zawieszona	89,00	PLN	2020-12-08
CD Projekt	trzymaj	akumuluj	445,10	PLN	2020-12-08
Ciech	trzymaj	kupuj	32,59	PLN	2020-12-08
Cognor	kupuj	kupuj	2,29	PLN	2020-12-08
Cyfrowy Polsat	trzymaj	trzymaj	27,90	PLN	2020-12-08
Dino	trzymaj	sprzedaj	263,10	PLN	2020-12-08
Enea	zawieszona	zawieszona	-	-	2020-12-08
Energa	zawieszona	zawieszona	-	-	2020-12-08
Erste Group	kupuj	kupuj	30,58	EUR	2020-12-08
Famur	kupuj	kupuj	3,30	PLN	2020-12-08
Forte	równoważ	równoważ	-	-	2020-12-08
GPW	redukuj	redukuj	40,60	PLN	2020-12-08
Grupa Azoty	trzymaj	trzymaj	24,54	PLN	2020-12-08
Grupa Kęty	trzymaj	trzymaj	472,99	PLN	2020-12-08
JSW	kupuj	trzymaj	36,58	PLN	2020-12-08
Kernel	kupuj	kupuj	57,39	PLN	2020-12-08
KGHM	trzymaj	redukuj	152,27	PLN	2020-12-08
Komercni Banka	akumuluj	kupuj	682,02	CZK	2020-12-08
Kruk	kupuj	kupuj	174,96	PLN	2020-12-08
Kruszwica	równoważ	przeważaj	-	-	2020-12-08
Lotos	kupuj	kupuj	49,01	PLN	2020-12-08
LPP	kupuj	kupuj	8500,00	PLN	2020-12-08
Mangata	przeważaj	równoważ	-	-	2020-12-08
MOL	kupuj	kupuj	2379,00	HUF	2020-12-08
Moneta Money Bank	kupuj	kupuj	82,70	CZK	2020-12-08
Netia	trzymaj	trzymaj	4,70	PLN	2020-12-08
Orange Polska	kupuj	kupuj	8,20	PLN	2020-12-08
OTP Bank	akumuluj	akumuluj	13800,00	HUF	2020-12-08
PGE	zawieszona	zawieszona	-	-	2020-12-08
PGNiG	kupuj	kupuj	6,39	PLN	2020-12-08
PKN Orlen	trzymaj	trzymaj	58,40	PLN	2020-12-08
PKP Cargo	trzymaj	trzymaj	13,97	PLN	2020-12-08
Play	zawieszona	redukuj	-	-	2020-12-08
PlayWay	trzymaj	trzymaj	590,00	PLN	2020-12-08
Pozbud	zawieszona	równoważ	-	-	2020-12-08
RBI	akumuluj	kupuj	18,22	EUR	2020-12-08
Skarbiec Holding	kupuj	akumuluj	30,74	PLN	2020-12-08
Stalprodukt	kupuj	kupuj	370,99	PLN	2020-12-08
Tauron	zawieszona	zawieszona	-	-	2020-12-08
Ten Square Games	kupuj	akumuluj	724,00	PLN	2020-12-08
TIM	przeważaj	przeważaj	-	-	2020-12-08
Wirtualna Polska	akumuluj	redukuj	93,00	PLN	2020-12-08

mBank Biuro maklerskie

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa		Data wydania
Alior Bank	akumuluj	trzymaj	14,98	PLN	2020-11-05
Alior Bank	akumuluj	akumuluj	18,78	PLN	2020-11-19
Allegro	sprzedaj		54,00	PLN	2020-11-18
Atende	przeważaj	równoważ	-	-	2020-11-27
BNP Paribas Polska	kupuj		64,45	PLN	2020-11-19
CD Projekt	akumuluj	akumuluj	421,60	PLN	2020-11-05
CEZ	kupuj	kupuj	601,40	CZK	2020-11-20
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
Handlowy	trzymaj	kupuj	36,45	PLN	2020-11-19
ING BSK	redukuj	trzymaj	143,10	PLN	2020-11-19
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
Millennium	trzymaj	kupuj	2,88	PLN	2020-11-19
Pekao	kupuj	kupuj	75,93	PLN	2020-11-19
PKO BP	akumuluj	trzymaj	22,58	PLN	2020-11-05
PKO BP	kupuj	akumuluj	32,40	PLN	2020-11-19
PZU	kupuj	kupuj	39,33	PLN	2020-12-03
Santander Bank Polska	kupuj	kupuj	238,14	PLN	2020-11-19
Ten Square Games	akumuluj	akumuluj	722,00	PLN	2020-11-05

Statystyki rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Biurem maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	1	1,5%	0	0,0%
redukuj	2	3,0%	2	8,7%
niedoważaj	0	0,0%	0	0,0%
trzymaj	14	21,2%	4	17,4%
równoważ	8	12,1%	2	8,7%
akumuluj	8	12,1%	4	17,4%
kupuj	27	40,9%	10	43,5%
przeważaj	6	9,1%	1	4,3%

Finanse

Alior Bank

akumuluj (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację akumuluj na Alior Bank. Z jednej strony bank negatywnie zaskoczył nas rezerwami w 2020 roku, ale z drugiej pozytywnie liniami przychodowymi, które łącznie podwyższyliśmy o 6% na 2021 rok i 8% w 2022 rok w naszym ostatnim sektorowym raporcie. Na koniec 3Q'20 Alior Bank obniżył koszty odsetkowe aż o 57% co było możliwe dzięki agresywnej zmianie polityki cenowej całego sektora. Warty podkreślenia jest też wynik prowizyjny, który w 3Q'20 spadł zaledwie o 2% R/R. Jednocześnie porównując wynik prowizyjny (do średnich aktywów) Aliora z sektorem widzimy nadal spory potencjał do wzrostu na fali zmian polityki cenowej w całym sektorze. Jak zwykle największą niepewnością obarczona jest prognoza salda rezerw. Przypomnijmy, że w 2Q'20 Alior utworzył 339 mln PLN związanych z COVID-19 oraz zanotował koszt ryzyka skorygowany na poziomie 417 p.b. co wskazuje na kolejną próbę zarządu czyszczenia portfela. W 3Q'20 koszt ryzyka spadł do 188 p.b., czyli poziomu nienotowanego od 1Q'19. Na kolejne lata oczekujemy kosztu ryzyka na poziomie około 200 p.b. czyli pozostajemy konsekwentni z naszymi prognozami. Pomimo oczekiwanej poprawy wyników, ROE Alior Banku nadal pozostanie na bardzo niskim poziomie 3%-6%. Uważamy, że niska rentowność banku w przyszłym roku jak i jakość aktywów uzasadniają naszą wycenę banku na poziomie 0,4x P/BV, która implikuje rekomendację akumuluj. Jednocześnie zaznaczamy, że Alior Bank pozostaje atrakcyjnym celem przejęcia co może wygenerować dodatkową premię.

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	17,60 PLN	
Cena docelowa	18,78 PLN	+6,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**akumuluj**	**18,78 PLN**	**2020-11-19**

Podstawowe dane			**ALR PW**	**vs. WIG**
Ticker	ALR PW	Zmiana 1M	+23,5%	+10,0%
ISIN	PLALIOR00045	Zmiana YTD	-38,6%	-34,7%
Liczba akcji (mln)	129,3	Średni obrót 1M	11,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 274,9	Średni obrót 6M	8,7 mln PLN	
		P/E 12M fwd	16,2	+45,0%
Free float	74,8%	P/E 5Y avg	11,1	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	3 085	3 181	2 870	2 830	3 059
WNDB	4 124	4 140	3 728	3 730	3 997
Koszty	-1 847	-1 976	-1 920	-1 879	-1 871
Saldo rezerw	-1 080	-1 443	-1 896	-1 279	-1 315
Zysk netto	713	253	-362	223	390
P/E	3,2	9,0	-	10,2	5,8
P/BV	0,4	0,3	0,4	0,3	0,3
ROE	10,8%	3,8%	-	3,4%	5,7%
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**
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	2 870	2 830	3 059
Wynik prowizyjny	436	667	624	659	687
Wynik handlowy	476	149	104	106	108
Pozostałe przychody netto	127	143	129	136	142
Wynik pozaodsetkowy	**1 039**	**959**	**857**	**900**	**938**
WNDB	**4 124**	**4 140**	**3 728**	**3 730**	**3 997**
Koszty operacyjne	1 847	1 705	1 920	1 879	1 871
Zysk operacyjny	**2 277**	**2 164**	**1 808**	**1 852**	**2 126**
Saldo rezerw	1 080	1 443	1 896	1 279	1 315
Udział w jednostkach zal	0	0	0	1	2
Wynik brutto	**1 196**	**721**	**-88**	**573**	**811**
Podatek	275	242	55	120	170
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	208	226	220	230	251
Zysk netto	**713**	**253**	**-362**	**223**	**390**

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Kredyty netto	**54 246**	**55 871**	**55 220**	**59 045**	**64 599**
Pozostałe aktywa	19 174	20 865	21 940	21 672	21 423
Aktywa razem	**73 420**	**76 736**	**77 160**	**80 717**	**86 021**
Depozyty	**62 436**	**64 999**	**65 269**	**65 190**	**64 667**
Pozostałe zobowiązania	4 498	4 978	5 494	8 906	14 214
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	0
Kapitały własne	**6 486**	**6 759**	**6 397**	**6 620**	**7 140**

Wskaźniki

(%)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
NIM	4,5%	4,5%	3,9%	3,7%	3,6%
C/I	44,8%	47,7%	51,5%	50,4%	46,8%
CoR	1,9%	2,4%	3,1%	2,0%	2,0%
NPL Ratio	10,6%	10,3%	13,2%	11,6%	9,9%
Tier 1	12,8%	14,0%	14,6%	12,7%	12,3%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2021-22)	0	0%
Korekta o PV	150	3%
Etap II (2023-37)	3 056	63%
Etap III (2038-57)	1 004	21%
Wartość rezydualna	680	14%
Wartość godziwa	**4 889**	**100%**
Liczba akcji (mln)	129	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**37,82**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**40,23**	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	7 419	146%
Etap I (2020-22)	-866	-17%
Korekta o PV	351	7%
Etap II (2023-37)	-1 257	-25%
Etap III (2038-57)	-556	-11%
Wartość godziwa	**5 092**	**100%**
Liczba akcji (mln)	129	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**39,39**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**41,90**	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	4 889
Zyski ekonomiczne	50%	5 092
Średnia wartość godziwa		4 990
na akcję (PLN)		38,61
Podatek bankowy		-20,96
Wartość godziwa na akcję		17,65
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		**18,78**

mBank Biuro maklerskie

BNP Paribas Polska

akumuluj (obniżona)

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

Po bardzo dobrym zachowaniu kursu od naszej ostatniej rekomendacji (19.11.2020) jesteśmy zmuszeni do obniżenia zalecenia inwestycyjnego z kupuj do akumuluj a co za tym idzie BNP Paribas już nie jest naszym top-pick w polskim sektorze bankowym. Niemniej jednak cały czas uważamy, że BNP Paribas jest wreszcie na dobrej drodze aby znacząco poprawić swoją rentowność, a punktem zwrotnym była akwizycja Raiffeisen Polbanku. W latach 2019-21 bank oczekiwał 500 mln PLN synergii kosztowych (kumulatywnie) z transakcji, co w większości zostało już zrealizowane. Obecnie bank posiada około 4,8 mld PLN kredytów CHF, ale co ważne, 2,8 mld PLN jest kredytów spłacanych w walucie CHF, przez co odpisy na pozwy są na znacząco niższym poziomie niż w przypadku konkurencji. Dzięki przejęciu Raiffeisena, ale także normalizacji wyników w kolejnych kwartałach oczekujemy, że BNP Paribas utrzyma dwucyfrową dynamikę zysku netto także w 2021 (+25% R/R) i 2022 roku (+17% R/R). Uważamy, że największy wpływ na wzrost zysku netto w 2021 roku będzie miała normalizacja kosztu ryzyka do poziomu 62 p.b. z 89 p.b. w roku obecnym. Podsumowując uważamy, że dwucyfrowa dynamika wyniku netto, niskie ryzyko związane z kredytami CHF oraz ROE na poziomie około 8% w 2022 roku zasługują na nadal wyższą wycenę niż obecne 0,5x P/BV. Jednocześnie uważamy, że wycena BNP Paribas powinna kształtować się pomiędzy takimi bankami jak Bank Handlowy czy Millennium a bankiem Pekao.

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	55,00 PLN	
Cena docelowa	64,45 PLN	+17,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**akumuluj**	**64,45 PLN**	**2020-12-08**
poprzednia	kupuj	64,45 PLN	2020-11-19

Podstawowe dane			**BNPPPL PW**	**vs. WIG**
Ticker	BNPPPL PW	Zmiana 1M	+49,9%	+36,4%
ISIN	PLBGZ0000010	Zmiana YTD	-19,1%	-15,2%
Liczba akcji (mln)	147,4	Średni obrót 1M	0,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	8 108,0	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN	
		P/E 12M fwd	12,4	-5,0%
Free float	11,2%	P/E 5Y avg	13,1	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	2 107	3 169	3 060	3 072	3 247
WNDB	3 436	4 824	4 949	4 916	5 164
Koszty	-2 197	-3 194	-2 763	-2 656	-2 613
Saldo rezerw	-558	-442	-694	-504	-506
Zysk netto	360	615	717	897	1 052
P/E	15,2	13,2	11,3	9,0	7,7
P/BV	0,8	0,7	0,7	0,6	0,5
ROE	4,2%	5,7%	6,1%	7,0%	7,5%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Zmiana prognoz	**2020P**	**2021P**	**2022P**
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	2 107	3 169	3 060	3 072	3 247
Wynik prowizyjny	567	820	879	901	935
Wynik handlowy	374	652	717	646	678
Pozostałe przychody netto	388	183	292	298	304
Wynik pozaodsetkowy	**1 330**	**1 655**	**1 889**	**1 845**	**1 917**
WNDB	**3 436**	**4 824**	**4 949**	**4 916**	**5 164**
Koszty operacyjne	2 197	3 194	2 763	2 656	2 613
Zysk operacyjny	**1 240**	**1 629**	**2 186**	**2 260**	**2 551**
Saldo rezerw	558	475	790	605	677
Udział w jedn. zależnych	0	1	2	3	4
Wynik brutto	**682**	**1 154**	**1 396**	**1 655**	**1 874**
Podatek	109	258	363	430	487
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	213	281	316	328	335
Zysk netto	**360**	**615**	**717**	**897**	**1 052**

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Kredyty netto	**73 414**	**73 811**	**75 482**	**78 705**	**83 978**
Pozostałe aktywa	35 609	36 143	45 593	42 218	42 546
Aktywa razem	**109 023**	**109 954**	**121 075**	**120 922**	**126 524**
Depozyty	**87 192**	**86 135**	**95 315**	**93 544**	**96 724**
Pozostałe zobowiązania	11 271	12 660	13 568	13 962	14 998
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	0
Kapitały własne	**10 560**	**11 159**	**12 192**	**13 417**	**14 803**

Wskaźniki

(%)	2018	2019	2020P	2022P	2021P
NIM	2,3%	2,9%	2,7%	2,6%	2,6%
C/I	63,9%	66,2%	55,8%	54,0%	50,6%
CoR	0,8%	0,6%	0,9%	0,6%	0,6%
NPL Ratio	5,6%	5,7%	6,5%	7,5%	7,0%
Tier 1	12,4%	12,8%	13,4%	14,2%	15,0%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2020-22)	0	0%
Korekta o PV	0	0%
Etap II (2023-37)	4 036	31%
Etap III (2038-57)	4 115	32%
Wartość rezydualna	4 769	37%
Wartość godziwa	**12 919**	**100%**
Liczba akcji (mln)	147	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**87,60**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**93,20**	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	10 273	81%
Etap I (2020-22)	763	6%
Korekta o PV	990	8%
Etap II (2023-37)	1 856	15%
Etap III (2038-57)	-274	-2%
Wartość godziwa	**12 618**	**100%**
Liczba akcji (mln)	147	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**85,59**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**91,05**	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	12 919
Zyski ekonomiczne	50%	12 618
Średnia wartość godziwa		12 769
na akcję (PLN)		86,61
Podatek bankowy		-26,56
Wartość godziwa na akcję		60,06
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		**64,45**

Handlowy

trzymaj (bez zmian)

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

W naszym ostatnim raporcie sektorowym podwyższyliśmy nasze prognozy na 2020 i 2021 rok o odpowiednio 33% i 5%, ale również obniżyliśmy o 6% na 2022 rok. Obniżka w 2022 roku wynika przede wszystkim z obniżenia prognozowanego wyniku z prowizji oraz działalności handlowej, co w pierwszym przypadku wiążemy ze stopniowo spadającą liczbą klientów detalicznych, zaś w drugim z chęcią obrony przychodów odsetkowych. W 3Q'20 Handlowy zaskoczył rozwiązując rezerwy, co pokazuje, że portfel kredytowy utrzymuje wysoką jakość. W 4Q spodziewamy się jednak dowiązania dodatkowych rezerw w związku z częściowym zamrożeniem polskiej gospodarki. Z jednej strony Handlowy wykazuje wysoką jakość portfela i brak bolączek w postaci kredytów CHF, ale z drugiej strony bank wykazywał się umiarkowaną zdolnością do rozwijania akcji kredytowej w czasach prosperity. Co więcej, ograniczona sieć oddziałów (19) sprawia, że nie należy się spodziewać przełomu po stronie kosztów. Handlowy jest dobrym wyborem na czas spowolnienia gospodarczego, ale nie jest to najlepszy wybór na odbicie. Ze względu na ograniczone perspektywy wzrostu, wyceniamy Handlowego na wskaźniku P/BV na 0,65x, co obecnie implikuje rekomendację trzymaj.

Cena bieżąca	36,15 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	36,45 PLN	+0,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**trzymaj**	**36,45 PLN**	**2020-11-19**

Podstawowe dane			**BHW PW**	**vs. WIG**
Ticker	BHW PW	Zmiana 1M	+16,4%	+2,9%
ISIN	PLBH00000012	Zmiana YTD	-30,2%	-26,3%
Liczba akcji (mln)	130,7	Średni obrót 1M	0,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 723,3	Średni obrót 6M	0,9 mln PLN	
		P/E 12M fwd	17,2	+19,8%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	14,3	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	1 108	1 154	1 003	941	969
WNDB	2 159	2 256	2 061	2 055	2 102
Koszty	-1 180	-1 254	-1 260	-1 310	-1 316
Saldo rezerw	-64	-238	-262	-188	-118
Zysk netto	639	487	300	310	393
P/E	7,4	9,7	15,7	15,2	12,0
P/BV	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
ROE	9,1%	6,9%	4,1%	4,2%	5,2%
DPS	4,10	3,74	0,00	1,15	2,72
DYield	11,3%	10,3%	0,0%	3,2%	7,5%

Zmiana prognoz	**2020P**	**2021P**	**2022P**
Wynik odsetkowy	0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny	0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem	0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto	0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	1 108	1 154	1 003	941	969
Wynik prowizyjny	550	565	532	567	574
Wynik handlowy	487	491	480	499	509
Pozostałe przychody netto	15	46	46	48	50
Wynik pozaodsetkowy	**1 052**	**1 102**	**1 058**	**1 114**	**1 133**
WNDB	**2 159**	**2 256**	**2 061**	**2 055**	**2 102**
Koszty operacyjne	1 180	1 254	1 260	1 310	1 316
Zysk operacyjny	**980**	**1 002**	**801**	**745**	**786**
Saldo rezerw	64	238	262	188	118
Udział w jednostkach zal	0	0	0	0	0
Wynik brutto	**916**	**764**	**539**	**557**	**667**
Podatek	190	180	119	123	147
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	87	98	121	124	127
Zysk netto	**639**	**487**	**300**	**310**	**393**

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Kredyty netto	**19 802**	**20 589**	**19 436**	**20 426**	**21 280**
Pozostałe aktywa	29 503	31 397	42 278	40 560	39 692
Aktywa razem	**49 305**	**51 986**	**61 715**	**60 986**	**60 972**
Depozyty	**31 057**	**35 231**	**41 158**	**40 319**	**39 695**
Pozostałe zobowiązania	11 191	9 674	13 176	13 125	13 697
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	0
Kapitały własne	**7 057**	**7 081**	**7 381**	**7 541**	**7 580**

Wskaźniki

(%)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
NIM	2,5%	2,4%	1,8%	1,6%	1,7%
C/I	54,6%	55,6%	61,1%	63,7%	62,6%
CoR	0,3%	1,1%	1,3%	0,9%	0,5%
NPL Ratio	3,0%	3,4%	3,6%	4,3%	3,6%
Tier 1	16,8%	16,7%	19,4%	19,8%	19,6%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2021-22)	405	7%
Korekta o PV	182	3%
Etap II (2023-37)	4 860	82%
Etap III (2038-57)	293	5%
Wartość rezydualna	179	3%
Wartość godziwa	**5 919**	**100%**
Liczba akcji (mln)	131	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**45,30**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**48,19**	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	8 659	141%
Etap I (2020-22)	-793	-13%
Korekta o PV	403	7%
Etap II (2023-37)	-1 736	-28%
Etap III (2038-57)	-393	-6%
Wartość godziwa	**6 140**	**100%**
Liczba akcji (mln)	131	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**47,00**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**49,99**	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	5 919
Zyski ekonomiczne	50%	6 140
Średnia wartość godziwa		6 030
na akcję (PLN)		46,15
Podatek bankowy		-11,89
Wartość godziwa na akcję		34,26
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		**36,45**

mBank Biuro maklerskie

ING BSK

redukuj (bez zmian)

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

W naszym ostatnim raporcie sektorowym z listopada nasze prognozy dla ING BSK zostały podwyższone o 56%-5% na lata 2020/22. Podwyżkę przypisujemy lepszemu od oczekiwań zachowaniu wyniku odsetkowego oraz do niższego salda rezerw. Podnieśliśmy również nasze oczekiwania dotyczące wyniku prowizyjnego. Wbrew naszym oczekiwaniom z wiosny, portfel kredytów korporacyjnych utrzymuje wysoką jakość, a jednocześnie bank odłożył już sporo niezalokowanych rezerw na psucie się portfela z tytułu COVID-19. Zwracamy uwagę, że ING, w przeciwieństwie do innych banków, nie wprowadził silnej dyscypliny kosztowej, co zostawia przestrzeń do poprawy w tym elemencie na przyszłość. Wskaźniki wypłacalności znajdują się na rekordowych poziomach dlatego zakładamy, że ING w 2021 roku podzieli się 50% zysku z 2020 roku, co przełoży się na DPS w wysokości 5,40 PLN. ING BSK wykazuje nadal ponadprzeciętną rentowność w Polskim sektorze bankowym (osiąga koszt kapitału), a portfel CHF nie stanowi zagrożenia dla przyszłych wyników, dlatego też wyceniamy bank na wskaźniku P/BV 1,1x, co oznacza najwyższą wycenę wśród polskich banków. Niemniej jednak, pomimo podwyższonych prognoz oraz ponadprzeciętnej rentowności uważamy, że wyższą wycenę trudno uzasadnić w obliczu wyceny sektora w regionie CEE. Z tego powodu nasza rekomendacja dla ING BSK redukuj jest nadal aktualna.

Cena bieżąca	165,80 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	143,10 PLN	-13,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**redukuj**	**143,10 PLN**	**2020-11-19**

Podstawowe dane			**ING PW**	**vs. WIG**
Ticker	ING PW	Zmiana 1M	+30,1%	+16,7%
ISIN	PLBSK0000017	Zmiana YTD	-16,6%	-12,6%
Liczba akcji (mln)	130,1	Średni obrót 1M	3,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	21 570,6	Średni obrót 6M	1,9 mln PLN	
		P/E 12M fwd	16,5	+8,3%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	15,2	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	**2018**	**2019**	**2020P**	**2021P**	**2022P**
Wynik odsetkowy	3 760	4 294	4 528	4 553	4 660
WNDB	5 233	5 790	6 145	6 202	6 342
Koszty	-2 327	-2 497	-2 734	-2 937	-2 988
Saldo rezerw	-501	-606	-953	-872	-723
Zysk netto	1 526	1 659	1 406	1 341	1 461
P/E	14,2	13,0	15,3	16,1	14,8
P/BV	1,6	1,4	1,3	1,3	1,2
ROE	12,1%	11,6%	8,9%	8,1%	8,5%
DPS	3,20	3,50	0,00	5,40	5,15
DYield	1,9%	2,1%	0,0%	3,3%	3,1%
Zmiana prognoz			**2020P**	**2021P**	**2022P**
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	**2018**	**2019**	**2020P**	**2021P**	**2022P**
Wynik odsetkowy	3 760	4 294	4 528	4 553	4 660
Wynik prowizyjny	1 305	1 372	1 448	1 497	1 529
Wynik handlowy	154	130	169	152	152
Pozostałe przychody netto	14	-6	0	0	0
Wynik pozaodsetkowy	**1 473**	**1 496**	**1 618**	**1 649**	**1 682**
WNDB	**5 233**	**5 790**	**6 145**	**6 202**	**6 342**
Koszty operacyjne	2 327	2 497	2 734	2 937	2 988
Zysk operacyjny	**2 906**	**3 292**	**3 411**	**3 265**	**3 353**
Saldo rezerw	501	606	998	916	812
Udział w jednostkach zal	0	7	17	17	17
Wynik brutto	**2 405**	**2 694**	**2 431**	**2 366**	**2 559**
Podatek	507	599	545	530	583
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	372	436	480	495	515
Zysk netto	**1 526**	**1 659**	**1 406**	**1 341**	**1 461**

Bilans

(mln PLN)	**2018**	**2019**	**2020P**	**2021P**	**2022P**
Kredyty netto	**103 126**	**118 288**	**124 375**	**129 217**	**136 833**
Pozostałe aktywa	38 477	40 323	62 309	57 403	55 066
Aktywa razem	**141 603**	**158 611**	**186 684**	**186 620**	**191 898**
Depozyty	**117 683**	**130 474**	**157 481**	**159 560**	**161 991**
Pozostałe zobowiązania	10 584	12 914	12 936	10 253	12 141
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	0
Kapitały własne	**13 336**	**15 223**	**16 266**	**16 807**	**17 766**

Wskaźniki

(%)	**2018**	**2019**	**2020P**	**2021P**	**2022P**
NIM	2,9%	2,9%	2,7%	2,5%	2,5%
C/I	44,5%	43,1%	44,5%	47,4%	47,1%
CoR	0,5%	0,5%	0,8%	0,7%	0,5%
NPL Ratio	2,8%	3,0%	4,2%	4,5%	3,6%
Tier 1	14,8%	14,5%	12,9%	14,2%	14,9%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	**wartość**	**udział**
Etap I (2021-2022)	1 122	5%
Korekta o PV	547	2%
Etap II (2023-37)	13 853	61%
Etap III (2038-57)	4 940	22%
Wartość rezydualna	2 265	10%
Wartość godziwa	**22 727**	**100%**
Liczba akcji (mln)	130	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**174,69**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**185,82**	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	**wartość**	**udział**
Początkowe TNAV	16 306	69%
Etap I (2020-22)	783	3%
Korekta o PV	1 563	7%
Etap II (2023-37)	3 666	15%
Etap III (2038-57)	1 475	6%
Wartość godziwa	**23 793**	**100%**
Liczba akcji (mln)	130	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**182,88**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**194,54**	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	**waga**	**wycena**
DDM	50%	22 727
Zyski ekonomiczne	50%	23 793
Średnia wartość godziwa		23 260
na akcję (PLN)		178,79
Podatek bankowy		-44,26
Wartość godziwa na akcję		134,53
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		**143,10**

Millennium

trzymaj (bez zmian)

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

W naszym ostatnim raporcie sektorowym z listopada podwyższyliśmy prognozy zysku netto dla Banku Millennium na 2020 r. (głównie na saldzie rezerw), ale jednocześnie obniżyliśmy na lata 2021-22. Powód? Franki. Po przeszło roku zrewidowaliśmy nasze podejście do kredytów CHF, co dla Millennium ma niebagatelne znaczenie. Z punktu widzenia wyników banku, przyspieszamy amortyzację strat CHF oraz rezygnujemy z dotychczas stosowanej tarczy podatkowej. W efekcie prognozujemy stratę dla Millennium w 2021 i 2022 roku, pomimo wyższej prognozy na WNDB. Straty frankowe, choć duże rozkładamy, aż do 2029 roku co oznacza, że bank nie powinien mieć problemów kapitałowych z tego tytułu, zwłaszcza biorąc pod uwagę obecną nadwyżkę kapitałów oraz utrzymywany bufor CHF. Nie zmienia to jednak faktu, że Millennium jest zakładnikiem „frankowego" sentymentu. Bez problemu CHF, Millennium byłby bankiem, który osiąga ROE na poziomie 9-10% i pewnie mógłby zacząć myśleć o dywidendzie za jakiś czas, co zasługiwałby na wycenę na P/BV w okolicach 1,0x. Niestety, wg naszych obecnych założeń, problem kredytów CHF zabiera ponad połowę tej wyceny, dlatego obniżamy naszą rekomendację do trzymaj, podkreślając wysoką wrażliwość wyceny Millennium na założenia dotyczące strat CHF.

Cena bieżąca	3,14 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	2,88 PLN	-8,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**trzymaj**	**2,88 PLN**	**2020-11-19**

Podstawowe dane			**MIL PW**	**vs. WIG**
Ticker	MIL PW	Zmiana 1M	+32,5%	+19,0%
ISIN	PLBIG0000016	Zmiana YTD	-46,3%	-42,4%
Liczba akcji (mln)	1 213,1	Średni obrót 1M	4,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 809,2	Średni obrót 6M	5,0 mln PLN	
		P/E 12M fwd	16,2	+40,5%
Free float	50,0%	P/E 5Y avg	11,6	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	1 817	2 437	2 571	2 573	2 652
WNDB	2 778	3 552	3 738	3 727	3 857
Koszty	1 332	-1 842	-1 930	-1 989	-1 960
Saldo rezerw	-222	-404	-710	-627	-499
Zysk netto	761	561	250	-57	-496
P/E	5,0	6,8	15,3	-	-
P/BV	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5
ROE	9,4%	6,5%	2,8%	-	-
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	2 571	2 573	2 652
Wynik prowizyjny	661	699	733	763	801
Wynik handlowy	248	318	312	265	273
Pozostałe przychody netto	51	98	122	126	131
Wynik pozaodsetkowy	**960**	**1 115**	**1 167**	**1 154**	**1 205**
WNDB	**2 778**	**3 552**	**3 738**	**3 727**	**3 857**
Koszty operacyjne	1 332	1 842	1 930	1 989	1 960
Zysk operacyjny	**1 445**	**1 710**	**1 808**	**1 738**	**1 897**
Saldo rezerw	222	627	1 063	1 292	1 829
Udział w jednostkach zal	0	0	0	0	0
Wynik brutto	**1 223**	**1 083**	**745**	**446**	**68**
Podatek	264	275	220	222	280
Zyski mniejszościowych	959	0	0	0	0
Podatek bankowy	198	248	276	281	285
Zysk netto	**761**	**561**	**250**	**-57**	**-496**

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Kredyty netto	**52 712**	**69 755**	**72 166**	**75 179**	**79 648**
Pozostałe aktywa	27 747	28 301	30 250	28 902	27 662
Aktywa razem	**80 459**	**98 056**	**102 416**	**104 081**	**107 310**
Depozyty	**66 244**	**81 455**	**87 570**	**89 281**	**91 151**
Pozostałe zobowiązania	5 831	7 660	6 252	6 310	8 226
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	0
Kapitały własne	**8 384**	**8 942**	**8 594**	**8 489**	**7 933**

Wskaźniki

(%)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
NIM	2,5%	2,8%	2,6%	2,5%	2,6%
C/I	47,9%	51,8%	51,6%	53,4%	50,8%
CoR	0,5%	0,7%	1,0%	0,8%	0,6%
NPL Ratio	4,5%	4,5%	4,6%	5,5%	4,8%
Tier 1	19,8%	17,8%	16,9%	16,8%	15,7%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2021-22)	0	0%
Korekta o PV	229	4%
Etap II (2023-37)	4 174	65%
Etap III (2038-57)	1 117	17%
Wartość rezydualna	883	14%
Wartość godziwa	**6 403**	**100%**
Liczba akcji (mln)	1 213	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**5,28**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**5,61**	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	9 657	142%
Etap I (2020-22)	-1 288	-19%
Korekta o PV	445	7%
Etap II (2022-37)	-1 419	-21%
Etap III (2038-57)	-618	-9%
Wartość godziwa	**6 777**	**100%**
Liczba akcji (mln)	1 213	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**5,59**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**5,94**	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	6 403
Zyski ekonomiczne	50%	6 777
Średnia wartość godziwa		6 590
na akcję (PLN)		5,43
Podatek bankowy		-2,72
Wartość godziwa na akcję		2,71
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		**2,88**

Pekao

kupuj (bez zmian)

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

W naszym ostatnim raporcie sektorowym pozostawiliśmy nasze prognozy na praktycznie niezmienionym poziomie na 2020 rok, ale podwyższyliśmy o +14,6% na 2021 rok. Nasze prognozy zawierają już nową estymację strat związanych z kredytami CHF i ich wpływu na efektywną stawkę podatkową oraz wyższe koszty BFG, zarówno po stronie gwarancji depozytów jak i kosztów przymusowej restrukturyzacji. Wysoka jakość aktywów nie przeszkodziła Pekao w konserwatywnym podejściu do tzw. rezerw na COVID-19, które nominalnie są najwyższe pośród analizowanych przez nas banków i jedne z najwyższych w ujęciu do portfela brutto (46 p.b.). Uważamy, że ten bufor pozwoli na zmitygowanie echa recesji w Polsce, a w optymistycznym scenariuszu nawet na rozwiązanie części rezerw w 2021 roku, czego obecnie nie prognozujemy. W efekcie oczekujemy, że koszt ryzyka Pekao spadnie z 95 p.b. w 2020 roku do 66 p.b. w 2021 i 49 p.b. w 2022 roku. Pekao cały czas ma przestrzeń na optymalizację kosztową, a zapowiadane zwolnienia grupowe, na które, bank zawiązał rezerwy w 1Q'20 powinny w tym pomóc. Uważamy, że portfel kredytów frankowych nie powinien zbytnio obciążać wyniku banku, co pozwoli na stopniową odbudowę ROE, pomimo dużego nadwyżkowego kapitału. Rozwiązaniem problemu nadwyżki kapitału byłaby wypłata niepodzielonego zysku z lat ubiegłych zaczynając od roku 2022 lub akwizycja (cały czas wskazujemy na Alior Bank, jako potencjalny cel). Finalnie zwracamy uwagę na DY, który pomimo brak zysku niepodzielonego, prezentuje się bardzo atrakcyjnie na poziomie ok. 4% w 2021 i 10% w 2022 roku.

Cena bieżąca	59,02 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	75,93 PLN	+28,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**kupuj**	**75,93 PLN**	**2020-11-19**

Podstawowe dane			**PEO PW**	**vs. WIG**
Ticker	PEO PW	Zmiana 1M	+33,3%	+19,9%
ISIN	PLPEKAO00016	Zmiana YTD	-41,2%	-37,3%
Liczba akcji (mln)	262,5	Średni obrót 1M	70,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	15 491,0	Średni obrót 6M	48,7 mln PLN	
		P/E 12M fwd	11,2	-14,5%
Free float	67,2%	P/E 5Y avg	13,1	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	**2018**	**2019**	**2020P**	**2021P**	**2022P**
Wynik odsetkowy	4 994	5 468	5 222	5 018	5 208
WNDB	7 830	8 304	7 889	7 875	8 196
Koszty	-3 710	-3 992	-3 870	-3 775	-3 822
Saldo rezerw	-511	-660	-1 407	-1 000	-784
Zysk netto	2 287	2 165	1 305	1 649	1 952
P/E	6,8	7,2	11,9	9,4	7,9
P/BV	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
ROE	9,9%	9,4%	5,4%	6,5%	7,4%
DPS	7,90	6,60	0,00	2,49	6,28
DYield	13,4%	11,2%	0,0%	4,2%	10,6%
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	4 994	5 468	5 222	5 018	5 208
Wynik prowizyjny	2 463	2 534	2 416	2 535	2 647
Wynik handlowy	237	237	232	283	289
Pozostałe przychody netto	137	66	19	40	52
Wynik pozaodsetkowy	**2 836**	**2 836**	**2 667**	**2 858**	**2 988**
WNDB	**7 830**	**8 304**	**7 889**	**7 875**	**8 196**
Koszty operacyjne	3 710	3 992	3 870	3 775	3 822
Zysk operacyjny	**4 120**	**4 312**	**4 019**	**4 100**	**4 375**
Saldo rezerw	511	718	1 454	1 072	928
Udział w jedn. zależnych	0	0	0	0	0
Wynik brutto	**3 609**	**3 653**	**2 613**	**3 101**	**3 591**
Podatek	760	836	595	695	797
Zyski mniejszościowych	-1	-2	-2	-2	-2
Podatek bankowy	562	591	664	682	696
Zysk netto	**2 287**	**2 165**	**1 305**	**1 649**	**1 952**

Bilans

(mln PLN)	**2018**	**2019**	**2020P**	**2021P**	**2022P**
Kredyty netto	**129 297**	**140 913**	**143 569**	**147 663**	**156 429**
Pozostałe aktywa	61 793	62 410	90 505	80 104	77 350
Aktywa razem	**191 090**	**203 323**	**234 074**	**227 766**	**233 779**
Depozyty	**149 491**	**157 990**	**182 009**	**176 215**	**178 227**
Pozostałe zobowiązania	18 791	21 935	27 282	25 684	28 848
Udziały mniejszościowe	11	12	13	15	17
Kapitały własne	**22 797**	**23 386**	**24 770**	**25 852**	**26 686**

Wskaźniki

(%)	**2018**	**2019**	**2020P**	**2021P**	**2022P**
NIM	2,8%	2,9%	2,5%	2,3%	2,3%
C/I	47,4%	48,6%	49,7%	48,6%	47,3%
CoR	0,4%	0,5%	0,9%	0,7%	0,5%
NPL Ratio	5,4%	5,2%	6,0%	6,0%	5,8%
Tier 1	16,3%	16,9%	18,2%	19,0%	19,0%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	**wartość**	**udział**
Etap I (2020-22)	2 003	7%
Korekta o PV	783	3%
Etap II (2023-37)	20 711	76%
Etap III (2038-57)	2 840	10%
Wartość rezydualna	1 005	4%
Wartość godziwa	**27 342**	**100%**
Liczba akcji (mln)	262	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**104,23**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**110,87**	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	**wartość**	**udział**
Początkowe TNAV	26 264	99%
Etap I (2020-22)	46	0%
Korekta o PV	1 829	7%
Etap II (2023-37)	-1 101	-4%
Etap III (2038-57)	-624	-2%
Wartość godziwa	**26 414**	**100%**
Liczba akcji (mln)	262	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**100,64**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**107,06**	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	**waga**	**wycena**
DDM	50%	27 342
Zyski ekonomiczne	50%	26 414
Średnia wartość godziwa		26 878
na akcję (PLN)		102,46
Podatek bankowy		-31,05
Wartość godziwa na akcję		71,41
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		**75,93**

PKO BP

kupuj (bez zmian)

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

Mimo trudnego otoczenia, PKO BP pokazuje dobre wyniki, zachowując konserwatywną postawę. W efekcie w naszym ostatnim raporcie sektorowym podwyższyliśmy nasze prognozy na 2020 i 2021 rok o 55% i 22% odpowiednio, ale obniżyliśmy o 29% na 2022 rok. Podwyżki wynikają z poprawy wyniku na większości linii. Obniżka prognoz na 2022 r. to efekt rewizji naszego podejścia do odpisów na kredyty CHF w PKO. Po stronie przychodowej bank coraz bardziej zaczyna nam przypominać rosyjski Sberbank, który dzięki budowie ekosystemu usług i produktów uwolnił potencjał wyniku prowizyjnego. Uważamy że PKO BP jest na dobrej drodze do osiągniecia podobnych efektów (np. leasing konsumencki samochodów, chmura danych czy własne ubezpieczenia). Do tej pory bank nie wskazywał na problemy związane z jakością portfela, co zobrazowane jest przez skorygowany koszt ryzyka na poziomie 60 p.b. w 3Q'20, ale zawiązał 428 mln PLN rezerw związanych z COVID-19, które będą mogły być wykorzystane w 2021 roku. W efekcie oczekujemy spadku kosztów ryzyka w 2021 roku do poziomu 75 p.b. z 89 p.b. w 2020 roku. Obecnie największą niewiadomą dla PKO BP pozostają odpisy na kredyty CHF. W naszych założeniach zakładamy homogeniczność portfela CHF, co może stanowić znaczący upside dla naszych przyszłych prognoz. Zwracamy uwagę, że kapitały nadwyżkowe banku pozwalają naszym zdaniem na zmierzenie się z odpisami CHF w sposób jednorazowy i co ważne pozostawić wskaźniki wypłacalności znacząco powyżej minimów KNF.

Cena bieżąca	28,34 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	32,40 PLN	+14,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**kupuj**	**32,40 PLN**	**2020-11-19**

Podstawowe dane			**PKO PW**	**vs. WIG**
Ticker	PKO PW	Zmiana 1M	+35,0%	+21,5%
ISIN	PLPKO0000016	Zmiana YTD	-14,0%	-10,0%
Liczba akcji (mln)	1 250,0	Średni obrót 1M	128,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	35 425,0	Średni obrót 6M	71,0 mln PLN	
		P/E 12M fwd	12,2	-0,9%
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	10 179	10 267	10 586
WNDB	13 660	15 038	14 487	14 783	15 277
Koszty	-6 218	-6 516	-6 347	-6 356	-6 488
Saldo rezerw	-1 451	-1 261	-2 124	-1 822	-1 832
Zysk netto	3 741	4 031	2 836	2 987	2 191
P/E	9,5	8,8	12,5	11,9	16,2
P/BV	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7
ROE	9,9%	10,0%	6,6%	6,6%	4,7%
DPS	0,55	1,33	0,00	1,13	1,19
DYield	1,9%	4,7%	0,0%	4,0%	4,2%
Zmiana prognoz			**2020P**	**2021P**	**2022P**
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	9 353	10 279	10 179	10 267	10 586
Wynik prowizyjny	3 013	3 047	3 871	3 899	4 046
Wynik handlowy	664	807	184	362	374
Pozostałe przychody netto	630	905	253	256	271
Wynik pozaodsetkowy	**4 307**	**4 759**	**4 308**	**4 517**	**4 691**
WNDB	**13 660**	**15 038**	**14 487**	**14 783**	**15 277**
Koszty operacyjne	6 218	6 516	6 347	6 356	6 488
Zysk operacyjny	**7 442**	**8 522**	**8 140**	**8 427**	**8 789**
Saldo rezerw	1 451	1 712	2 851	2 862	3 911
Udział w jedn. zal.	37	31	6	7	7
Wynik brutto	**6 028**	**6 841**	**5 295**	**5 572**	**4 885**
Podatek	-1 336	-1 787	-1 413	-1 575	-1 647
Zyski mniejszościowych	-1	-1	-1	-1	-1
Podatek bankowy	950	1 022	1 044	1 008	1 047
Zysk netto	**3 741**	**4 031**	**2 836**	**2 987**	**2 191**

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Kredyty netto	**214 912**	**231 434**	**231 002**	**236 419**	**249 348**
Pozostałe aktywa	109 343	116 610	148 098	138 879	129 482
Aktywa razem	**324 255**	**348 044**	**379 100**	**375 299**	**378 830**
Depozyty	**242 816**	**258 199**	**282 917**	**276 832**	**275 199**
Pozostałe zobowiązania	42 338	48 267	51 769	52 484	56 122
Udziały mniejszościowe	-10	-9	-9	-10	-10
Kapitały własne	**39 111**	**41 587**	**44 423**	**45 993**	**47 519**

Wskaźniki

(%)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
NIM	3,2%	3,2%	2,9%	2,9%	2,9%
C/I	45,5%	43,3%	43,8%	43,0%	42,5%
CoR	0,6%	0,5%	0,9%	0,8%	0,7%
NPL Ratio	4,9%	4,1%	4,5%	5,0%	4,8%
Tier 1	17,5%	17,2%	17,4%	18,1%	18,7%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2021-22)	2 576	5%
Korekta o PV	668	1%
Etap II (2023-37)	39 407	79%
Etap III (2038-57)	6 261	12%
Wartość rezydualna	1 240	2%
Wartość godziwa	**50 151**	**100%**
Liczba akcji (mln)	1 250	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**40,12**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**42,68**	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	45 902	91%
Etap I (2020-22)	-359	-1%
Korekta o PV	3 500	7%
Etap II (2023-37)	1 155	2%
Etap III (2038-57)	359	1%
Wartość godziwa	**50 557**	**100%**
Liczba akcji (mln)	1 250	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**40,45**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**43,02**	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	50 151
Zyski ekonomiczne	50%	50 557
Średnia wartość godziwa		50 354
na akcję (PLN)		40,28
Podatek bankowy		-9,82
Wartość godziwa na akcję		30,46
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		**32,40**

mBank Biuro maklerskie

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. Santander zaskoczył nas wynikami w 2020 roku, szczególnie po stronie salda rezerw. W samym 3Q'20 bank pokazał o 57% wyższy od konsensusu wynik netto, zaś oczyszczony koszt ryzyka o rezerwy ECL czy sprawy CHF wyniósł 96 p.b., czyli +4 p.b. R/R. Oznacza to, że pomimo wychodzenia klientów z moratoriów kredytowych jakość aktywów pozostaje na satysfakcjonującym poziomie (+50 p.b. R/R). Zarząd dodatkowo potwierdził, że bank najprawdopodobniej zanotował już najniższy poziom wyniku odsetkowego, co powinno zwiastować stopniowe odbicie wyników. Finalnie zwracamy uwagę, że pomimo recesji Santander Bank Polska zanotował najwyższy w historii wynik prowizyjny. Uważamy, że największym problemem Santander Bank Polska pozostają kredyty frankowe, na które prognozujemy rezerwy w wysokości 4,8 mld PLN. Nasza prognoza odpisów związanych z kredytami CHF nie ulega znaczącej zmianie chociaż zakładamy obecnie ich przyspieszenie oraz brak tarczy podatkowej. Należy jednak zauważyć, że obecny kapitał nadwyżkowy banku wynosi aż 10 mld PLN co spokojnie pozwala na jednorazowe zaksięgowanie straty i nadal pozostawi bank ze znaczącymi środkami ponad minimum. Jednorazowe zdjęcie ryzyka frankowego spowodowałoby skokowy wzrost rentowności banku do ponad 10% (ROE). W związku z realnym ryzykiem frankowym w naszych prognozach rezygnujemy z dodatkowych dywidend z kapitału nadwyżkowego w najbliższych dwóch latach. Uważamy, że rosnący kapitał nadwyżkowy oraz lepsze od oczekiwań wyniki pozwalają oczekiwać, że bank powróci w okolice wyceny notowanej pod koniec 2019 roku.

Cena bieżąca	182,00 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	238,14 PLN	+30,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**kupuj**	**238,14 PLN**	**2020-11-19**

Podstawowe dane			**SPL PW**	**vs. WIG**
Ticker	SPL PW	Zmiana 1M	+25,9%	+12,4%
ISIN	PLBZ00000044	Zmiana YTD	-40,8%	-36,9%
Liczba akcji (mln)	102,1	Średni obrót 1M	19,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	18 580,1	Średni obrót 6M	13,2 mln PLN	
		P/E 12M fwd	15,4	+13,5%
Free float	31,7%	P/E 5Y avg	13,6	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	5 742	6 580	5 902	5 860	6 216
WNDB	8 296	9 485	8 558	8 754	9 273
Koszty	-3 769	-4 340	-3 963	-3 977	-3 807
Saldo rezerw	-1 085	-1 183	-1 707	-1 456	-1 279
Zysk netto	2 363	2 138	1 329	1 379	1 579
P/E	7,8	8,7	14,0	13,5	11,8
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6
ROE	10,1%	8,5%	5,1%	5,0%	5,4%
DPS	3,10	19,72	0,00	16,25	17,25
DYield	1,7%	10,8%	0,0%	8,9%	9,5%
Zmiana prognoz			**2020P**	**2021P**	**2022P**
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	5 742	6 580	5 902	5 860	6 216
Wynik prowizyjny	2 058	2 128	2 105	2 154	2 303
Wynik handlowy	282	500	400	540	546
Pozostałe przychody netto	214	276	152	200	208
Wynik pozaodsetkowy	**2 554**	**2 904**	**2 657**	**2 894**	**3 057**
WNDB	**8 296**	**9 485**	**8 558**	**8 754**	**9 273**
Koszty operacyjne	3 769	4 340	3 963	3 977	3 807
Zysk operacyjny	**4 527**	**5 145**	**4 595**	**4 777**	**5 467**
Saldo rezerw	1 085	1 368	1 900	1 937	2 241
Udział w jednostkach zal	63	67	91	91	91
Wynik brutto	**3 924**	**3 844**	**2 786**	**2 930**	**3 317**
Podatek	727	800	647	746	917
Zyski mniejszościowych	-334	-306	-214	-214	-213
Podatek bankowy	-500	-599	-596	-591	-607
Zysk netto	**2 363**	**2 138**	**1 329**	**1 379**	**1 579**

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Kredyty netto	**137 460**	**143 403**	**144 407**	**147 200**	**154 097**
Pozostałe aktywa	69 196	66 074	79 937	78 597	72 366
Aktywa razem	**206 656**	**209 476**	**224 344**	**225 797**	**226 462**
Depozyty	**149 617**	**156 480**	**166 068**	**167 841**	**168 743**
Pozostałe zobowiązania	30 445	26 016	29 977	28 231	26 346
Udziały mniejszościowe	1 564	1 548	1 539	1 530	1 521
Kapitały własne	**25 031**	**25 432**	**26 761**	**28 194**	**29 852**

Wskaźniki

(%)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
NIM	3,3%	3,3%	2,8%	2,7%	2,8%
C/I	45,4%	45,8%	46,3%	45,4%	41,1%
CoR	0,9%	0,8%	1,1%	1,0%	0,8%
NPL Ratio	4,5%	5,2%	4,4%	4,6%	4,6%
Tier 1	14,1%	14,9%	14,3%	15,2%	16,4%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2021-22)	552	0,02
Korekta o PV	921	0,034
Etap II (2023-37)	17 719	0,655
Etap III (2038-57)	6 139	0,227
Wartość rezydualna	1 720	0,064
Wartość godziwa	**27 051**	**1**
Liczba akcji (mln)	99	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**272,60**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**289,98**	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	25 791	0,821
Etap I (2020-22)	711	0,023
Korekta o PV	2 169	0,069
Etap II (2023-37)	2 310	0,074
Etap III (2038-57)	440	0,014
Wartość godziwa	**31 421**	**1**
Liczba akcji (mln)	99	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**316,63**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**336,82**	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	27 051
Zyski ekonomiczne	50%	31 421
Średnia wartość godziwa		29 236
na akcję (PLN)		294,62
Podatek bankowy		-70,75
Wartość godziwa na akcję		223,87
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		**238,14**

Komercni Banka

akumuluj (obniżona)

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

Obniżamy naszą rekomendację kupuj do akumuluj dla Komercni Banka jednocześnie podwyższając cenę docelową do 682,02 CZK na akcję. Podwyższamy nasze prognozy o 15%-11% na lata 2020-21 oraz o 9% na 2022 rok głównie za sprawą linii przychodowych (odsetkowy i prowizyjny) jak i kosztu ryzyka, który w roku 2020 powinien być aż 32% niższy od naszych pierwotnych oczekiwań. Nasze oczekiwania są zbieżne z prognozą Zarządu na 2020 rok (COR <80 p.b, spadek jednocyfrowy wyniku odsetkowego) i 2021 rok (NIM -15 p.b. R/R, CoR 50-60 p.b.). Jednocześnie na kolejne dwa lata podwyższyliśmy DPS o 62%-50% ze względu na bardzo dobrą sytuację kapitałową KB (Tier 1 na poziomie 21,5%). Uważamy, że największą niewiadomą pozostaje wynik odsetkowy, który przy założeniu płaskiej kwartalnej marży i lekko rosnącego bilansu pozostaje płaski w 2021 roku. Uważamy, że założenie to jest konserwatywne szczególnie biorąc pod uwagę oficjalną prognozę banku centralnego, który zakłada wzrost PRIBORu od 2H'21. Jednocześnie uważamy, że strategia 2025 jest w zasięgu KB (C/I 40%, ROE 15% i CoR 25 p.b.) chociaż kluczowa dla jej realizacji będzie redukcja kosztów (2022P C/I na poziomie 48%). Obecnie wyceniamy KB na 1,1x P/BV czyli powyżej średniej dla sektora CEE. Uważamy, że taka wycena jest adekwatna ze względu na wysoki DY, poprawę wyników i ponadprzeciętne ROE. Jednocześnie na rynku czeskim widzimy podmiotem z wyższym potencjałem do wzrostu (Moneta), które mogą zachowywać się lepiej podczas trwającej rotacji w spółki cykliczne.

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	616,00 CZK	
Cena docelowa	682,02 CZK	+10,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**akumuluj**	**682,02 CZK**	**2020-12-08**
poprzednia	kupuj	618,97 CZK	2020-10-02

Podstawowe dane			**KOMB CP**	**vs. WIG**
Ticker	KOMB CP	Zmiana 1M	+25,7%	+12,2%
ISIN	CZ0008019106	Zmiana YTD	-20,2%	-16,2%
Liczba akcji (mln)	188,9	Średni obrót 1M	151,5 mln CZK	
MC (mld CZK)	116,3	Średni obrót 6M	90,0 mln CZK	
		P/E 12M fwd	12,9	+4,8%
Free float	39,6%	P/E 5Y avg	12,4	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln CZK)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	22 509	23 591	21 408	21 361	22 705
WNDB	32 202	32 573	29 761	30 017	31 776
Koszty	-14 635	-14 932	-15 062	-15 185	-15 319
Saldo rezerw	643	572	-3 944	-3 309	-2 137
Zysk netto	14 846	14 901	8 871	9 513	11 819
P/E	7,8	7,8	13,1	12,2	9,8
P/BV	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0
ROE	14,9%	14,3%	8,0%	8,2%	10,0%
DPS	47,00	51,00	0,00	42,00	45,10
DYield	7,6%	8,3%	0,0%	6,8%	7,3%
Zmiana prognoz			**2020P**	**2021P**	**2022P**
Wynik odsetkowy			-0,8%	+3,6%	+2,8%
Wynik prowizyjny			-2,3%	+4,7%	+10,1%
Koszty razem			+1,7%	+2,3%	+2,0%
Saldo rezerw			-31,7%	-12,6%	-14,0%
Zysk netto			+14,8%	+10,6%	+8,9%

RZiS

(mln CZK)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy netto	22 509	23 591	21 408	21 361	22 705
Wynik prowizyjny	6 219	5 983	5 203	5 589	5 971
Wynik handlowy	3 215	2 804	2 916	2 829	2 857
Pozostałe przychody	259	195	234	239	243
WNDB	**32 202**	**32 573**	**29 761**	**30 017**	**31 776**
Koszty operacyjne	-14 634	-14 932	-15 062	-15 185	-15 319
Wynik operacyjny	**17 569**	**17 641**	**14 699**	**14 832**	**16 457**
Saldo rezerw	643	572	-3 944	-3 309	-2 137
Zysk operacyjny netto	**18 211**	**18 213**	**10 754**	**11 524**	**14 320**
Zysk jednostek zależnych	308	378	246	258	271
Wypłaty emerytalne	0	0	0	0	0
Zysk brutto	**18 518**	**18 591**	**11 000**	**11 782**	**14 591**
Podatek dochodowy	-3 349	-3 419	-1 980	-2 121	-2 626
Zyski mniejszościowych	324	271	149	148	146
Zysk netto	**14 846**	**14 901**	**8 871**	**9 513**	**11 819**

Bilans

(mld CZK)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Kredyty netto	**625**	**647**	**688**	**715**	**748**
Pozostałe aktywa	435	430	565	557	530
Aktywa razem	**1 060**	**1 077**	**1 253**	**1 273**	**1 278**
Depozyty	**812**	**822**	**972**	**984**	**960**
Pozostałe zobowiązania	144	147	162	168	194
Udziały mniejszościowe	3	3	3	3	3
Kapitały własne	**100**	**106**	**115**	**117**	**120**

Wskaźniki

(%)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
NIM	2,3%	2,3%	1,9%	1,7%	1,8%
C/I	45,4%	45,8%	50,6%	50,6%	48,2%
CoR	-0,1%	-0,1%	0,6%	0,5%	0,3%
NPL Ratio	2,6%	2,1%	2,5%	3,0%	2,5%
Tier 1	17,9%	18,5%	21,5%	20,8%	20,1%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln CZK)	wartość	udział
Etap I (2021-22)	14 946	12%
Korekta o PV	1 751	1%
Etap II (2023-37)	79 524	64%
Etap III (2038-57)	20 618	17%
Wartość rezydualna	6 732	5%
Wartość godziwa	**#####**	**100%**

Liczba akcji (mln)	189
Koszt kapitału	7,0%
Wartość godziwa na akcję (CZK)	**654**
Cena docelowa za 9M (CZK)	**689**

Model zysków ekonomicznych

(mln CZK)	wartość	udział
Początkowe TNAV	102 151	84%
Etap I (2020-22)	7 162	6%
Korekta o PV	7 297	6%
Etap II (2023-37)	3 619	3%
Etap III (2038-57)	959	1%
Wartość godziwa	**#####**	**100%**

Liczba akcji (mln)	189
Koszt kapitału	7,0%
Wartość godziwa na akcję (CZK)	**642**
Cena docelowa za 9M (CZK)	**675**

Podsumowanie wyceny

(mln CZK)	waga	wycena
DDM	50%	123 572
Zyski ekonomiczne	50%	121 187
Średnia wartość godziwa na akcję (CZK)		122 379
		648,00
Koszt kapitału 9M		5,3%
Cena docelowa za 9M (CZK)		**682,02**

mBank Biuro maklerskie

Moneta Money Bank

kupuj (podtrzymana)

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

Pozostawiamy bez zmian rekomendację kupuj, jednocześnie podwyższając cenę docelową do 82,70 CZK. Przejęcie Wustenrota pozwoliło z jednej strony pozwoliło Monecie na częściową dywersyfikację portfela w kierunku bardziej bezpiecznych kredytów hipotecznych, a z drugiej strony dzięki osiąganym synergią pozwoli na szybsze odbicie wyników przy wyjściu z recesji. Zgodnie z oczekiwaniami przy gorszym otoczeniu gospodarczym, koszty ryzyka w Monecie okazały się być wyższe niż w konkurencyjnym Komercni Banka, jednakże zawiązana poduszka bezpieczeństwa oraz lepsze otoczenie pozwolą na osiągniecie pozytywnej dla wyniku delty na saldzie rezerw (-42% R/R w 2021). Dzięki stosunkowo niewielkiemu kapitałowi nadwyżkowemu, bank nawet w trudniejszych czasach osiąga ROE powyżej kosztu kapitału (7%), co więcej spodziewamy się, że po osiągnieciu pełnych synergii kosztowych z przejęcia Wustenrota, Moneta będzie w stanie osiągać dwucyfrowy zwrot z kapitału (prognozujemy ROE na poziomie 11,5% w 2022 roku), dlatego też wyceniamy bank na 1,3x na wskaźniku P/BV, co oznacza wyraźną premię do polskiego sektora. Przy pozytywnej opinii regulatora, Moneta będzie mogła się podzielić solidną dywidendą w 2021, na którą będzie się składać pozostała część dywidendy z 2019 roku (zaliczka został już wypłacona) oraz 80% zysku z 2020 roku, co aktualnie oznaczałoby stopę dywidendy na poziomie 10-11%.

Cena bieżąca	67,00 CZK	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	82,70 CZK	+23,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**82,70 CZK**	**2020-12-08**
poprzednia	kupuj	79,68 CZK	2020-08-10

Podstawowe dane			**MONET CP**	**vs. WIG**
Ticker	MONET CP	Zmiana 1M	+20,1%	+6,6%
ISIN	CZ0008040318	Zmiana YTD	-17,9%	-14,0%
Liczba akcji (mln)	511,0	Średni obrót 1M	114,8 mln CZK	
MC (mld CZK)	34,2	Średni obrót 6M	73,2 mln CZK	
		P/E 12M fwd	13,2	+17,3%
Free float	100,0%	P/E 5Y avg	11,3	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln CZK)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	7 409	7 925	8 228	8 406	8 672
WNDB	10 162	10 519	12 056	11 262	11 593
Koszty	-4 491	-4 571	-4 918	-4 901	-4 895
Saldo rezerw	-274	-517	-3 765	-2 189	-1 568
Zysk netto	4 200	4 019	2 504	2 925	3 674
P/E	8,2	8,5	13,7	11,7	9,3
P/BV	1,4	1,4	1,1	1,1	1,0
ROE	16,5%	16,2%	8,8%	9,2%	11,5%
DPS	8,00	6,15	0,00	7,27	4,58
DYield	11,9%	9,2%	0,0%	10,9%	6,8%
Zmiana prognoz			**2020P**	**2021P**	**2022P**
Wynik odsetkowy			+3,6%	+5,1%	+5,4%
Wynik prowizyjny			-1,9%	-1,6%	-1,5%
Koszty razem			-0,5%	+0,0%	+0,0%
Saldo rezerw			-0,4%	+3,3%	+32,4%
Zysk netto			+12,7%	+9,1%	+0,6%

RZiS

(mln CZK)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy netto	7 409	7 925	8 228	8 406	8 672
Wynik prowizyjny	1 892	1 950	1 924	1 987	2 050
Wynik handlowy	399	531	690	686	683
Pozostałe przychody	462	113	1 214	182	188
WNDB	**10 162**	**10 519**	**12 056**	**11 262**	**11 593**
Koszty operacyjne	-4 491	-4 571	-4 918	-4 901	-4 895
Wynik operacyjny	**5 310**	**5 500**	**6 677**	**5 845**	**6 161**
Saldo rezerw	-274	-517	-3 765	-2 189	-1 568
Zysk brutto	**5 036**	**4 983**	**2 912**	**3 656**	**4 593**
Podatek dochodowy	-836	-964	-408	-731	-919
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Zysk netto	**4 200**	**4 019**	**2 504**	**2 925**	**3 674**

Bilans

(mld CZK)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Kredyty netto	**140 123**	**156 409**	**223 474**	**234 184**	**249 398**
Aktywa razem	**206 932**	**219 053**	**323 861**	**331 874**	**347 413**
Depozyty	**168 792**	**167 806**	**278 106**	**286 505**	**297 926**
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	0
Kapitały własne	**25 237**	**24 411**	**32 203**	**31 396**	**32 713**

Wskaźniki

(%)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
NIM	3,7%	3,8%	3,1%	2,6%	2,7%
C/I	47,7%	47,7%	44,6%	48,1%	46,9%
CoR	0,2%	0,3%	1,9%	0,9%	0,6%
Tier 1	16,4%	14,1%	11,2%	10,3%	10,3%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln CZK)	wartość	udział
Etap I (2021-22)	5 516	12%
Korekta o PV	1 237	3%
Etap II (2023-37)	28 188	64%
Etap III (2038-57)	7 502	17%
Wartość rezydualna	1 804	4%
Wartość godziwa	**44 247**	**100%**
Liczba akcji (mln)	511	
Koszt kapitału	700,0%	
Wartość godziwa na akcję (CZK)	**87**	
Cena docelowa za 9M (CZK)	**91**	

Model zysków ekonomicznych

(mln CZK)	wartość	udział
Początkowe TNAV	24 411	68%
Etap I (2020-22)	2 369	7%
Korekta o PV	2 165	6%
Etap II (2023-37)	7 190	20%
Etap III (2038-57)	-73	0%
Wartość godziwa	**36 062**	**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
Metoda zdyskontowany	50%	86,59
Metoda zysków ekonom	50%	70,57
Średnia wartość godziwa		**78,58**
9m cena docelowa (CZK)		**82,70**

Erste Group

kupuj (podtrzymana)

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

Podwyższamy naszą cenę docelową dla Erste Group do 30,58 EUR na akcję. Po lepszym od oczekiwań 9M'20 nasze prognozy zostały podwyższone o 31% na 2020 rok, 9% na 2021 i 8% na 2022. Wyższy wzrost ceny docelowej w stosunku do prognoz wynika z rozłożenia geograficznej rewizji, która tym razem procentuje w wycenie SOTP (np. wzrost prognoz dla Austrii o 31% na 2021 rok). Nasze prognozy są obecnie 35% powyżej konsensusu na 2021 rok oraz o 39% na 2022 rok. Uważamy, że różnica może głównie wynikać z naszego optymistycznego podejścia do kosztu ryzyka, który obecnie prognozujemy na 38 p.b. w 2021 roku oraz 24 p.b. w 2022. Nasze oczekiwania, choć wydają się optymistyczne, to wpisują się w ogólny zarys prognoz Zarządu, który oczekuje, że koszt ryzyka będzie niższy niż w 2020 roku (65-80 p.b.). Podwyższyliśmy także nasze oczekiwania na DPS do 1,8 EUR na akcję w 2021 roku co przekłada się na jeden z najwyższych DY (7%) w regionie. Oczekujemy, że dywidenda będzie się składać z dwóch części, z których pierwsza w wysokości 0,75 EUR na akcję zostanie wypłacona z zysku za 2019 rok (WZA już zatwierdziło dywidendę). Pomimo wyższej ceny docelowej nadal wyceniamy Erste z dyskontem do wartości księgowej (0,7x) i swojej historycznej średniej (0,9x) ponieważ prognozowana rentowność biznesu (2022 ROE na poziomie 8,5%) nadal pozostaje poniżej historycznych wartości osiąganych przez bank.

Cena bieżąca	24,95 EUR	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	30,58 EUR	+22,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**30,58 EUR**	**2020-12-08**
poprzednia	kupuj	26,00 EUR	2020-08-10

Podstawowe dane			**EBS AV**	**vs. WIG**
Ticker	EBS AV	Zmiana 1M	+38,8%	+25,3%
ISIN	AT0000652011	Zmiana YTD	-25,7%	-21,7%
Liczba akcji (mln)	429,8	Średni obrót 1M	27,1 mln EUR	
MC (mln EUR)	10 723,5	Średni obrót 6M	19,9 mln EUR	
		P/E 12M fwd	11,9	+18,4%
Free float	69,5%	P/E 5Y avg	10,1	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln EUR)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	4 582	4 747	4 727	4 666	4 840
WNDB	6 726	7 086	6 876	6 948	7 209
Koszty	-4 181	-4 283	-4 205	-4 254	-4 368
Saldo rezerw	59	-39	-1 224	-649	-429
Zysk netto	1 793	1 470	868	1 284	1 508
P/E	6,0	7,3	12,4	8,3	7,1
P/BV	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
ROE	12,7%	9,8%	5,4%	7,6%	8,5%
DPS	1,20	2,20	0,00	1,85	1,57
DYield	4,8%	8,8%	0,0%	7,4%	6,3%
Zmiana prognoz			**2020P**	**2021P**	**2022P**
Wynik odsetkowy			-0,3%	-2,7%	-3,0%
Wynik prowizyjny			+0,2%	+1,6%	+1,8%
Koszty razem			+0,7%	+0,5%	+0,4%
Saldo rezerw			-7,0%	+1,2%	-3,5%
Zysk netto			+31,4%	+8,7%	+8,0%

RZiS

(mln EUR)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy netto	4 582	4 747	4 727	4 666	4 582
Wynik prowizyjny	1 908	2 000	1 957	2 035	1 908
Wynik handlowy	236	339	192	247	236
WNDB	**6 726**	**7 086**	**6 876**	**6 948**	**6 726**
Poz. wynik operacyjny	3	-306	-162	-141	3
Podatek bankowy	-112	-128	-117	-85	-112
Koszty operacyjne	-4 181	-4 283	-4 205	-4 254	-4 181
Zysk operacyjny	**2 436**	**2 369**	**2 392**	**2 468**	**2 436**
Saldo rezerw	59	-39	-1 224	-649	59
Zysk operacyjny netto	**2 495**	**2 330**	**1 168**	**1 819**	**2 495**
Zyski nadzwyczajne	0	0	0	0	0
Zysk brutto	**2 495**	**2 330**	**1 168**	**1 819**	**2 495**
Podatek dochodowy	-332	-419	-45	-191	-332
Zyski mniejszościowych	-369	-441	-254	-343	-369
Zysk netto	**1 793**	**1 470**	**868**	**1 284**	**1 793**

Bilans

(mln EUR)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Kredyty netto	**143 953**	**163 417**	**169 456**	**176 549**	**185 365**
Pozostałe aktywa	92 838	82 276	103 569	104 171	106 149
Aktywa razem	**236 792**	**245 693**	**273 025**	**280 720**	**291 514**
Depozyty	**162 638**	**173 846**	**186 406**	**196 054**	**205 787**
Pozostałe zobowiązania	55 285	51 371	64 820	61 997	61 797
Udziały mniejszościowe	4 494	4 857	5 111	5 454	5 850
Kapitały własne	**14 375**	**15 619**	**16 687**	**17 215**	**18 080**

Wskaźniki

(%)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
NIM	2,3%	2,0%	1,9%	1,7%	1,7%
C/I	62,2%	64,8%	63,5%	63,3%	62,3%
CoR	-0,1%	0,0%	0,7%	0,4%	0,2%
NPL Ratio	3,2%	2,5%	2,4%	3,2%	3,2%
Tier 1	14,4%	15,0%	16,5%	16,3%	16,2%

Wycena sumą części (SOTP)

(mln EUR)	Wartość godziwa	FVPS (EUR)	Zysk netto 2020P	Zysk netto 2021P	Zysk netto 2022P	P/E 2020P	P/E 2021P	P/E 2022P	BV 2020	P/BV 2020
Austria	**6 589**	**15,33**	**340**	**461**	**565**	**19,4**	**14,3**	**11,7**	**4 722**	**1,3**
Savings Banks	1 077	2,51	48	65	76	22,7	16,5	14,2	2 981	0,3
Erste Oesterreich	2 694	6,27	210	200	235	12,8	13,4	11,5	1 741	1,5
Austria pozostała	2 818	6,56	83	195	254	34,1	14,5	11,1	2 319	1,2
CEE ogółem	**12 634**	**29,40**	**774**	**1 069**	**1 187**	**16,3**	**11,8**	**10,6**	**7 285**	**1,7**
Republika Czeska	5 229	12,17	365	500	551	14,3	10,5	9,5	2 604	2,0
Rumunia	2 588	6,02	184	210	232	14,1	12,3	11,2	1 431	2,0
Słowacja	2 334	5,43	116	194	212	20,2	12,0	11,0	1 125	2,0
Węgry	1 086	2,53	54	88	102	20,3	12,3	10,6	978	1,1
Chorwacja	1 034	2,41	46	62	71	22,4	16,7	14,5	915	1,1
Serbia	363	0,84	10	15	18	35,2	24,3	20,4	232	1,4
Pozostałe	**-6 720**	**-15,63**	**-246**	**-245**	**-244**	**27,3**	**27,4**	**27,6**	**-14 326**	**0,0**
Grupa Erste ogółem	**12 504**	**29,09**								

Podsumowanie wyceny

(mln EUR)	waga	wycena
Koszt kapitału 12M		6,8%
DDM	50%	12 237
Zyski ekonomiczne	50%	12 771
Średnia wartość godziwa		12 504
na akcję (EUR)		29,09
Koszt kapitału 9M		5,1%
Cena docelowa za 9M (EUR)		**30,58**

mBank Biuro maklerskie

RBI

akumuluj (obniżona)

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

Podwyższamy naszą cenę docelową dla RBI do 18,22 EUR i jednocześnie obniżamy naszą rekomendację do akumuluj. Z jednej strony dobre wyniki na poszczególnych rynkach zmusiły nas do podwyższenia prognoz o 5/10% na lata 2020/21, a z drugiej strony bardziej konserwatywne założenia odnośnie wyniku odsetkowego, prowizyjnego oraz kosztów ryzyka zmusiły nas do obniżenia naszych oczekiwań na 2020 rok o 22%. Podobnie jak w przypadku polskich banków, aktualizujemy nasze oczekiwania dotyczące strat związanych z polskim portfelem hipotek frankowych w RBI, które szacujemy na koło 1,3 mld EUR. Jednocześnie zwracamy uwagę, że podobnie jak w przypadku większości polskich banków, RBI jest w stanie odpisać taką stratę ze jednym zamachem, co rozwiązywałoby problem ciążący nad sentymentem oraz rentownością segmentu CEE. Rentowność (ROE) banku szacujemy w najbliższych latach na 5,3-5,6%, dlatego wyceniamy bank na 0,4x P/BV. Jeżeli chodzi o dywidendę, to przy obecnej cenie rynkowej szacujemy przyszłoroczną stopę dywidendy na poziomie 3,5-4%, czy porównywalnie do polskich banków dywidendowych. Oczywiście zaznaczamy, że nasze oczekiwania w tej kwestii opieramy na pozytywnej rekomendacji EBA ws. dywidend w 2021 roku. Nasz rekomendacja ma w dużej mierze charakter waluacyjny oraz jest w pewnym stopniu uzależniona od rozwiązania sprawy CHF, dlatego uważamy że wśród regionalnych banków można znaleźć atrakcyjniejsze inwestycje.

Cena bieżąca	16,69 EUR	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	18,22 EUR	+9,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**akumuluj**	**18,22 EUR**	**2020-12-08**
poprzednia	kupuj	17,67 EUR	2020-08-10

Podstawowe dane			**RBI AV**	**vs. WIG**
Ticker	RBI AV	Zmiana 1M	+30,2%	+16,7%
ISIN	AT0000606306	Zmiana YTD	-22,0%	-18,1%
Liczba akcji (mln)	328,9	Średni obrót 1M	11,0 mln EUR	
MC (mln EUR)	5 490,0	Średni obrót 6M	8,9 mln EUR	
		P/E 12M fwd	7,8	-2,1%
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	3 224	3 356	3 385
WNDB	5 210	5 226	4 820	4 979	5 089
Koszty	-3 237	-2 876	-2 938	-2 899	-2 941
Saldo rezerw	-220	-373	-733	-860	-848
Zysk netto	1 270	1 432	695	753	796
P/E	3,9	3,8	7,9	7,3	6,9
P/BV	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
ROE	11,4%	11,6%	5,3%	5,5%	5,6%
DPS	0,80	1,12	0,00	0,63	0,71
DYield	4,8%	6,7%	0,0%	3,8%	4,3%
Zmiana prognoz			**2020P**	**2021P**	**2022P**
Wynik odsetkowy			-2,1%	+2,1%	-3,0%
Wynik prowizyjny			+1,3%	-2,7%	-2,5%
Koszty razem			-1,3%	-4,1%	-4,5%
Saldo rezerw			-10,7%	+8,7%	+1,3%
Zysk netto			+5,0%	+10,1%	-22,0%

RZiS

(mln EUR)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy netto	3 362	3 412	3 224	3 356	3 385
Wynik prowizyjny	1 791	1 797	1 667	1 730	1 786
Wynik handlowy	57	17	-71	-108	-82
WNDB	**5 210**	**5 226**	**4 820**	**4 979**	**5 089**
Koszty całkowite	-3 237	-2 876	-2 938	-2 899	-2 941
Zysk operacyjny	**1 973**	**2 350**	**1 882**	**2 079**	**2 148**
Saldo rezerw	-220	-373	-733	-860	-848
Zysk brutto	**1 753**	**1 976**	**1 149**	**1 220**	**1 301**
Podatek dochodowy	-355	-402	-360	-361	-390
Zysk netto	**1 398**	**1 574**	**789**	**859**	**910**
Zyski mniejszościowych	-128	-143	-93	-106	-114
ZN przyp. akcjonar.	**1 270**	**1 432**	**695**	**753**	**796**

Bilans

(mln EUR)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Kredyty netto	**80 866**	**85 528**	**92 334**	**94 930**	**98 236**
Aktywa razem	**140 115**	**146 413**	**167 048**	**165 631**	**164 966**
Depozyty	**87 038**	**88 741**	**100 473**	**100 614**	**102 024**
Zobowiązania ogółem	127 702	132 648	151 276	150 166	149 523
Zyski udziałowców mniejs:	701	811	837	822	823
Kapitał własny	**11 713**	**12 954**	**13 481**	**14 025**	**14 588**

Wskaźniki

(%)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
NIM	2,5%	2,4%	2,1%	2,1%	2,2%
C/I	62,1%	55,0%	61,0%	58,2%	57,8%
CoR	0,3%	0,4%	0,8%	0,9%	0,9%

Wycena sumą części (SOTP)

(mln EUR)	Wartość godziwa	FVPS (EUR)	Zysk netto 2020	Zysk netto 2021	Zysk netto 2022	P/E 2020	P/E 2021	P/E 2022	BV 2020	P/BV 2020
CEE	1 456	4,43	186	103	11	7,8	14,1	135,8	4 781	0,3
SEE	4 005	12,17	302	357	413	13,3	11,2	9,7	3 299	1,2
EE	2 557	7,77	595	638	665	4,3	4,0	3,8	2 799	0,9
Corporate Center	1 819	5,53	-129	-43	-8	-14,1	-42,2	-230,5	3 263	0,6
Corporates and Markets	3 664	11,14	285	256	286	12,9	14,3	12,8	4 650	0,8
Reconciliation	-7 895	-24,00	-450	-453	-457	17,6	17,4	17,3	-3 859	2,0
Grupa Raiffeisen	**5 605**	**17,04**	**788,6**	**859,2**	**910,4**	**7,1**	**6,5**	**6,2**	**14935**	**0,4**

Podsumowanie wyceny

(mln EUR)	waga	wycena
DDM	50%	16,50
Zyski ekonomiczne	50%	17,58
Średnia wartość godziwa		**17,04**
9m cena docelowa (PLN)		**18,22**

OTP Bank

akumuluj (podtrzymana)

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

Podwyższamy naszą cenę docelową dla OTP Banku do 13 800 HUF, a rekomendację utrzymujemy akumuluj. Zmiana wyceny poparta jest przez wzrost prognoz o 56% na 2020 rok oraz o 20%-17%, głównie za sprawą linii przychodowych (+3% na 2021 i +5% na 2022) oraz niższe saldo rezerw (-19% na 2021 i -14% na 2022). OTP Bank zaskoczył nas wyśmienitą jakością aktywów w 3Q'20, która powinna utrzymać się także w 2021 roku. OTP nadal charakteryzuje się najwyższą rentownością pośród analizowanych przez nas banków z ROE na poziomie 12% w 2020 roku i 14% w latach 2021/22. Z drugiej strony obniżyliśmy nasze oczekiwania odnośnie dywidendy gdzie oczekujemy, że DY będzie się kreował na poziomie około 1,7%. Uważamy, że apetyt OTP na przejęcia wcale się nie skończył wraz z przejęciem biznesu SocGen w CEE a obecny kryzys gospodarczy może pokazać przed OTP nowe cele do przejęcia. Uważamy, że polityka wzrostu przez przejęcia znakomicie się sprawdziła w kryzysowym 2020 roku kiedy OTP zanotuje ROE na poziomie 12% wobec rynku na poziomie 6%. Zdecydowanie najwyższa rentowność, wysoka jakość aktywów, dobra sytuacja kapitałowa, perspektywy kolejnych przejęć oraz dywersyfikacja geograficzna powodują, że OTP naszym zdaniem powinien być najdroższym bankiem w sektorze. Obecnie wyceniamy OTP na 2022 P/BV 1,1x wobec średniej sektora na poziomie 0,7x.

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	12 000,00 HUF	
Cena docelowa	13 800,00 HUF	+15,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**akumuluj**	**13 800,00 HUF**	**2020-12-08**
poprzednia	akumuluj	11 039,00 HUF	2020-09-02

Podstawowe dane			**OTP HB**	**vs. WIG**
Ticker	OTP HB	Zmiana 1M	+8,0%	-5,5%
ISIN	HU0000061726	Zmiana YTD	-22,2%	-18,3%
Liczba akcji (mln)	267,0	Średni obrót 1M	8,5 mld HUF	
MC (mld HUF)	3 204,4	Średni obrót 6M	6,4 mld HUF	
		P/E 12M fwd	9,3	-7,0%
Free float	100,0%	P/E 5Y avg	10,0	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mld HUF)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	600	706	791	826	868
WNDB	886	1 081	1 177	1 223	1 276
Koszty	497	568	627	642	662
Saldo rezerw	26	47	177	154	139
Zysk netto	318	412	285	391	432
P/E	10,1	7,8	11,2	8,2	7,4
P/BV	1,8	1,4	1,2	1,1	1,0
ROE	18,4%	20,1%	11,6%	14,0%	13,8%
DPS	229,63	229,63	0,00	198,27	209,78
DYield	1,9%	1,9%	0,0%	1,7%	1,7%
Zmiana prognoz			**2020P**	**2021P**	**2022P**
Wynik odsetkowy			-1,0%	+3,0%	+5,2%
Wynik prowizyjny			+3,4%	+3,8%	+3,5%
Koszty razem			+0,5%	+0,9%	+1,3%
Saldo rezerw			-36,7%	-19,1%	-13,8%
Zysk netto			+56,3%	+19,7%	+16,8%

RZiS

(mld HUF)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	600	706	791	826	868
Wynik prowizyjny	221	283	298	308	316
Pozostały	65	92	87	89	92
WNDB	**886**	**1 081**	**1 177**	**1 223**	**1 276**
Koszty dział. operacyjnej	497	568	627	642	662
Wynik operacyjny	**389**	**513**	**550**	**581**	**614**
Saldo rezerw	26	47	177	154	139
Zysk brutto	**363**	**466**	**373**	**427**	**475**
Podatek dochodowy	37	47	44	50	56
Zysk netto dywizji	**325**	**419**	**329**	**377**	**420**
Odpis WNiP	-5	-8	1	0	0
Podatek bankowy	-15	-16	-17	-22	-24
Inne	0	0	1	2	2
Zyski mniejszościowych	0	17	-29	33	34
Zysk netto	**318**	**412**	**285**	**391**	**432**

Bilans

(mld HUF)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Kredyty netto	**8 067**	**12 248**	**13 753**	**14 363**	**15 254**
Pozostałe aktywa	6 524	7 874	9 350	9 845	10 227
Aktywa razem	**14 590**	**20 122**	**23 103**	**24 208**	**25 480**
Depozyty	**11 285**	**15 523**	**17 755**	**18 701**	**19 772**
Pozostałe zobowiązania	1 476	2 308	2 710	2 555	2 381
Udziały mniejszościowe	2	5	6	6	7
Kapitały własne	**1 827**	**2 286**	**2 632**	**2 946**	**3 320**

Wskaźniki

(%)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
NIM	4,3%	4,1%	3,7%	3,5%	3,5%
C/I	56,1%	52,5%	53,3%	52,5%	51,9%
CoR	0,3%	0,4%	1,3%	1,0%	0,9%
NPL Ratio	6,3%	5,9%	5,7%	6,4%	6,0%
Tier 1	16,5%	15,8%	15,7%	16,7%	17,8%

Wycena sumą części (SOTP)

(mld HUF)	Wartość godziwa	FVPS (HUF)	Zysk netto 2020	Zysk netto 2021	Zysk netto 2022	P/E 2020	P/E 2021	P/E 2022	BV 2020	P/BV 2020
Węgry + pozostałe	**1 791**	**6 706**	**178,4**	**190,8**	**205,9**	**10,0**	**9,4**	**8,7**	**398**	**4,5**
CEE ogółem	**1 933**	**7 223**	**150,5**	**186,7**	**213,7**	**12,8**	**10,4**	**9,0**	**2 066**	**0,9**
DSK	662	2 479	45,5	62,6	74,0	14,5	10,6	8,9	629	1,1
OBS	95	356	-1,9	-0,7	0,2	-52,8	-132,8	557,3	43	2,3
OTP Banka Hrvatska	236	882	19,3	22,5	23,1	12,2	10,5	10,2	358	0,7
OTP Banka Romania	135	507	3,8	7,1	8,5	35,6	19,0	15,9	125	1,1
OTP Russia	279	1 030	23,5	21,4	24,9	12,1	13,4	11,5	208	1,4
CJSC OTP Bank	151	566	26,8	31,8	33,8	5,6	4,7	4,5	114	1,3
OTP Banka Serbia	209	784	14,5	19,4	23,4	15,8	11,8	9,8	281	0,8
CKB	41	153	2,8	4,0	4,7	14,7	10,3	8,7	73	0,6
OTP Albania	25	94	2,3	3,1	4,1	11,1	8,1	6,1	26	1,0
OTP Moldova	45	167	3,6	4,8	5,9	12,2	9,3	7,5	39	1,1
OTP Slovenia	55	205	10,1	10,8	11,1	5,4	5,1	4,9	169	0,3
Suma dywizji	**3 723**	**13 928**	**328,9**	**377,5**	**419,5**	**11,0**	**9,6**	**8,7**	**2 464**	**1,6**
Podatek bankowy	-272	-1 019								
Grupa OTP ogółem	**3 451**	**12 909**								

Podsumowanie wyceny

(mld HUF)	waga	wycena
Koszt kapitału 12M		9,2%
DDM	50%	3 766
Zyski ekonomiczne	50%	3 739
Średnia wartość godziwa		3 753
na akcję (HUF)		13 928
Podatek bankowy		-1 019
Zyski mniejszościowych		-124
Wartość godziwa na akcję (HUF)		12 909
Koszt kapitału 9M		6,9%
Cena docelowa za 9M (HUF)		**13 800**

mBank Biuro maklerskie

PZU

kupuj (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj. W 2020 roku PZU zaskakuje oczyszczonymi wynikami. Pomimo ostatniego wzrostu śmiertelności uważamy, że 4Q'20 może być znowu rekordowy z uwagi na niższą szkodowość segmentu majątkowego wspieraną przez kolejne rządowe obostrzenia. Statystki policyjne wskazują, że liczba wypadków spadła do poziomów notowanych podczas wiosennej kwarantanny. Dodatkowo obostrzenia wprowadzone na ferie zimowe dają nadzieję na równie udany 1Q'21 (majątek powinien zrównoważyć gorszy segment życia, ergo brak zmian). Cały czas podkreślamy, że rynek ubezpieczycieli w Polsce jest beneficjentem relatywnie niskiej penetracji składki na życie. W okresie pandemii skutkuje to niskimi odszkodowaniami (wzrost śmiertelności o 85% R/R przekłada się na wzrost odszkodowań o c.10%), a po jej zakończeniu oczekujemy wzrostu składki na życie co może nie być jeszcze ujęte w konsensusie. Dobre wyniki w 2020 roku powinny przełożyć się na dywidendę, którą na podstawie danych jednostkowych szacujemy obecnie na 2,1 mld PLN czyli 2,42 PLN/akcję. Ponieważ zysk jednostkowy będzie wyższy od skonsolidowanego oczekujemy, że wskaźnik wypłaty sięgnie 101%. Finalnie zwracamy uwagę na wycenę PZU gdzie ubezpieczyciel notowany jest z 14% premią do sektora vs 78% na 5-letniej średniej. PZU pozostaje jednym z najgorzej zachowujących się ubezpieczycieli w Europie pomimo niskiego wpływu pandemii na wyniki (obniżka stopy technicznej) czy nadal ponadprzeciętnemu ROE.

Cena bieżąca	27,72 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	39,33 PLN	+41,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**kupuj**	**39,33 PLN**	**2020-12-03**

Podstawowe dane			**PZU PW**	**vs. WIG**
Ticker	PZU PW	Zmiana 1M	+25,1%	+11,6%
ISIN	PLPZU0000011	Zmiana YTD	-30,8%	-26,8%
Liczba akcji (mln)	863,5	Średni obrót 1M	86,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	23 936,9	Średni obrót 6M	59,5 mln PLN	
		P/E 12M fwd	8,9	-19,1%
Free float	64,8%	P/E 5Y avg	10,9	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Skł. przyp. brutto	23 470	24 191	23 880	24 434	25 091
Odszkodowania	-14 563	-15 695	-15 219	-15 945	-15 960
Wynik inw.	892	2 210	2 022	1 787	1 851
Koszty razem	-4 750	-5 119	-5 159	-5 231	-5 359
Zysk netto	3 213	3 295	2 073	2 857	3 217
P/E	7,5	7,3	11,5	8,4	7,4
P/BV	1,6	1,5	1,3	1,3	1,2
ROE	21,7%	21,2%	12,0%	15,6%	17,1%
DPS	2,70	2,80	0,00	2,42	2,65
DYield	9,7%	10,1%	0,0%	8,7%	9,5%

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	23 880	24 434	25 091
Składka zarobiona netto	22 350	23 090	23 178	23 303	23 740
Odszkodowania i świadcze	-14 563	-15 695	-15 219	-15 945	-15 960
Wynik inwestycyjny	892	2 210	2 022	1 787	1 851
Koszty akwizycji	-3 130	-3 363	-3 341	-3 396	-3 482
Koszty administracyjne	-1 620	-1 756	-1 818	-1 835	-1 877
Pozostałe przychody/koszt	-878	-900	-774	-809	-822
Wynik na działalności bank	4 036	3 498	252	2 689	3 311
Wynik operacyjny	**7 087**	**7 084**	**4 299**	**5 793**	**6 762**
Koszty finansowe	0	0	0	0	0
Jednostki zależne	-1	-4	-4	-4	-4
Zysk brutto	**7 086**	**7 080**	**4 295**	**5 789**	**6 758**
Podatek dochodowy	-1 718	-1 895	-1 443	-1 470	-1 721
Zysk mniejszości	2 155	1 890	780	1 463	1 819
Zysk netto	**3 213**	**3 295**	**2 073**	**2 857**	**3 217**

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa finansowe	**286 206**	**306 433**	**332 018**	**330 067**	**340 996**
Pozostałe aktywa	42 348	36 907	41 849	42 218	42 686
Aktywa razem	**328 554**	**343 340**	**373 867**	**372 285**	**383 682**
Rezerwy techniczne	**45 839**	**47 329**	**47 523**	**48 580**	**49 903**
Pozostałe zobowiązania	245 308	256 723	284 310	281 024	289 492
Udziały mniejszościowe	22 482	23 119	23 756	24 393	25 030
Kapitały własne	**14 925**	**16 169**	**18 279**	**18 289**	**19 258**

Wskaźniki

(%)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Odszkodowań	65,2	68,0	65,7	68,4	67,2
Kosztów ogółem	21,3	22,2	22,3	22,4	22,6
Zwrot na portfelu	-12,3	-9,8	4,2	3,7	3,9
COR majątku	87,8	89,2	87,8	90,1	89,9
Marża op w Życiu	24,1	16,4	22,4	18,7	21,2

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2017-19)	4 599	17%
Korekta o PV	499	2%
Etap II (2020-34)	17 685	64%
Etap III (2035-54)	4 172	15%
Wartość rezydualna	849	3%
Wartość godziwa	**27 803**	**100%**
Liczba akcji (mln)	864	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**32,20**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**34,25**	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	12 116	46%
Etap I (2017-19)	4 145	16%
Korekta o PV	1 893	7%
Etap II (2020-34)	6 584	25%
Etap III (2035-54)	1 431	5%
Wartość godziwa	**26 168**	**100%**
Liczba akcji (mln)	864	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**30,30**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**32,24**	

Wycena PZU (bez banków)

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	27 803
Zyski ekonomiczne	50%	26 168
Średnia wartość godziwa		26 986

Wycena sumą części (SOTP)

(mln PLN)	łącznie	na akcję
PZU (bez banków)	26 986	31,25
Bank Pekao	4 272	4,95
Alior Bank	667	0,77
Suma części	**31 925**	**36,97**
Cena docelowa za 9M (PLN)		**39,33**

Kruk

kupuj (podtrzymana)

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

Pozostawiamy naszą rekomendację kupuj bez zmian chociaż obniżamy naszą cenę docelową. Nasze prognozy na nakłady zostały obniżone o 22% na 2020 rok i 21% na 2021 ze względu na przesunięcie oczekiwanej wzmożonej podaży portfeli. Obniżamy prognozy zysku netto na 2021 i 2022 o odpowiednio 2% i 3%. Nadal oczekujemy, że odbicie w sektorze windykacyjnym będzie V-kształtne, co odróżni ten sektor od sektora bankowego. Programy fiskalne i pomocowe powinny z jednej strony przełożyć się na niższy wzrost NPL niż tego można było jeszcze oczekiwać w marcu br., ale z drugiej strony będą wspierać konsumenta, a w konsekwencji spłaty. Oznacza to, że scenariusz pisany dla Kruka przed pandemią należy skorygować o spadek spłat i nakładów w 2020 roku, ale 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 bardzo dobry wynik w 3Q'20. W pierwszej fazie odbicia wyników oczekujemy utrzymania niskich kosztów operacyjnych, zanotowania niskich pozytywnych rewaluacji przy braku jednorazowych odpisów. 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.

Cena bieżąca	142,30 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	174,96 PLN	+23,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**174,96 PLN**	**2020-12-08**
poprzednia	kupuj	183,17 PLN	2020-09-03

Podstawowe dane			**KRU PW**	**vs. WIG**
Ticker	KRU PW	Zmiana 1M	+3,6%	-9,9%
ISIN	PLKRK0000010	Zmiana YTD	-12,4%	-8,5%
Liczba akcji (mln)	18,6	Średni obrót 1M	4,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 649,0	Średni obrót 6M	5,0 mln PLN	
		P/E 12M fwd	11,1	-8,4%
Free float	100,0%	P/E 5Y avg	12,2	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody ogółem	1 165	1 251	1 099	1 282	1 347
z zakupu wierzyt.	1 070	1 138	942	1 126	1 186
z inkasa	67	52	55	60	62
Koszty operacyjne	-161	-178	-165	-183	-192
Zysk netto	330	277	80	288	316
P/E	8,1	9,7	33,3	9,2	8,4
P/BV	1,6	1,4	1,3	1,2	1,1
ROE	20,7%	15,0%	4,0%	13,4%	13,3%
DPS	5,00	5,00	0,04	1,43	5,13
DYield	3,5%	3,5%	0,0%	1,0%	3,6%

Zmiana prognoz	**2020P**	**2021P**	**2022P**
Nabyte pakiety wierzytelności	+1,5%	-2,3%	-3,6%
Usługi windykacyjne	-31,3%	+3,1%	+3,2%
Pozostałe produkty	+82,2%	+9,2%	+9,9%
Koszty ogólne	+0,5%	-1,3%	-2,4%
Zysk netto	-25,5%	-2,2%	-3,3%

RZiS

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Nabyte pakiety wierzytelno	633	661	490	642	688
Usługi windykacyjne	15	-1	-11	10	10
Pozostałe produkty	16	6	31	17	18
Marża pośrednia	**664**	**665**	**509**	**669**	**716**
Koszty ogólne	161	178	165	183	192
Wynik na pozostałej działa	-5	-2	3	-2	-2
EBITDA	**498**	**484**	**348**	**484**	**521**
Amortyzacja	20	44	46	48	49
EBIT	**478**	**440**	**302**	**436**	**472**
Przychody/koszty finansov	-126	-126	-138	-116	-121
Zysk brutto	353	314	163	320	351
Podatek dochodowy	22	37	83	32	35
Zysk netto	**330**	**277**	**80**	**288**	**316**
Nakłady na nowe portfele	1 395	783	231	688	1 306
Spłaty	-1 582	-1 782	-1 835	-1 859	-1 770

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Środki pieniężne	147	150	229	227	271
Zakupione wierzytelno	**4 157**	**4 446**	**3 538**	**3 501**	**4 236**
Pozostałe aktywa	178	244	274	277	287
Aktywa razem	**4 482**	**4 840**	**4 040**	**4 005**	**4 795**
Kredyty i pożyczki	**2 500**	**2 706**	**1 921**	**1 561**	**2 045**
Pozostałe zobowiązania	250	176	109	173	258
Kapitały własne	**1 732**	**1 958**	**2 010**	**2 272**	**2 492**

Wskaźniki

(%)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Dług netto / KW	1,4	1,3	0,8	0,6	0,7
Dług netto /EBITDA	4,7	5,3	4,9	2,8	3,4
Marża EBITDA	42,8%	38,7%	31,6%	37,7%	38,7%
Marża EBIT	41,1%	35,2%	27,5%	34,0%	35,1%
EV / Cash EBITDA	5,3	4,9	3,7	3,5	4,2

Wycena DDM oraz EVA

(mln PLN)	DDM	EVA
Początkowe TNAV		1 958
Etap I (2020-29)	646	699
Etap II (2030-49)	1 040	426
PV TV	1573	
Wartość godziwa na 01/2020	**3 259**	**3 083**
Korekta o wartość pieniądza w czasie	57	219
Obecna wartość firmy	**3 316**	**3 302**
Liczba akcji (mln)	18,9	18,9
Koszt kapitału	9,6%	9,6%
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**175,6**	**174,8**
Cena docelowa za 9M (PLN)	**188,2**	**187,4**

Podsumowanie DCF

	(mln PLN)
Suma FCF	976
Wartość rezydualna (TV)	8 427
Wzrost FCF po prognozie	3,0%
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	4 512
Wartość firmy (EV)	5 489
Dług netto	2 555
Udziałowcy mniejszościowi	1
Wartość firmy na 01/2020	**2 933**
Korekta o wartość pieniądza w czasie	206
Obecna wartość godziwa	**3 138**
Ilość akcji (mln)	18,9
Wartość firmy na akcję (PLN)	**166,16**

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM & EVA	33%	3 309
Porównawcza	33%	2 572
DCF	33%	3 138

Wycena na akcję

(PLN)	waga	wycena
DDM & EVA	33%	175,19
Porównawcza	33%	136,16
DCF	33%	166,16
Średnia wartość godziwa		163,21
Koszt kapitału 9M		6,2%
Cena docelowa za 9M (PLN)		**174,96**

mBank Biuro maklerskie

Skarbiec Holding

kupuj (podwyższona)

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

Podwyższamy naszą cenę docelową do 30,74 PLN/akcję i rekomendację do kupuj. Napływ aktywów cały czas nie zwalnia i już na koniec października niemal przekroczył 4 mld PLN (fundusze wysoko i nisko marżowe). Niskie stopy procentowe popchnęły klientów detalicznych do poszukiwania alternatywnych produktów oszczędnościowych, co też zostało zobrazowane przez gwałtowny spadek depozytów terminowych w sektorze. 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 10%. Naszą prognozę aktywów pod zarządzaniem podnieśliśmy o 10%, przy czym rewizja nastąpiła głównie po stronie tych nisko-marżowych. Jednocześnie podnieśliśmy znacząco prognozy opłaty zmiennej, która była na rekordowo wysokim poziomie przez ostatnie dwa kwartały. Wyższe prognozy przełożyły się również na wyższy DPS w kolejnych latach i obecnie oczekujemy DY w przedziale 12%-9%. Cieniem na polityce dywidendowej kładzie się tegoroczna propozycja Zarządu dotycząca zatrzymania zysków. Uważamy jednak, że decyzja była jednorazowa i spółka zachowa profil dywidendowy. Brak dywidendy zwiększa również szanse spółki na wzięcie udziału w rynku fuzji i przejęć w najbliższym czasie.

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	24,80 PLN	
Cena docelowa	30,74 PLN	+24,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**30,74 PLN**	**2020-12-08**
poprzednia	akumuluj	26,86 PLN	2020-09-11

Podstawowe dane			**SKH PW**	**vs. WIG**
Ticker	SKH PW	Zmiana 1M	+5,5%	-8,0%
ISIN	PLSKRBH00014	Zmiana YTD	+30,5%	+34,4%
Liczba akcji (mln)	6,8	Średni obrót 1M	0,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	169,2	Średni obrót 6M	0,1 mln PLN	
		P/E 12M fwd	9,8	+31,9%
Free float	25,4%	P/E 5Y avg	7,4	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	18/19	19/20P	20/21P	21/22P
Przychody ogółem	112,9	103,3	118,6	108,4
opłata stała	78,3	63,7	73,9	69,4
opłata zmienna	33,2	38,7	43,5	37,3
Koszty razem	-75,0	-65,8	-70,3	-75,4
Zysk netto	31,2	29,9	39,0	27,0
P/E	5,4	5,7	4,3	6,3
P/BV	1,6	1,3	1,0	1,0
ROE	30,3%	25,7%	26,1%	15,7%
DPS	4,45	0,50	0,00	3,03
DYield	17,9%	2,0%	0,0%	12,2%
Zmiana prognoz		**2020P**	**2021P**	**2022P**
Wynagrodzenie stałe		+19,2%	+18,2%	+18,2%
Wynagrodzenie zmienne		+95,0%	+51,1%	+56,1%
Przychody		+38,5%	+27,8%	+28,9%
Koszty razem		+10,4%	+16,0%	+16,4%
Zysk netto		+108,6%	+59,1%	+62,5%

RZiS

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynagrodzenie stałe	78,3	63,7	73,9	69,4	73,3
Wynagrodzenie zmienne	33,2	38,7	43,5	37,3	39,6
Pozostałe	1,4	0,9	1,2	1,6	1,6
Przychody	**112,9**	**103,3**	**118,6**	**108,4**	**114,5**
Koszty dystrybucji	-34,3	-25,2	-32,2	-36,7	-38,9
Koszty świadczeń prac.	-24,6	-21,1	-18,3	-18,1	-18,7
Poz. koszty dział oper.	-16,1	-19,5	-19,9	-20,6	-21,5
Koszty operacyjne	**-75,0**	**-65,8**	**-70,3**	**-75,4**	**-79,1**
Pozostałe	0,9	-0,1	0,1	0,3	0,3
Zysk brutto	**38,8**	**37,4**	**48,4**	**33,3**	**35,7**
Podatek dochodowy	-7,6	-7,5	-9,4	-6,3	-6,8
Zysk netto	**31,2**	**29,9**	**39,0**	**27,0**	**28,9**
Aktywa detaliczne	3 457	3 293	4 278	4 553	4 822
Aktywa dedykowane	406	1 014	1 014	1 014	1 014
AUM ogółem	3 862	4 307	5 292	5 567	5 836

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Środki pieniężne	**53,9**	**59,2**	**89,4**	**91,8**	**93,5**
Pozostałe aktywa	77,9	108,8	111,8	114,7	116,9
Aktywa razem	**131,8**	**168,0**	**201,2**	**206,5**	**210,4**
Obligacje i kredyty	**0,0**	**5,1**	**-0,8**	**-3,2**	**-15,5**
Pozostałe zobowiązania	28,6	33,3	33,4	34,8	41,9
Udziały mniejszościowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitały własne	**103,2**	**129,6**	**168,6**	**174,9**	**184,0**

Analiza porównawcza

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
PV Dywidend (Etap I)	99	0,484
PV Dywidend (Etap II)	73	0,357
PV wartości rezydualnej	32	0,159
Wartość godziwa na początek	**204**	**1**
Korekta o wartość pieniądza w czasie	0	
Wartość godziwa	**204**	
Rozwodnienie (program menadż.)	-8	
Obecna wartość godziwa	**196**	
Liczba akcji (mln)	6,8	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**28,78**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**31,15**	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowy TNAV	129	0,698
Etap I (2019-2028)	52	0,28
Etap II - 20-lat	4	0,022
Wartość godziwa na początek	**185**	**1**
Korekta o wartość pieniądza w czasie	8	
Wartość godziwa	**193**	
Rozwodnienie (program menadż.)	-7	
Obecna wartość godziwa	**186**	
Liczba akcji (mln)	6,8	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**27,30**	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**29,55**	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	33%	196
Zyski ekonomiczne	33%	186
Porównawcza	33%	204

Wycena na akcję

(PLN)	waga	wycena
DDM	33%	28,78
Zyski ekonomiczne	33%	27,30
Porównawcza	33%	29,98
Koszt kapitału 9M		8,3%
Cena docelowa za 9M (PLN)		**30,74**

GPW

redukuj (podtrzymana)

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

Po lepszych od oczekiwanych obrotach na rynkach finansowych, które pojawiły się po debiucie Allegro podwyższamy naszą cenę docelową do 40,60 PLN oraz utrzymujemy rekomendację redukuj. 2020 rok trzeba ocenić jednoznacznie pozytywnie jeżeli chodzi o wyniki GPW. Wywołana pandemią podwyższona zmienność i obroty, niskie stopy procentowe popychające inwestorów indywidualnych na rodzimy parkiet, aż w końcu symboliczny listing Allegro. To wszystko sprawiło, że linie przychodowe na rynkach finansowych osiągały rekordowe poziomy, przykrywając trochę gorsze wyniki TGE oraz rosnącą bazę kosztową. Inwestycja w defensywnie spozycjonowane walory GPW okazała się świetnym wyborem w czasie rynkowych zawirowań. Uważamy jednak, że w 2021 trudno będzie o powtórzenie wyników, jeżeli chodzi o rynki finansowe trudno się spodziewać równie dobrych warunków wspierających obrót, w przypadku TGE spodziewamy się spadku obrotów w związku z częściowym lub całkowitym zniesieniem obliga giełdowego handlu energią elektryczną na TGE, cały czas oczekujemy wzrostu bazy kosztowej. Zwracamy również uwagę, na suboptymalną politykę kapitałową GPW – spółka ma dużą pozycję gotówki netto, która w dużej mierze jest ulokowana w mało rentownych obligacjach skarbowych bądź lokatach bankowych. Z drugiej strony GPW obiecuje dosyć bezpieczny zarobek w postaci dywidendy, obecna polityka dywidendowa zakotwicza oczekiwania rynkowe na 2,50 PLN na akcję, co oznacza stopę dywidendy na poziomie 5-6%.

Cena bieżąca	43,00 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	40,60 PLN	-5,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**redukuj**	**40,60 PLN**	**2020-12-08**
poprzednia	redukuj	39,19 PLN	2020-11-05

Podstawowe dane			**GPW PW**	**vs. WIG**
Ticker	GPW PW	Zmiana 1M	-5,3%	-18,8%
ISIN	PLGPW0000017	Zmiana YTD	+16,5%	+20,4%
Liczba akcji (mln)	42,0	Średni obrót 1M	2,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 804,8	Średni obrót 6M	3,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 749,1	EV/EBITDA 12M fwd	8,0	+7,1%
Free float	64,8%	EV/EBITDA 5Y avg	7,4	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	347	336	388	357	360
EBITDA	205	188	219	189	188
marża EBITDA	59,0%	56,0%	56,4%	52,9%	52,2%
EBIT	173	156	187	155	152
Zysk netto	184	119	149	131	131
P/E	9,8	15,1	12,1	13,7	13,8
P/BV	2,0	2,1	2,0	1,9	1,9
EV/EBITDA	9,1	9,4	8,0	9,1	9,1
DPS	2,20	3,18	2,40	2,50	2,60
DYield	5,1%	7,4%	5,6%	5,8%	6,0%
Zmiana prognoz			**2020P**	**2021P**	**2022P**
Przychody ze sprzedaży			+1,8%	+0,5%	+2,8%
EBIT			+6,4%	+3,4%	+3,8%
EBITDA			+3,4%	+0,3%	+2,1%
Zysk netto			+8,0%	+4,4%	+4,1%

RZiS

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży	347	336	388	357	360
rynek finansowy	192	185	249	233	234
z czego obrót akcjami	94	87	144	128	127
pozostałe	98	98	105	105	108
rynek towarowy	154	150	138	123	125
z czego obsługa obrotu	79	75	69	58	59
pozostałe	75	75	70	65	66
pozostałe przychody	1	1	1	1	1
EBIT	173	156	187	155	152
EBITDA	205	188	219	189	188
Udział w zyskach jednoste	11	11	14	13	13
Wynik na działalności finar	45	-17	-16	-5	-3
Zysk brutto	**226**	**150**	**185**	**163**	**163**
Podatek dochodowy	-42	-31	-36	-31	-31
Zysk netto	**184**	**119**	**149**	**131**	**131**

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa	**1 217**	**1 257**	**1 313**	**1 335**	**1 356**
Aktywa trwałe	581	590	597	597	601
Aktywa obrotowe	637	667	716	738	755
Zob. i kapitały	**1 217**	**1 257**	**1 313**	**1 335**	**1 356**
Zob. długoterminowe	269	284	283	282	281
Zob. krótkoterminowe	61	100	108	105	105
Kapitały własne	888	873	922	949	971

Wskaźniki

	2018	2019	2020P	2021P	2022P
P/E	10,2	15,6	12,5	14,2	14,2
P/BV	2,1	2,1	2,0	2,0	1,9
P/S	5,4	5,6	4,8	5,2	5,2
EV/EBITDA	9,4	9,8	8,3	9,4	9,4
Dyield	5,5%	7,4%	5,4%	5,6%	5,8%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(PLN)	PLN	%
Etap I (2020-21)	4,63	12,4%
Etap II (2022-36)	12,19	32,6%
Wartość rezydualna	20,52	55,0%
Wartość godziwa	**37,34**	**100%**
CoE (%)	8,5%	
Cena docelowa za 9M (PLN)	**39,72**	

Podsumowanie modelu DCF

(mln PLN)	wartość
Wartość rezydualna	1 494
Zdyskontowana wartość rezydualna	683
Zdyskontowana wartość FCF w okres	883
Dług netto	-71
Udziały w spółkach	0
Wartość firmy	**1 637**
Liczba akcji (mln)	42
Wartość godziwa na akcję (PLN)	**39,00**
CoE (%)	8,5%
Cena docelowa za 9M (PLN)	**41,49**

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
Wycena DDM	50%	37,34
Wycena DCF	50%	39,00
	cena wynikowa	38,17
	cena docelowa za 9 m-cy	**40,60**

Analiza scenariuszowa

scenariusz	wycena	różnica
bazowy	40,60	-
optymistyczny	43,98	+8,3%
pesymistyczny	39,20	-3,4%

mBank Biuro maklerskie

Chemia

Ciech

trzymaj (obniżona)

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

Koniec roku 2020 jest niefortunnym terminem z punktu widzenia negocjacji cen na 2020 rok dla europejskich producentów sody. Z jednej strony w Polsce wyraźnie w IX'20 i X'20 rośnie produkcja szkła płaskiego, ale z drugiej strony w Chinach po kilku miesiącach wzrostów cen sody te w listopadzie zanotowały spadek. Według Zarządu Ciech zagraniczni gracze ze względu na spadki sprzedaży na głównych rynkach szukają okazji do plasowania swojej produkcji w Europie. To niestety nie pomaga producentom w kontraktacji cen na 2021 roku. Obniżamy nasze prognozy cen sody w 2021 roku (zakładamy 2% r/r spadek vs. brak zmian cen dotychczas). Wyzwaniem na kolejny rok są oczekiwane przez nas wyższe ceny CO_2 (+37 mln PLN; zakładamy 20% spadek alokacji darmowych certyfikatów od 2021 roku), gazu (+15 mln PLN r/r) oraz węgla i antracytu (+13 mln PLN r/r). Obniżamy naszą prognozę wyniku EBITDA'21 o 5% oraz EBITDA'22 o 2%. Zakładamy, że ze względu na wysoki oczekiwany CAPEX'21 (490 mln PLN) wolny przepływ gotówki z działalności operacyjnej w 2021 wyniesie poniżej 100 mln PLN, a dług netto w relacji do EBITDA utrzyma się na poziomie powyżej 2,5x na koniec 2021 roku. W tym otoczeniu Zarząd prawdopodobnie nie będzie zdecydowany na wypłatę dywidendy z zysku za 2020 rok. Obniżamy nasza cenę docelową do 32,59 PLN/akcja (wcześniej 34,27 PLN/akcja) oraz obniżamy nasze zalecenie do trzymaj (wcześniej kupuj).

Cena bieżąca	30,35 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	32,59 PLN	+7,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**trzymaj**	**32,59 PLN**	**2020-12-08**
poprzednia	kupuj	34,27 PLN	2020-11-05

Podstawowe dane			**CIE PW**	**vs. WIG**
Ticker	CIE PW	Zmiana 1M	+7,4%	-6,1%
ISIN	PLCIECH00018	Zmiana YTD	-23,6%	-19,6%
Liczba akcji (mln)	52,7	Średni obrót 1M	3,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 599,4	Średni obrót 6M	2,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 287,9	EV/EBITDA 12M fwd	5,0	-10,1%
Free float	33,0%	EV/EBITDA 5Y avg	5,6	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	3 673	3 549	3 077	3 205	3 355
EBITDA skor.	633	663	574	633	657
marża EBITDA	17,2%	18,7%	18,7%	19,7%	19,6%
EBIT skor.	358	353	254	256	288
Zysk netto skor.	166	187	92	151	178
P/E skor.	9,6	8,6	17,4	10,6	9,0
P/BV	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA skor.	4,8	4,7	5,7	5,1	4,7
DPS	7,50	0,00	0,00	0,00	1,43
DYield	24,7%	0,0%	0,0%	0,0%	4,7%

Zmiana prognoz	**2020P**	**2021P**	**2022P**
EBITDA adj.	-0,3%	-5,0%	-2,1%
Zysk netto adj.	-1,2%	-14,7%	-5,8%
Soda (USD/t)	0,0%	-2,0%	-0,0%
Soda Ciech (PLN/t)	0,0%	-2,0%	-0,0%
Soda vol (tys. ton)	0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel do celów energetycznych (PLN/t)	-4,8%	-8,6%	-0,3%
Węgiel koksowy (USD/t)	-13,3%	0,0%	0,0%
Gaz ziemny (PLN/m3)	+38,8%	+9,4%	+6,5%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2021P
EBITDA soda	540	488	524	566	592
EBITDA organika	76	72	52	54	53
EBITDA krzemiany	34	40	26	41	40
EBITDA pozostałe	5	-34	-28	-28	-28
EBITDA norm.	633	663	574	633	657
Przepływy oper.	**454**	**532**	**486**	**589**	**605**
Amortyzacja	275	310	320	377	369
Kapitał obrotowy	-97	56	8	-2	-3
Przepływy inw.	**-627**	**-407**	**-619**	**-491**	**-305**
CAPEX	595	385	619	491	305
Przepływy fin.	**-125**	**-17**	**-66**	**-166**	**-237**
Dywidenda/buyback	-395	0	0	0	-75
FCF	-170	174	-131	98	301
FCF/EBITDA	-26%	30%	-23%	16%	46%
CFO/EBITDA	69%	92%	85%	93%	92%

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa	4 831	5 046	5 014	5 099	5 141
Aktywa trwałe	3 559	3 734	4 034	4 150	4 087
Kapitał własny	1 970	1 978	2 070	2 221	2 324
Udział mniejszości	0	-1	-1	-1	-1
Dług netto	1 464	1 490	1 689	1 657	1 494
Dług netto/EBITDA (x)	2,2	2,6	2,9	2,6	2,3
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	4,1	6,6	4,4	5,4	3,0	3,2
Maksimum	54,4	21,4	18,3	45,4	11,8	10,8
Mediana	19,2	15,2	11,8	10,9	7,5	6,4
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Soda (EUR/t)	258	252	258	263	263	263	263	263	263	263	263
Soda Ciech (PLN/t)	850,2	876,3	896,9	914,8	914,8	914,8	914,8	914,8	914,8	914,8	914,8
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	3 205	3 355	3 424	3 447	3 462	3 477	3 493	3 509	3 526	3 543
EBITDA	574	633	657	677	664	643	623	602	580	557	545
marża EBITDA	18,7%	19,7%	19,6%	19,8%	19,3%	18,6%	17,9%	17,2%	16,5%	15,8%	15,4%
EBIT	254	256	288	310	301	288	258	230	203	177	161
Podatek	94	41	49	55	54	51	45	39	34	28	25
CAPEX	-619	-491	-305	-335	-352	-365	-357	-368	-374	-380	-383
Kapitał obrotowy	8	-2	-3	-1	0	0	0	0	0	0	0
FCF	-131	98	301	286	257	226	220	194	171	149	137
PV FCF	-130	92	263	234	197	162	147	121	100	81	
WACC	5,7%	6,6%	6,7%	6,7%	6,8%	6,8%	6,8%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 266
Dług netto	1 490
Inne korekty	-202
Wycena DCF na akcję (PLN)	20,85

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	40,46
DCF	50%	20,85
Cena wynikowa		30,65
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		**32,59**

Grupa Azoty

trzymaj (podtrzymana)

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

Naszym zdaniem w 2021 roku wyzwaniem dla Grupy Azoty będzie koniunktura w segmencie nawozowym. Rosnące wolumeny eksportu nawozów z Chin (w X'20 najwyżej od XII'15) skutecznie ograniczają potencjał wzrostu dla cen, które mimo hossy na rynku zbóż pozostają stabilne. W tym otoczeniu, Grupa Azoty będzie się musiała zmierzyć z 6% r/r wzrostami cen gazu w PLN, rosnącymi cenami CO_2 (zakładamy wzrost z 30 EUR/t do 32 EUR/t), prawdopodobną niższą alokacją darmowych certyfikatów (spadek o 20% r/r; w sumie wzrost wydatków na CO_2 o 156 mln PLN), brakiem refundacji wyższych kosztów CO_2 dla producentów nawozów (w 2020 Azoty otrzymały 96 mln PLN rekompensaty za 2020 rok i 85 mln PLN za 2019 rok), oraz wpływu tarczy antykryzysowej (59 mln PLN). Naszym zdaniem EBITDA segmentu nawozów spadnie o 16% r/r do 647 mln PLN, co rekompensowane będzie przez wyższe wyniki w segmentach tworzyw sztucznych (wzrost z -22 mln PLN do 107 mln PLN; lepsza koniunktura w Automotive, przemyśle ogółem) oraz produktów chemicznych (wzrost o 34% r/r do 278 mln PLN; efekt poprawy koniunktury w przemyśle). W sumie oczekujemy, że EBITDA w 2021 roku spadnie o 6% r/r, a EBITDA oczyszczona o zdarzenia jednorazowe wzrośnie o 18% r/r. Naszym zdaniem sentyment do Grupy Azoty będzie w kolejnym roku wciąż schładzany przez kontynuowane wysokie wydatki na projekt PDH (łączny FCF w 2020-21 -2 mld PLN). Aktualizujemy nasze prognozy dla Grupy Azoty oraz naszą cenę docelową do 24,54 PLN/akcja (wcześniej 25,83 PLN/akcja). Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Cena bieżąca	26,85 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	24,54 PLN	-8,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**trzymaj**	**24,54 PLN**	**2020-12-08**
poprzednia	trzymaj	25,83 PLN	2020-09-02

Podstawowe dane			**ATT PW**	**vs. WIG**
Ticker	ATT PW	Zmiana 1M	+16,2%	+2,7%
ISIN	PLZATRM00012	Zmiana YTD	-8,3%	-4,4%
Liczba akcji (mln)	99,2	Średni obrót 1M	1,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 663,4	Średni obrót 6M	1,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	7 035,4	EV/EBITDA 12M fwd	6,4	+5,7%
Free float	29,0%	EV/EBITDA 5Y avg	6,1	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	9 999	11 308	10 400	11 368	11 568
EBITDA skor.	805	1 496	938	1 104	1 076
marża EBITDA	8,1%	13,2%	9,0%	9,7%	9,3%
EBIT skor.	122	685	177	306	239
Zysk netto skor.	43	431	39	132	61
P/E skor.	62,5	6,2	68,9	20,1	43,6
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA skor.	6,9	4,1	7,5	7,4	8,7
DPS	1,20	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	4,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Zmiana prognoz	**2020P**	**2021P**	**2022P**
EBITDA	+6,9%	+5,7%	-5,2%
Zysk netto	+73,3%	+122,4%	-22,3%
Mocznik (PLN/t)	+4,1%	+6,2%	+3,4%
Saletra (PLN/t)	-1,4%	-0,6%	-0,3%
Gaz ziemny (PLN/m3)	+27,3%	+7,8%	+5,6%
Melamina (PLN/t)	-1,3%	-7,1%	-13,6%
Poliamid 6 (PLN/t)	+7,6%	+5,5%	-4,3%
Propylen (PLN/t)	+27,6%	+31,2%	+16,3%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
EBITDA nawozy	82	965	772	647	652
EBITDA tworzywa	192	66	-22	107	100
EBITDA chemia	282	208	207	278	246
EBITDA energetyka	94	102	84	-68	-73
EBITDA pozostałe	114	83	136	140	152
Przepływy oper.	**1 043**	**2 033**	**1 177**	**1 039**	**1 063**
Amortyzacja	683	811	761	798	837
Kapitał obrotowy	155	636	38	-41	-8
Przepływy inw.	**-1 761**	**-1 186**	**-1 945**	**-2 064**	**-1 856**
CAPEX	2 042	1 044	1 945	2 064	2 031
Przepływy fin.	**440**	**-923**	**80**	**1 004**	**830**
Dywidenda/buyback	-119	0	0	0	0
FCF	-1 158	883	-782	-1 027	-968
FCF/EBITDA	-151%	62%	-66%	-93%	-90%
CFO/EBITDA	136%	143%	100%	94%	99%

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa	14 160	15 479	15 712	17 246	18 368
Aktywa trwałe	9 886	10 705	11 893	13 163	14 365
Kapitał własny	6 703	7 036	7 277	7 410	7 471
Udział mniejszości	625	658	877	886	897
Dług netto	2 226	2 807	3 495	4 665	5 803
Dług netto/EBITDA (x)	2,9	2,0	3,0	4,2	5,4
Dług netto/kap. wł. (x)	0,3	0,4	0,5	0,6	0,8

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	13,3	10,5	8,8	6,3	6,1	5,8
Maksimum	54,3	64,3	20,7	10,9	10,4	9,3
Mediana	25,8	14,4	13,6	9,2	7,1	6,2
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Mocznik (PLN/t)	1 593	1 610	1 582	1 582	1 582	1 582	1 582	1 582	1 582	1 591	1 599
Saletra (PLN/t)	1 233	1 246	1 264	1 264	1 264	1 264	1 264	1 264	1 264	1 270	1 277
Gaz ziem. (PLN/m3)	706	750	876	876	876	876	876	876	876	876	876
Przychody	10 400	11 368	11 568	13 017	13 233	13 421	13 554	13 690	13 794	13 942	14 093
EBITDA	1 178	1 104	1 076	1 672	1 662	1 627	1 574	1 530	1 477	1 375	1 402
marża EBITDA	11,3%	9,7%	9,3%	12,8%	12,6%	12,1%	11,6%	11,2%	10,7%	9,9%	10,0%
EBIT	417	306	239	534	550	582	573	541	475	365	393
Podatek	53	26	5	45	38	48	49	45	34	15	21
CAPEX	-1 945	-2 064	-2 031	-502	-739	-779	-836	-851	-891	-953	-1 010
Kapitał obrotowy	38	-41	-8	-61	-9	-8	-6	-6	-4	-6	-6
FCF	-782	-1 027	-968	1 063	875	792	684	628	549	402	
PV FCF	-778	-966	-863	889	685	582	472	406	331	225	194
WACC	6,1%	5,9%	5,7%	6,0%	6,2%	6,2%	6,3%	6,4%	6,5%	6,6%	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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	5 506
Dług netto	2 596
Inne korekty	-658
Wycena DCF na akcję (PLN)	22,70

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	23,46
DCF	50%	22,70
Cena wynikowa		23,08
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		**24,54**

Surowce

JSW

kupuj (podwyższona)

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

Wyraźne odbicie produkcji stali oraz spadek zapasów w Chinach, to dobra informacja dla przemysłu stalowego na świecie. Dodatkowo planowane ożywienie w wydatkach infrastrukturalnych oraz wyższa sprzedaż Automotive powinna pozwolić na dalszy wzrost zużycia stali w Europie i wzrost popytu na węgiel koksujący i koks. W przypadku JSW oczekujemy, że poprawa warunków rynnowych pozwoli na wzrost średnich cen węgla koksowego do 150 USD/t oraz koksu do 300 USD/t, dzięki czemu na każdej tonie sprzedanego węgla koksowego JSW zarabiać w 2021 roku będzie 40,9 PLN/t (vs. -23,7 PLN/t w 2020) oraz na koksie 467 PLN/t (255 PLN/t w 2020). Co więcej zwiększony popyt z sektora stalowego pozwoli naszym zdaniem na ograniczenie zapasów węgla do 1,8 mln na koniec 2021 roku (z 2,6 mln ton na koniec 2020) i wygenerowanie 2,4 mln przepływu gotówki z działalności operacyjnej w 2021 roku. Mimo wysokich wydatków inwestycyjnych zakładamy, że wolny przepływ gotówki w 2021 i 2022 roku wyniesie +600 mln PLN rocznie. W razie negatywnego scenariusza uważamy, że pożyczka od PFR 1,7 mld PLN znacząco ograniczy ryzyko utraty płynności mimo realizowanego dużego programu inwestycyjnego. Obecnie wraz z pożyczką od PFR zakładamy, że JSW na koniec 2020 roku będzie posiadać 2,5 mld PLN środków pieniężnych na bilansie. Szansą dla JSW i przemysłu stalowego w Europie jest procedowany przez Komisję Europejską „Carbon Tax" na import towarów spoza Unii. Podwyższamy nasze prognozy na 2021 i 2022 rok oraz naszą cenę docelową do 36,58 PLN/akcja (wcześniej 20,14 PLN/akcja). Podwyższamy naszą rekomendację z trzymaj do kupuj.

Cena bieżąca	25,53 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	36,58 PLN	+43,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**36,58 PLN**	**2020-12-08**
poprzednia	trzymaj	20,14 PLN	2020-11-05

Podstawowe dane			**JSW PW**	**vs. WIG**
Ticker	JSW PW	Zmiana 1M	+43,6%	+30,1%
ISIN	PLJSW0000015	Zmiana YTD	+19,4%	+23,3%
Liczba akcji (mln)	117,4	Średni obrót 1M	29,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 997,5	Średni obrót 6M	24,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 558,8	EV/EBITDA 12M fwd	4,3	+41,7%
Free float	44,8%	EV/EBITDA 5Y avg	3,0	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	9 810	8 672	7 296	9 287	9 784
EBITDA skor.	3 101	1 839	85	1 618	2 112
marża EBITDA	31,6%	21,2%	1,2%	17,4%	21,6%
EBIT skor.	2 335	806	-1 014	407	796
Zysk netto skor.	1 802	548	-902	217	535
P/E skor.	1,7	5,5	-	13,8	5,6
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA skor.	0,0	1,2	41,8	1,9	1,3
DPS	0,00	1,71	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	6,7%	0,0%	0,0%	0,0%

Zmiana prognoz	**2020P**	**2021P**	**2022P**
EBITDA (skor.)	-348,4%	+17,8%	+37,2%
Zysk netto (skor.)	-	-	+1152,2%
Węgiel koksowy (PLN/t)	-7,1%	-6,1%	-2,0%
Węgiel do celów energetycznych (PLN/t)	0,0%	0,0%	0,0%
Koks (PLN/t)	+4,4%	+10,4%	+11,6%
Prod. węgla (tys. t)	+2,2%	+2,8%	+7,5%
Prod. w. koks. (tys. t)	+2,4%	+2,8%	+7,5%
Prod. koksu (tys. t)	+2,3%	+9,4%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Prod. węgla (tys. t)	15 019	14 762	14 515	15 400	16 240
Prod. w. koks. (tys. t)	10 351	10 208	11 198	12 320	12 992
Udział węgla koks. (%)	69%	69%	77%	80%	80%
Prod. w. ener. (tys. t)	4 668	4 554	3 019	3 080	3 248
Prod. koksu (tys. t)	3 559	3 170	3 274	3 500	3 400
Przepływy oper.	**2 856**	**1 538**	**588**	**2 436**	**2 194**
Amortyzacja	766	1 034	1 100	1 211	1 316
Kapitał obrotowy	338	-162	254	914	272
Przepływy inw.	**-1 582**	**-2 261**	**-1 940**	**-1 870**	**-1 670**
CAPEX	1 248	2 181	1 940	1 870	1 670
Przepływy fin.	**-755**	**-180**	**1 677**	**-114**	**-110**
Dywidenda/buyback	0	-201	0	0	0
FCF	1 754	-691	-1 331	606	584
FCF/EBITDA skor.	0,565763	-0,37577	-15,627	0,37477	0,276297
CFO/EBITDA skor.	0,921085	0,836033	6,905845	1,505728	1,038982

Bilans

(mln PLN)	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Aktywa	13 763	14 926	15 851	16 886	17 625
Aktywa trwałe	8 475	10 391	11 232	11 910	12 303
Kapitał własny	8 081	8 463	7 625	7 842	8 376
Udział mniejszości	364	388	388	388	388
Dług netto	-3 286	-1 252	173	-279	-693
Dług netto/EBITDA skor.	-1,1	-0,7	2,0	-0,2	-0,3
Dług netto/kap. wł. (x)	-0,4	-0,1	0,0	0,0	-0,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	3,9	3,9	3,6	1,0	0,7	0,7
Maksimum	28,6	35,3	20,2	20,3	12,6	10,3
Mediana	11,2	8,9	9,3	6,5	5,4	5,0
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
W. koksowy (USD/t)	113	146	152	152	152	152	152	152	152	152	152
W. energet. (PLN/t)	250	247	247	247	247	247	247	247	247	247	247
Koks (USD/t)	213	294	302	261	247	247	247	247	247	247	247
Przychody	7 296	9 287	9 784	9 931	9 807	9 818	9 821	9 823	9 825	9 827	9 829
EBITDA	-249	1 618	2 112	2 204	2 004	1 911	1 813	1 717	1 653	1 627	1 506
marża EBITDA	-3,4%	17,4%	21,6%	22,2%	20,4%	19,5%	18,5%	17,5%	16,8%	16,6%	15,3%
EBIT	-1 348	407	796	829	577	500	406	313	251	227	106
Podatek	-270	56	130	137	89	81	70	52	41	36	13
CAPEX	-1 940	-1 870	-1 670	-1 400	-1 400	-1 400	-1 400	-1 400	-1 400	-1 400	-1 400
Kapitał obrotowy	254	914	272	47	-44	-2	-5	-5	-3	0	-7
FCF	-1 331	606	584	714	470	427	337	259	210	191	86
PV FCF	-1 322	555	492	555	337	282	205	145	108	91	
WACC	8,3%	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	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 450
Dług netto	-1 252
Inne korekty	388
Wycena DCF na akcję (PLN)	23,81

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	45,00
DCF	50%	23,81
Cena wynikowa		34,40
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		**36,58**

KGHM

trzymaj (podwyższona)

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

W początek 2021 roku KGHM wchodzi z wysokimi cenami wydobywanych przez siebie metali, które jeśli tylko zostaną utrzymane dają możliwość generowania praktycznie po 3 mld PLN wolnego przepływu gotówki w kolejnych dwóch latach. To powoduje, że do końca 2022 roku KGHM będzie mógł spłacić praktycznie całe swoje zadłużenie i powrócić do wypłaty dywidendy akcjonariuszom (zakładamy 2PLN/akcja w 2020 roku i 6,72 PLN/akcja w 2021). Głównymi wyzwaniami spółki na 2021 roku są wzrost kosztów płac (+3,6% r/r +206 mln PLN), kosztów energii elektrycznej (+139 mln PLN w efekcie wejścia „opłaty mocowej"), spadek zawartości srebra i miedzi w urobku w Polsce (zakładamy produkcję miedzi z wsadów własnych na poziomie 378 tys. ton i srebra metalicznego 1200 ton), czy możliwa sprzedaż udziałów (45%) przez Sumitomo w Sierra Gorda (im wyższe ceny tym łatwiej znaleźć kupca). Ryzykiem jest również zwiększenie opodatkowania wydobycia miedzi i srebra w Polsce, gdyby Rząd szukał dodatkowych przychodów budżetowych. Warto również zwrócić uwagę, że w 2021 roku po zaaplikowaniu skutecznej szczepionki na COVID-19 wydobycie miedzi prawdopodobnie wzrośnie r/r, a w samym 2020 roku według ICSG w efekcie pandemii z produkcji wypadło około 0,6 mln ton miedzi, a dostępność złomów po amortyzacyjnych była niższa. Podwyższamy nasze długoterminowe ceny miedzi do 7500 USD/t, srebra do 24 USD/oz i złota do 1900 USD/oz. W efekcie nasze prognozy EBITDA na 2021 i 2022 rok rosną o 40%. Podwyższamy naszą cenę docelową do 152,27 PLN/akcja (wcześniej 103,84 PLN/akcja), a rekomendację do trzymaj (wcześniej redukuj).

Cena bieżąca	177,20 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	152,27 PLN	-14,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**trzymaj**	**152,27 PLN**	**2020-12-08**
poprzednia	redukuj	103,84 PLN	2020-10-02

Podstawowe dane			**KGH PW**	**vs. WIG**
Ticker	KGH PW	Zmiana 1M	+28,5%	+15,1%
ISIN	PLKGHM000017	Zmiana YTD	+85,4%	+89,3%
Liczba akcji (mln)	200,0	Średni obrót 1M		92,6 mln PLN
MC (mln PLN)	35 440,0	Średni obrót 6M		83,9 mln PLN
EV (mln PLN)	40 672,4	EV/EBITDA 12M fwd	5,6	+18,2%
Free float	63,2%	EV/EBITDA 5Y avg	4,7	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	20 526	22 723	23 303	25 664	25 833
EBITDA skor.	4 972	5 229	5 806	6 901	6 794
marża EBITDA	24,2%	23,0%	24,9%	26,9%	26,3%
EBIT skor.	3 176	3 309	3 861	4 800	4 700
Zysk netto skor.	1 888	2 230	1 846	3 358	3 278
P/E skor.	18,8	15,9	19,2	10,6	10,8
P/BV	1,9	1,8	1,6	1,4	1,3
EV/EBITDA skor.	8,6	8,1	7,0	5,6	5,4
DPS	0,00	0,00	0,00	2,00	6,72
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	1,1%	3,8%
Zmiana prognoz			**2020P**	**2021P**	**2022P**
EBITDA (skor.)			+1,6%	+39,8%	+39,3%
Zysk netto (skor.)			-27,0%	+84,5%	+82,9%
Miedź (USD/t)			+4,7%	+25,0%	+25,0%
Srebro (USD/oz)			+2,6%	+9,1%	+9,1%
Molibden (USD/t)			+8,1%	+13,6%	+9,1%
Prod. miedź (tys. ton)			-0,1%	+2,0%	+2,0%
Prod. srebro (ton)			-12,7%	-10,7%	-10,5%
Prod. molibden (mln lb)			+5,1%	+5,8%	+5,8%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Cu KGHM Pol (tys. ton)	385	418	393	387	387
Cu KGHM Int (tys. ton)	79	77	66	73	74
Cu Sierra Gorda (tys. ton)	53	60	80	86	88
Srebro Grupa (ton)	1 205	1 417	1 251	1 241	1 244
Złoto Grupa (tys. troz)	174	220	198	201	203
Przepływy oper.	**3 826**	**5 048**	**4 418**	**5 644**	**5 531**
Amortyzacja	1 796	1 920	1 945	2 101	2 094
Kapitał obrotowy	1 412	1 227	469	27	2
Przepływy inw.	**-3 539**	**-3 643**	**-2 544**	**-2 756**	**-2 349**
CAPEX	3 541	3 336	2 544	2 756	2 349
Przepływy fin.	**84**	**-1 346**	**-157**	**-557**	**-1 501**
Dywidenda/buyback	0	0	0	-400	-1 343
FCF	1 924	2 310	2 586	2 888	3 181
FCF/EBITDA	41%	51%	45%	42%	47%
CFO/EBITDA	77%	97%	76%	82%	81%

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa	37 237	39 409	41 411	45 003	46 982
Aktywa trwałe	29 375	31 669	32 268	32 923	33 179
Kapitał własny	19 133	20 110	21 956	24 915	26 849
Udział mniejszości	92	92	92	92	92
Dług netto	6 992	6 857	5 140	2 810	1 129
Dług netto/EBITDA (x)	1,5	1,5	0,9	0,4	0,2
Dług netto/kap. wł. (x)	0,4	0,3	0,2	0,1	0,0

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	7,9	6,8	6,5	1,7	1,0	0,8
Maksimum	57,9	75,4	25,7	14,6	12,4	13,0
Mediana	15,1	13,6	12,8	7,6	5,6	5,9
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Miedź (USD/t)	6 128	7 500	7 500	7 500	7 500	7 500	7 500	7 500	7 500	7 500	7 500
Srebro (USD/oz)	20,5	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0
Molibden (USD/t)	21 624	25 000	24 000	24 000	24 000	24 000	24 000	24 000	24 000	24 000	24 000
Przychody	23 303	25 664	25 833	25 748	25 673	25 497	24 186	24 184	24 190	24 100	24 023
EBITDA	5 806	6 901	6 794	6 627	6 449	6 228	5 889	5 824	5 751	5 648	5 518
marża EBITDA	16,6%	18,7%	18,2%	17,7%	17,2%	16,4%	15,8%	15,5%	15,1%	15,4%	14,9%
EBIT	3 861	4 800	4 700	4 556	4 428	4 186	3 827	3 745	3 643	3 711	3 587
Podatek	1 145	1 284	1 265	1 236	1 210	1 163	1 093	1 077	1 056	1 065	1 038
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	469	27	2	-1	-1	-2	-15	0	0	-1	-1
FCF	2 586	2 888	3 181	3 460	3 275	3 069	2 753	2 688	2 604	2 651	2 548
PV FCF	2 569	2 654	2 693	2 691	2 347	2 027	1 676	1 508	1 347	1 263	
WACC	7,8%	8,1%	8,3%	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	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	20 775
Dług netto	6 857
Inne korekty	454
Wycena DCF na akcję (PLN)	143,30

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	143,17
DCF	50%	143,30
Cena wynikowa		143,23
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		**152,27**

mBank Biuro maklerskie

Paliwa

Lotos

kupuj (podtrzymana)

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

Spadki cen gazu i załamanie rentowności w rafinerii to główne powody słabszych wyników Lotosu w tym roku (EBITDA LIFO -36% r/r). Kluczowym pytaniem jest więc to czy i jak szybko Spółce uda się odbudować zyskowność do poziomów sprzed pandemii. W naszej opinii najgorsze w sektorze przerobu ropy już za nami, ale istotnej poprawy wyników w tym obszarze można oczekiwać dopiero w latach 2022-23 (pełny powrót ruchu lotniczego, normalizacja zapasów, planowane wyłączenia mocy, baza 2020 zawyżona przez ekstraordynaryjne marże dystrybucyjne i premie lądowe). Warto też zwrócić uwagę, że wraz z wyższą ceną ropy i powrotem normalności na rynku średnich destylatów rosnąć powinna wartość dodana instalacji DCU (spread diesel/HSFO). W segmencie wydobywczym pozytywnym katalizatorem będą wyższe ceny ropy i gazu, aczkolwiek w dużym stopniu będzie to zneutralizowane przez spadek wolumenów na dojrzałych złożach norweskich (wzrostu wydobycia oczekujemy znów w 2022 z uwagi na Yme i pełną utylizację B8). Lotos jest wyceniany na EV/EBITDA LIFO na poziomie ~5,0 dla lat 2020-21, ale w naszej opinii bardziej miarodajne są wskaźniki dla lat 2022-23 (~3,2x) uwzględniające średnio cykliczny poziom rentowności biznesu rafineryjnego. Zwracamy też uwagę na prognozowany wysoki FCF yield (19% dla 2022-23). W tym kontekście podtrzymujemy pozytywną rekomendację z nową cena docelową na poziomie 49,01 PLN (aktualizacja założeń makro i wyceny porównawczej). Jeśli chodzi o kwestię fuzji z PKN i ryzyko niekorzystnych parytetów potencjalnej wymiany akcji, to przypominamy, że transakcja wydzielenia rafinerii będzie wymagała kwalifikowanej większości na WZA.

Cena bieżąca	37,30 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	49,01 PLN	+31,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**49,01 PLN**	**2020-12-08**
poprzednia	kupuj	47,09 PLN	2020-10-02

Podstawowe dane			**LTS PW**	**vs. WIG**
Ticker	LTS PW	Zmiana 1M	+29,7%	+16,2%
ISIN	PLLOTOS00025	Zmiana YTD	-54,8%	-50,9%
Liczba akcji (mln)	184,9	Średni obrót 1M	62,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	6 895,8	Średni obrót 6M	28,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	9 112,1	EV/EBITDA 12M fwd	4,6	-14,4%
Free float	46,8%	EV/EBITDA 5Y avg	5,3	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	30 122	29 493	20 879	20 173	20 747
EBITDA	3 704	2 879	-257	1 966	2 326
marża EBITDA	12,3%	9,8%	-1,2%	9,7%	11,2%
EBIT	2 981	1 970	-1 324	913	1 236
Zysk netto	1 587	1 153	-1 162	577	739
P/E	4,3	6,0	-	11,9	9,3
P/BV	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	2,4	3,4	-	5,0	3,9
DPS	1,00	3,00	1,00	3,00	3,00
DYield	2,7%	8,0%	2,7%	8,0%	8,0%
Zmiana prognoz			**2020P**	**2021P**	**2022P**
EBITDA LIFO			-1,1%	-11,1%	-3,4%
Zysk netto			-	+13,1%	-27,9%
Brent (USD/Bbl)			+5,0%	+25,0%	0,0%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			-37,1%	-27,8%	-6,0%
USD/PLN			-1,3%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
EBITDA LIFO skor.	**3 126**	**2 861**	**1 830**	**1 759**	**2 326**
upstream	917	630	440	465	729
rafineria	2 022	1 965	1 170	1 058	1 359
detal	181	259	220	236	239
EV/EBITDA LIFO skor.	**2,6**	**3,2**	**4,6**	**5,2**	**3,6**
Efekt LIFO	500	-141	-840	207	0
Inne zd. jednorazowe	78	159	-1 247	0	0
Saldo finansowe	**-259**	**-278**	**-340**	**-175**	**-178**
Przerób ropy mln ton	**10,8**	**10,7**	**12,3**	**10,7**	**10,7**
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	7,1	6,5	3,3	3,8	4,8
detal EBITDA/tonę	144	156	185	185	185
upstream $ EBITDA/boe	34,1	21,7	14,8	20,1	26,0
Wydobycie w mboe/d	**20,4**	**20,7**	**20,9**	**17,6**	**21,3**
gaz	11,5	10,9	10,4	7,6	5,6
ropa	8,9	9,8	10,5	10,0	15,7

Bilans i CF

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
CF operacyjny	**2 328**	**2 130**	**2 595**	**1 225**	**2 623**
CFO/EBITDA LIFO skor.	74%	74%	142%	70%	113%
Capex	**967**	**805**	**915**	**1 285**	**1 069**
Kapitał obrotowy	4 816	5 523	4 080	4 707	4 275
Kapitał własny	12 035	12 715	11 397	11 488	11 672
Dług netto	**1 943**	**2 900**	**2 216**	**2 937**	**2 116**
Dług netto/EBITDA (x)	0,6	1,0	1,2	1,7	0,9

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	3,5	3,5	5,5	2,7	2,4	2,4
Maksimum	118,5	33,1	30,5	75,9	21,0	18,2
Mediana	20,2	11,5	9,1	6,1	5,7	4,7
waga	10%	20%	20%	10%	20%	20%

Model DCF (bez segmentu wydobywczego)

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Brent (USD/Bbl)	42	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50
Marża+dyferencjał	2,2	3,3	4,7	5,5	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
USD/PLN	3,90	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60
Przychody	19 980	19 271	19 497	19 463	19 618	19 633	19 648	19 663	19 678	19 693	19 693
EBITDA	130	1 501	1 597	1 787	1 891	1 853	1 814	1 766	1 739	1 692	1 692
marża EBITDA	0,7%	7,8%	8,2%	9,2%	9,6%	9,4%	9,2%	9,0%	8,8%	8,6%	8,6%
EBIT	-632	727	837	1 014	1 198	1 125	1 054	976	920	850	850
Podatek	-120	138	159	193	228	214	200	185	175	161	161
CAPEX	-512	-465	-465	-465	-636	-743	-743	-743	-743	-743	-842
Kapitał obrotowy	1 442	-627	433	0	-3	9	7	9	7	5	5
FCF	1 181	271	1 406	1 129	1 024	906	878	846	828	793	693
PV FCF	1 173	249	1 197	885	740	603	538	478	432	381	
WACC	8,1%	7,9%	8,2%	8,6%	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	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	11 117
Dług netto	3 085
Petrobaltic	1 606
Wycena DCF na akcję (PLN)	52,14

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	40,06
DCF	50%	52,14
Cena wynikowa		46,10
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		**49,01**

MOL

kupuj (podtrzymana)

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

W tym trudnym roku zdywersyfikowany model biznesowy MOL-a pozwolił uniknąć drastycznych spadków na poziomie CCS EBITDA, które stały się udziałem większości regionalnych spółek paliwowych. Niemniej jednak notowania Spółki na przestrzeni ostatnich kwartałów wpisały się w trendy sektorowe i dopiero uruchomienie programu skupu akcji własnych poprawiło sentyment. Lepszy od oczekiwań wyniki w rafinerii i wydobyciu w 3Q pozwalają wraz z aktualizacją naszych założeń makro (+ropa/gaz/petchem i -rafineria, koszty CO_2) na podniesienie naszych szacunków EBITDA na kolejne lata i podniesienie wyceny do 2379 HUF/akcję. W tym kontekście mimo ostatnich wzrostów utrzymujemy rekomendację kupuj. Wyższe ceny węglowodorów zapewnią wzrost skonsolidowanych wyników już w 2021 roku (w LTS/PKN oczekujemy powtórzenia wyników 2020), pomimo przyjętej konserwatywnej ścieżki wychodzenia z kryzysu w rafinerii. Wskaźnik EV/EBITDA dla lat 2022-23 (powrót do średnio cyklicznego potencjału) oscyluje na poziomie 3,9x (powyżej 3,2x dla Lotosu, ale wyraźnie poniżej 4,9x dla Orlenu), a FCF/EV dla tego okresu to ~10% vs 3% dla Orlenu i 19% dla Lotosu. Potencjalnym katalizatorem dla kursu mogłoby być również umorzenie części akcji własnych, a temat ten powinien się pojawić przy okazji dyskusji o dywidendzie za rok 2020. Standardowo, jak co roku, warto też wspomnieć o możliwych rozstrzygnięciach sporu z chorwackim rządem ws INA, szczególnie że odbicie cen węglowodorów daje szanse na zbliżenie się oczekiwań sprzedającego i potencjalnych kupujących.

Cena bieżąca	2 002 HUF	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	2 379 HUF	+18,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**2 379 HUF**	**2020-12-08**
poprzednia	kupuj	1 976 HUF	2020-09-02

Podstawowe dane			**MOL HB**	**vs. WIG**
Ticker	MOL HB	Zmiana 1M	+21,6%	+8,1%
ISIN	HU0000153937	Zmiana YTD	-31,9%	-28,0%
Skor. l. akcji (mln)	753,1	Średni obrót 1M	3 318,0 mln HUF	
MC (mln HUF)	1 507 619,0	Średni obrót 6M	1 847,5 mln HUF	
EV (mln HUF)	2 948 383,1	EV/EBITDA 12M fwd	4,3	+1,4%
Free float	53,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,3	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mld HUF)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	5 169	5 267	4 141	4 647	4 196
EBITDA	764	685	588	666	714
marża EBITDA	14,8%	13,0%	14,2%	14,3%	17,0%
EBIT	353	294	82	169	212
Zysk netto	301	223	-27	133	163
P/E	5,0	6,8	-	11,3	9,3
P/BV	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA	2,8	3,5	5,0	4,6	4,1
DPS	127,50	142,44	0,00	69,72	73,20
DYield	6,4%	7,1%	0,0%	3,5%	3,7%

Zmiana prognoz	**2020P**	**2021P**	**2022P**
CCS EBITDA	+13,8%	+18,1%	+4,2%
Zysk netto	-	+37,5%	-14,9%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)	-30,0%	-16,7%	-6,0%
Marża petchem (USD/t)	+7,9%	+7,9%	+9,2%
Brent (USD/Bbl)	+5,0%	+25,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mld HUF)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
EBITDA LIFO skor.	**728**	**709**	**621**	**649**	**714**
upstream	344	305	222	315	324
rafineria	183	169	138	108	156
detal	115	137	150	159	164
petchem	87	83	75	51	59
gaz	50	54	70	60	55
koszty ogólne	-51	-40	-34	-44	-44
EV/EBITDA LIFO skor.	**3,0**	**3,4**	**4,8**	**4,8**	**4,1**
Efekt LIFO	19	-16	-44	17	0
Inne zd. jednorazowe	17	-8	12	0	0
Saldo finansowe	**-22**	**-18**	**-117**	**-30**	**-27**
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	4,9	4,6	3,4	2,8	4,2
upstream $ EBITDA/boe	34,8	28,0	17,8	25,3	27,5
Przerób ropy mln ton	**19,2**	**17,5**	**18,0**	**17,7**	**17,7**
Wydobycie mboe/d	**110,6**	**112,0**	**119,4**	**124,1**	**120,1**

Bilans i CF

(mld HUF)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
CF operacyjny	**596**	**704**	**441**	**607**	**735**
CFO/EBITDA LIFO skor.	82%	99%	71%	93%	103%
Capex	**380**	**596**	**953**	**650**	**456**
Kapitał obrotowy	300	286	407	456	412
Kapitał własny	1 994	2 151	2 136	2 201	2 294
Dług netto	**314**	**559**	**1 175**	**1 316**	**1 133**
Dług netto/EBITDA (x)	0,4	0,8	1,9	2,0	1,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	3,5	3,5	5,5	2,7	2,4	2,4
Maksimum	118,5	33,1	30,5	75,9	21,0	18,2
Mediana	23,0	12,0	9,1	6,0	5,5	4,6
waga	10%	20%	20%	10%	20%	20%

Model DCF (bez segmentu wydobywczego)

(mld HUF)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Brent (USD/Bbl)	42	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50
Marża+dyferencjał	2,8	3,8	4,7	5,5	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
USD/HUF	309	296	290	290	290	290	290	290	290	290	290
Przychody	3 879	4 337	3 892	3 907	3 922	3 924	3 926	3 928	3 930	3 933	3 933
EBITDA	367	351	390	445	461	458	455	452	448	445	445
marża EBITDA	9,5%	8,1%	10,0%	11,4%	11,8%	11,7%	11,6%	11,5%	11,4%	11,3%	11,3%
EBIT	107	77	107	156	174	166	157	147	135	125	182
Podatek	28	19	29	41	46	44	41	38	35	32	35
CAPEX	-326	-454	-263	-263	-263	-263	-263	-263	-263	-263	-263
Kapitał obrotowy	-120	-50	44	-1	1	2	2	1	1	1	0
FCF	-107	-171	143	140	153	153	152	152	151	151	147
PV FCF	-107	-160	125	114	116	108	100	92	84	78	
WACC	6,6%	6,6%	6,8%	7,0%	7,3%	7,7%	8,1%	8,2%	8,2%	8,2%	8,3%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mld HUF)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 598
Dług netto i korekty	337
Segment wydobywczy	244
Wycena DCF na akcję (HUF)	2 111

Wycena

(HUF)	waga	cena
Porównawcza	50%	2 364
DCF	50%	2 111
Cena wynikowa		2 238
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		**2 379**

mBank Biuro maklerskie

PGNiG

kupuj (podtrzymana)

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

Ten rok jest przełomowy jeśli chodzi o profil biznesowy PGNiG, gdyż urynkowienie kontraktu jamalskiego przywraca kontrolę nad strumieniem marży w obrocie i wzmacnia szeroko rozumiany segment „utility" (w latach 2021-23 dystrybucja, obrót, magazynowanie i ciepło będą odpowiadać za 55% strumienia EBITDA). W połączeniu z bardzo mocnym bilansem powinno to przynieść re-rating na wskaźnikach EV/EBITDA (obecnie sytuacja jest wręcz odwrotna gdyż przy poprawie wyników mnożnik 12M FWD spadł 15% poniżej 5-letniej średniej), ale do tego warunkiem koniecznym jest jeszcze odpowiednia polityka dywidendowa i sowita wypłata z tegorocznego zysku wzmocnionego odszkodowaniem. Teoretycznie przed fuzją z Orlenem, Skarb Państwa powinien dążyć do zwiększenia wyceny PGNiG, aby wykorzystać transakcję do wzmocnienia obecności w akcjonariacie „czempiona". Nie można więc takiego scenariusza wykluczyć, szczególnie że sam Orlen ogłosił ostatnio hojną politykę dywidendową przy bardziej ryzykownym profilu biznesu i poziomie zadłużenia). Tymczasem w naszym bazowym scenariuszu uwzględniamy standardowy DPS, a katalizatorów dla kursu upatrujemy w utrzymującym się pozytywnym trendzie na rynku gazu (podnosimy nasze prognozy 2021-22 średnio o 8%, zachowując dyskonto do aktualnej krzywej terminowej), który powinien być wspierany przez trwały ubytek podaży w USA, odbudowanie popytu po pandemii i dalszą konwersję z węgla przy rosnącym koszcie CO_2. Naszym zdaniem rynkowy konsensus na poziomie EBITDA powinien się podnosić o około 10%. Po aktualizacji prognoz (nowy scenariusz makro, pozytywne zaskoczenie w 3Q) i wyceny porównawczej podnosimy naszą cenę docelową do 6,39 PLN i utrzymujemy rekomendację kupuj.

Cena bieżąca	5,21 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	6,39 PLN	+22,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**6,39 PLN**	**2020-12-08**
poprzednia	kupuj	5,97 PLN	2020-09-22

Podstawowe dane			**PGN PW**	**vs. WIG**
Ticker	PGN PW	Zmiana 1M	+19,0%	+5,6%
ISIN	PLPGNIG00014	Zmiana YTD	+22,8%	+26,8%
Liczba akcji (mln)	5 778,3	Średni obrót 1M	22,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	30 081,9	Średni obrót 6M	24,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	27 140,4	EV/EBITDA 12M fwd	3,9	-14,0%
Free float	28,1%	EV/EBITDA 5Y avg	4,5	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	41 234	42 023	38 677	39 118	39 270
EBITDA	7 115	5 504	13 371	7 960	8 444
marża EBITDA	17,3%	13,1%	34,6%	20,3%	21,5%
EBIT	4 395	2 448	9 838	4 149	4 512
Zysk netto	3 212	1 371	7 405	3 155	3 473
P/E	9,4	21,9	4,1	9,5	8,7
P/BV	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	4,2	6,1	2,0	3,4	3,3
DPS	0,07	0,11	0,09	0,19	0,27
DYield	1,3%	2,1%	1,8%	3,7%	5,2%

Zmiana prognoz	**2020P**	**2021P**	**2022P**
EBITDA	+4,9%	+11,9%	+9,0%
Zysk netto	+1,6%	+7,4%	+6,6%
Brent (USD/Bbl)	+5,0%	+25,0%	0,0%
Gaz EU (EUR/MWh)	+12,1%	+9,4%	+6,5%
USD/PLN	-2,5%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
EBITDA skor.	**7 511**	**6 452**	**8 266**	**8 167**	**8 703**
EBITDA	7 115	5 504	13 371	7 959	8 443
wydobycie	5 019	3 360	1 320	3 317	3 821
obrót	-848	-470	9 126	1 390	1 312
dystrybucja	2 385	1 995	2 223	2 276	2 374
energetyka	788	856	1 087	1 199	1 167
pozostałe	-229	-237	-384	-223	-231
Saldo finansowe	**107**	**-289**	**-711**	**-55**	**0**
Prod. ropy mln ton	**1,41**	**1,21**	**1,30**	**1,62**	**1,53**
kraj	0,82	0,77	0,72	0,73	0,73
zagranica	0,59	0,44	0,58	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**	**45,3**	**5,8**	**6,5**

Bilans i CF

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
CF operacyjny	**5 814**	**4 938**	**12 980**	**6 439**	**6 888**
CFO/EBITDA	82%	90%	97%	81%	82%
Capex	**4 534**	**6 069**	**5 678**	**5 493**	**5 554**
Kapitał obrotowy	5 358	6 059	4 100	4 147	4 163
Kapitał własny	36 634	38 108	45 560	47 602	49 498
Dług netto	**-223**	**3 715**	**-2 941**	**-2 684**	**-2 344**
Dług netto/EBITDA (x)	0,0	0,7	-0,2	-0,3	-0,3

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	7,9	5,5	2,7	2,5	2,3	2,0
Maksimum	94,3	22,7	18,7	13,9	12,9	12,9
Mediana	17,7	13,8	11,4	7,7	6,8	6,1
waga	10%	20%	20%	10%	20%	20%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Brent (USD/Bbl)	42	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50
Gaz EU (EUR/MWh)	9,6	12,9	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0
USD/PLN	3,90	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60
Przychody	38 677	39 118	39 269	40 048	40 366	37 902	37 723	38 112	38 222	38 331	38 331
EBITDA	12 761	7 389	7 845	7 578	8 018	8 183	8 447	8 568	8 436	8 326	8 326
marża EBITDA	33,0%	18,9%	20,0%	18,9%	19,9%	21,6%	22,4%	22,5%	22,1%	21,7%	21,7%
EBIT	9 838	4 146	4 511	4 137	3 861	3 905	3 946	3 928	3 677	4 174	3 390
Podatek	1 721	939	1 039	926	683	734	778	801	765	1 044	705
CAPEX	-5 678	-5 493	-5 554	-5 622	-5 107	-5 149	-5 075	-5 092	-5 038	-4 936	-4 936
Kapitał obrotowy	1 959	-47	-16	-83	-34	261	19	-41	-12	-12	-12
FCF	7 320	909	1 236	948	2 194	2 561	2 613	2 634	2 621	2 334	2 673
PV FCF	7 268	828	1 033	727	1 543	1 653	1 550	1 438	1 317	1 081	
WACC	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	8,7%	8,7%	8,6%	8,6%	8,6%
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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	37 287
Dług netto	6 102
Inne korekty	-7
Wycena DCF na akcję (PLN)	5,40

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	7,90
DYield-porównawcza	17%	3,31
DCF	50%	5,40
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		**6,39**

PKN Orlen

trzymaj (podtrzymana)

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

Notowania Orlenu wpisały się w tym roku we wzorzec sektorowy głównie z uwagi o obawy o przyszłość segmentu rafineryjnego, który zanotuje ubytek marży rzędu 2 mld PLN. Oczekujemy, że sytuacja na rynku paliwowym będzie się powoli stabilizować, ale szanse na wzrost wyników w 2021 są niewielkie. Przypominamy, że w 2020 roku załamanie wolumenów i modelowych marż przerobowych było częściowo kompensowane przez niższe ceny gazu, wyższe premie lądowe/marże dystrybucyjne, skokowy wzrost marż detalicznych (niskie ceny ropy) oraz efekt hedgingu. Odbudowa benchmarków może więc nie przełożyć się 1:1 na EBITDA LIFO, a dodatkowo zwracamy uwagę na wzrost kosztów CO_2 (rok 2020 był zabezpieczony po bardzo niskich cenach, a przypominamy, że roczna emisja sięga 15 mln ton przy dotychczasowej darmowej alokacji na poziomie ~50%), które mogą też być coraz mocniej odczuwalne w latach kolejnych (nasz scenariusz wzrostu cen uprawnień do 50 EUR/t w perspektywie 2030 roku). Na bazie średnich cyklicznych rentowności, które powinny powrócić w latach 2022-23 Spółka jest obecnie wyceniana na 4,9x ze znaczną premią do najbliższych konkurentów, choć profil FCF bynajmniej tego nie uzasadnia (Orlen uruchamia obecnie intensywny program inwestycyjny). Ogłoszona strategia z wysoką gwarantowaną dywidendą (3,5 PLN, czyli 6% Yield) na pewno częściowo neutralizuje obawy o poziom przepływów i zadłużenia, ale brak krótkoterminowych kamieni milowych i szczegółów dotyczących planowanych projektów uniemożliwia inkorporację tych założeń do modelu. W tym kontekście utrzymujemy neutralną rekomendację z nowa ceną docelową na poziomie 58,40 PLN (aktualizacja prognoz i wyceny porównawczej).

Cena bieżąca	59,60 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	58,40 PLN	-2,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**trzymaj**	**58,40 PLN**	**2020-12-08**
poprzednia	trzymaj	56,37 PLN	2020-09-02

Podstawowe dane			**PKN PW**	**vs. WIG**
Ticker	PKN PW	Zmiana 1M	+51,0%	+37,5%
ISIN	PLPKN0000018	Zmiana YTD	-29,7%	-25,8%
Liczba akcji (mln)	427,7	Średni obrót 1M	126,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	25 491,5	Średni obrót 6M	73,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	44 420,0	EV/EBITDA 12M fwd	5,0	-2,0%
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	86 089	94 515	96 972
EBITDA	9 888	8 862	7 692	8 341	9 056
marża EBITDA	9,0%	8,0%	8,9%	8,8%	9,3%
EBIT	7 215	5 365	3 271	3 142	3 308
Zysk netto	5 556	4 300	2 620	2 136	2 232
P/E	4,6	5,9	9,7	11,9	11,4
P/BV	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	3,1	3,6	5,8	5,6	5,3
DPS	3,00	3,50	1,00	3,50	3,50
DYield	5,0%	5,9%	1,7%	5,9%	5,9%

Zmiana prognoz	**2020P**	**2021P**	**2022P**
EBITDA LIFO	+2,2%	-1,2%	+3,5%
Zysk netto	+10,8%	+13,1%	-18,8%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)	-40,0%	-27,8%	-6,0%
Marża petchem (USD/t)	-0,8%	+0,4%	+0,5%
USD/PLN	-1,3%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
EBITDA LIFO skor.	**8 448**	**8 999**	**7 948**	**7 873**	**9 056**
rafineria	3 764	2 690	646	213	1 428
petchem	2 103	2 200	1 748	1 647	1 702
detal	2 781	3 067	3 117	3 044	3 087
upstream	305	331	344	246	267
energetyka	188	1 564	3 174	3 802	3 683
koszty ogólne	-693	-853	-1 081	-1 079	-1 111
EV/EBITDA LIFO skor.	**3,5**	**3,4**	**5,4**	**5,8**	**5,2**
Efekt LIFO	860	-145	-2 171	469	0
Inne zd. jednorazowe	580	8	1 915	0	0
Saldo finansowe	**-104**	**-11**	**-727**	**-503**	**-550**
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	4,3	2,8	0,8	0,3	1,7
detal EBITDA/tonę	294	312	349	324	326
Przerób ropy mln ton	**33,4**	**33,9**	**29,9**	**31,1**	**31,9**
Prod. petch. (tys. ton)	**2 625**	**2 972**	**2 779**	**3 006**	**2 974**

Bilans i CF

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
CF operacyjny	**4 980**	**9 319**	**7 720**	**7 006**	**8 250**
CFO/EBITDA LIFO skor.	0,589489	1,035571	0,971337	0,889857	0,91103
Capex	**4 454**	**4 450**	**8 405**	**7 617**	**7 486**
Kapitał obrotowy	11 144	9 611	7 416	8 251	8 533
Kapitał własny	35 727	38 596	40 790	41 431	42 168
Dług netto	**5 599**	**6 446**	**18 078**	**20 690**	**21 972**
Dług netto/EBITDA (x)	0,6	0,7	2,4	2,5	2,4

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	10,2	7,0	5,5	2,8	2,6	2,4
Maksimum	118,5	33,1	30,5	75,9	21,0	18,2
Mediana	19,8	11,9	9,0	6,9	5,9	5,1
waga	10%	20%	20%	10%	20%	20%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Marża+dyferencjał	6,3	2,1	3,3	4,7	5,5	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Marża petchem	359	269	296	306	306	306	306	306	306	306	306,1
USD/PLN	3,84	3,90	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60
Przychody	86 089	94 515	96 972	97 941	98 972	99 309	100 019	100 666	101 327	102 001	102 001
EBITDA	4 002	8 341	9 056	9 942	10 707	10 710	10 768	10 800	10 812	10 832	10 832
marża EBITDA	4,6%	8,8%	9,3%	10,2%	10,8%	10,8%	10,8%	10,7%	10,7%	10,6%	10,6%
EBIT	3 271	3 142	3 308	3 863	4 793	4 742	4 705	4 620	4 479	4 322	4 471
Podatek	621	597	629	734	911	901	894	878	851	821	850
CAPEX	-8 405	-7 617	-7 486	-6 612	-6 317	-6 334	-6 347	-6 357	-6 364	-6 360	-6 360
Kapitał obrotowy	3 641	-835	-282	-416	-220	-46	-91	-84	-86	-87	-87
FCF	-11 176	-708	660	2 180	3 260	3 429	3 436	3 481	3 512	3 563	3 535
PV FCF	-10 923	-647	564	1 742	2 433	2 388	2 232	2 107	1 979	1 859	
WACC	7,1%	7,0%	6,9%	7,0%	7,1%	7,1%	7,2%	7,3%	7,4%	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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	30 026
Dług netto	6 018
Inne korekty	-851
Wycena DCF na akcję (PLN)	54,14

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	55,73
DCF	50%	54,14
Cena wynikowa		54,93
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		**58,40**

mBank Biuro maklerskie

Energetyka

CEZ

kupuj (bez zmian)

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

Profil CEZ bardzo dobrze wpisuje się w nasz scenariusz wzrostu cen uprawnień CO_2, szczególnie że w pierwszych latach wskaźnik przenoszenia tych kosztów w cenie energii powinien być jeszcze wysoki. Takie otoczenie makro będzie wspierać wyniki z generacji i gwarantuje wysoką zdolność dywidendową. W kolejnych 5 latach zakładamy średni capex na poziomie 36 mld CZK rocznie, co pokrywa się z planami Zarządu (po korekcie o dezinwestycje). W zestawieniu z prognozowanymi wynikami na linii EBITDA, taki scenariusz implikuje średni FCF/EV yield w okresie 2021-25 na poziomie 4,9% (FCFE yield 5,5%). Oznacza to, że w średnim terminie Spółka utrzyma bilansową zdolność do realizacji polityki dywidendowej na poziomie 80-100% skor. zysku netto. W tym kontekście średnioroczny DYield 2021-25 powinien być bliski 7%, bez przekraczania 2,5x DN/EBITDA (wpływy z zaplanowanych dezinwestycji sięgną do 45 mld CZK). Premia do RFR przekracza o 2 p.p. średnią z 5 lat, podobnie jak spread do grupy porównawczej. Powinno to zostać zauważone, szczególnie że ostatnie tygodnie przyniosły poprawę sentymentu do klasycznych spółek „utility". Wsparciem dla notowań może być też intensyfikacja rozwoju OZE, zasilana środkami z funduszu modernizacyjnego (~5,5 mld EUR w formie dotacji co utrudnia dostęp do tego mechanizmu dla podmiotów bazujących na bankowaniu projektów). W połączeniu z przejrzystą polityką dekarbonizacyjną, „uspokojeniem" komunikacji wokół atomu oraz niskim wskaźnikiem emisyjności powinno to pozwolić na odbudowywanie się mnożników wyceny po okresie istotnego de-ratingu na przestrzeni ostatniego roku. W tym kontekście podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj.

Cena bieżąca	464,50 CZK	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	601,40 CZK	+29,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**kupuj**	**601,40 CZK**	**2020-11-20**

Podstawowe dane			**CEZ CP**	**vs. WIG**
Ticker	CEZ CP	Zmiana 1M	0,0%	-13,5%
ISIN	CZ0005112300	Zmiana YTD	-2,3%	+1,6%
Liczba akcji (mln)	538,0	Średni obrót 1M	107,2 mln CZK	
MC (mld CZK)	249,9	Średni obrót 6M	85,1 mln CZK	
EV (mld CZK)	409,1	EV/EBITDA 12M fwd	6,9	-3,4%
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	212 851	197 171	173 204
EBITDA	49 664	60 305	65 123	58 621	54 041
marża EBITDA	26,9%	29,2%	30,6%	29,7%	31,2%
EBIT	19 759	26 429	22 715	30 395	26 531
Zysk netto	10 327	14 373	11 798	19 344	17 308
P/E	24,2	17,4	21,2	12,9	14,4
P/BV	1,1	1,0	1,1	1,1	1,1
EV/EBITDA	8,2	6,9	6,3	6,4	7,0
DPS	32,71	23,86	34,00	39,20	32,36
DYield	7,0%	5,1%	7,3%	8,4%	7,0%

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**	**65 123**	**58 621**	**54 041**
EBITDA	49 664	60 305	65 123	58 621	54 041
wytwarzanie	19 627	29 576	34 080	29 496	26 176
wydobycie	4 530	5 021	3 287	3 645	3 619
dystrybucja	19 946	20 588	21 303	18 420	17 256
obrót	4 280	3 748	5 140	5 785	5 821
pozostałe	1 281	1 372	1 313	1 274	1 170
Saldo finansowe	**-6 242**	**-8 018**	**-6 945**	**-5 707**	**-4 554**
Produkcja energii TWh	**63,1**	**64,6**	**60,6**	**56,6**	**56,2**
w tym OZE	4,3	5,0	5,1	4,4	3,9
Wolumen obrotu TWh	**37,6**	**37,9**	**33,2**	**25,7**	**18,1**
dynamika r/r	1,6%	0,8%	-12,3%	-22,7%	-29,4%
marża obrotu CZK/MWh	113,7	98,8	154,6	225,3	321,2
WRA w mld CZK	**117,8**	**121,1**	**127,6**	**133,0**	**135,5**
zwrot na WRA (EBIT)	11,1%	9,2%	3,4%	8,7%	7,9%

Bilans i CF

(mln CZK)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
CF operacyjny	**35 351**	**42 931**	**63 515**	**56 515**	**52 969**
CFO/EBITDA	71%	71%	98%	96%	98%
Capex	**26 018**	**29 802**	**34 500**	**34 636**	**36 729**
Kapitał obrotowy	112 247	70 553	72 832	67 466	59 265
Kapitał własny	234 721	250 761	236 548	234 805	234 704
Dług netto	**151 721**	**159 987**	**154 600**	**123 104**	**127 122**
Dług netto/EBITDA (x)	3,1	2,7	2,4	2,1	2,4

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	11,1	12,3	11,9	5,1	5,0	5,0
Maksimum	28,4	26,5	23,1	13,9	13,5	12,6
Mediana	16,8	16,0	15,8	9,6	9,2	8,9
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln CZK)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Energia (EUR/MWh)	40,4	44,0	46,3	47,3	48,3	49,4	50,5	51,7	52,9	54,2	54,2
EUR/CZK	26,5	26,4	26,4	26,4	26,4	26,4	26,4	26,4	26,4	26,4	26,4
CO2 (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	212 851	197 171	173 204	179 957	187 121	194 805	201 049	208 632	216 831	225 713	225 713
EBITDA	69 353	62 958	58 486	59 212	58 694	60 631	61 091	61 942	62 301	63 057	63 057
marża EBITDA	32,6%	31,9%	33,8%	32,9%	31,4%	31,1%	30,4%	29,7%	28,7%	27,9%	27,9%
EBIT	22 715	30 395	26 531	26 237	26 588	28 202	28 209	28 456	28 074	27 832	27 777
Podatek	4 316	5 774	5 039	4 982	5 048	5 353	5 354	5 400	5 326	5 279	5 278
CAPEX	-34 500	-34 636	-36 729	-37 287	-37 287	-36 829	-35 612	-35 280	-35 354	-35 375	-35 280
Kapitał obrotowy	-238	560	856	-241	-256	-274	-223	-271	-293	-317	-293
FCF	38 000	57 860	17 574	16 702	16 103	18 174	19 903	20 992	21 328	22 086	22 206
PV FCF	37 826	54 389	15 605	14 012	12 768	13 620	14 099	14 056	13 499	13 213	
WACC	5,7%	5,9%	5,9%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	6,1%
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%

Podsumowanie DCF

(mln CZK)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	527 079
Dług netto	178 277
Inne korekty	-56 649
Wycena DCF na akcję (CZK)	543,04

Wycena

(CZK)	waga	cena
Porównawcza	33%	485,33
DYield-porównawcza	17%	548,09
DCF	50%	543,04
Koszt kapitału 9M		5,6%
Cena docelowa za 9M		**601,40**

Enea

zawieszona (podtrzymana)

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

Enea pozostaje najniżej wycenianą spółką w polskim sektorze energetycznym (2,2x EV/EBITDA'21-22), co wynika z powszechnego przekonania rynku, że potencjalnie może zyskać najmniej na dyskutowanej obecnie transformacji sektora i separacji aktywów węglowych. Oczywiście na ten moment nie znamy żadnych parametrów tych transakcji i nie można wykluczyć, że relatywnie mniej emisyjne i niezadłużone elektrownie oraz kopalnia Enei będą przekazane do państwowej agencji NABE po zaniżonej wycenie. Naszym zdaniem jednak najbardziej prawdopodobne jest podejście oparte na kryterium zdolności obsługi przypisanego długu (NABE będzie musiała zapewnić sobie finansowanie dla tego procesu), co oznaczałoby, że Enea w tej operacji „oddałaby" nawet 3,6 mld PLN długu (przy wskaźniku 2x DN/EBITDA), a „czyste" aktywa byłyby wyceniane zaledwie na 2,7x EV/EBITDA (głównie dystrybucja i obrót bez istotnego komponentu OZE). Implikowałoby to największy potencjał wzrostowy w sektorze w scenariuszu re-ratingu mnożników. Oczywiście nie ma co dzielić skóry na niedźwiedziu, tym bardziej że zmiana postrzegania przez rynek wymaga nie tylko oczyszczenia profilu biznesowego, ale również sformułowania jasnego przekazu do inwestorów w kwestii budowania wartości Spółki, a tutaj póki co żadnych pozytywnych symptomów nie ma. Podtrzymujemy jednak opinię, że akcje Enei stanowią najciekawsza opcję na pozytywny scenariusz transformacji sektora. Nadal jednak z uwagi na duża niepewność nasza rekomendacja pozostaje zawieszona. Aktualizujemy nasze prognozy dla Spółki w oparciu o nasz nowy scenariusz wzrostu cen uprawnień CO_2, co obniża strumień EBITDA 2021-22 średnio o 4,5%.

Cena bieżąca	5,60 PLN
Cena docelowa	-

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**zawieszona**		**2020-12-08**
poprzednia	zawieszona		2020-06-23

Podstawowe dane			**ENA PW**	**vs. WIG**
Ticker	ENA PW	Zmiana 1M	+13,8%	+0,3%
ISIN	PLENEA000013	Zmiana YTD	-29,2%	-25,3%
Liczba akcji (mln)	441,4	Średni obrót 1M	2,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 472,1	Średni obrót 6M	3,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	8 763,2	EV/EBITDA 12M fwd	3,5	-15,8%
Free float	48,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,1	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	12 673	16 401	17 701	16 421	17 197
EBITDA	2 348	3 410	3 378	3 404	3 248
marża EBITDA	18,5%	20,8%	19,1%	20,7%	18,9%
EBIT	1 037	1 857	1 257	1 793	1 648
Zysk netto	686	423	166	1 221	1 118
P/E	3,6	5,8	14,8	2,0	2,2
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
EV/EBITDA	3,8	2,8	2,6	2,3	2,2
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,55
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	9,9%
Zmiana prognoz			**2020P**	**2021P**	**2022P**
EBITDA			+7,1%	-4,1%	-4,8%
Zysk netto			-84,4%	-3,6%	-5,0%
Energia (PLN/MWh)			-0,0%	+5,9%	+17,5%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)			+37,2%	+66,7%	+59,9%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
EBITDA skor.	**2 413**	**3 285**	**3 296**	**3 404**	**3 248**
EBITDA	2 348	3 410	3 378	3 404	3 248
wytwarzanie	869	1 594	1 517	1 385	1 293
wydobycie	470	771	404	627	627
dystrybucja	1 111	1 090	1 319	1 230	1 162
obrót	-76	23	79	139	140
pozostałe	-12	-43	60	23	26
Saldo finansowe	**-168**	**-985**	**-892**	**-192**	**-176**
Produkcja energii TWh	**26,5**	**25,9**	**23,0**	**23,0**	**23,0**
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	4,0	7,0	7,0
WRA w mld PLN	**8,0**	**8,4**	**8,6**	**8,9**	**9,2**
zwrot na WRA (EBIT)	7,2%	5,9%	8,1%	6,7%	5,7%

Bilans i CF

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
CF operacyjny	**2 435**	**2 145**	**3 651**	**3 195**	**3 210**
CFO/EBITDA	104%	63%	108%	94%	99%
Capex	**1 979**	**2 077**	**2 336**	**2 035**	**1 901**
Kapitał obrotowy	605	1 586	1 721	1 597	1 672
Kapitał własny	14 097	14 456	15 085	16 289	17 164
Dług netto	**5 566**	**6 137**	**5 251**	**4 299**	**3 410**
Dług netto/EBITDA (x)	2,4	1,8	1,6	1,3	1,0

mBank Biuro maklerskie

Energa

zawieszona (podtrzymana)

Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02 kamil.kliszcz@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. Na razie prezentujemy jeszcze zaktualizowane szacunki po zaaplikowaniu nowych ścieżek cen energii, CO_2, zielonych certyfikatów i opublikowanych przez URE wyższej stopy wolnej od ryzyka dla dystrybucji do taryfy na 2021.

Cena bieżąca	7,80 PLN
Cena docelowa	-

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**zawieszona**		**2020-12-08**
poprzednia	zawieszona		2020-06-03

Podstawowe dane			**ENG PW**	**vs. WIG**
Ticker	ENG PW	Zmiana 1M	-6,3%	-19,7%
ISIN	PLENERG00022	Zmiana YTD	+10,1%	+14,0%
Liczba akcji (mln)	414,1	Średni obrót 1M	2,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 227,7	Średni obrót 6M	1,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	9 833,3	EV/EBITDA 12M fwd	4,8	+10,2%
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	12 197	11 827	12 251
EBITDA	1 877	2 039	2 047	2 088	2 053
marża EBITDA	18,2%	16,8%	16,8%	17,7%	16,8%
EBIT	1 176	459	523	914	871
Zysk netto	739	-952	-531	486	452
P/E	4,4	-	-	6,6	7,1
P/BV	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA	4,1	4,6	4,8	4,6	4,7
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,18
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,3%

Zmiana prognoz	**2020P**	**2021P**	**2022P**
EBITDA	+8,7%	-0,6%	-2,3%
Zysk netto	-	+19,0%	+9,3%
Energia (PLN/MWh)	-0,0%	+5,9%	+17,5%
Węgiel (PLN/t)	0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)	+37,2%	+66,7%	+59,9%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
EBITDA skor.	**2 039**	**2 164**	**1 962**	**2 088**	**2 054**
EBITDA	1 877	2 039	2 047	2 088	2 054
wytwarzanie konw./CHP	137	29	-39	-23	-10
OZE	191	233	211	234	263
dystrybucja	1 704	1 648	1 766	1 727	1 654
obrót	-85	182	162	207	203
pozostałe	-70	-53	-54	-55	-56
Saldo finansowe	**-223**	**-1 218**	**-938**	**-314**	**-312**
Produkcja energii TWh	**3,9**	**3,5**	**2,9**	**3,0**	**3,0**
w tym OZE	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6
Wolumen obrotu TWh	**19,8**	**19,7**	**18,6**	**19,3**	**19,5**
dynamika r/r	-4,1%	-0,5%	-5,5%	4,0%	0,8%
marża obrotu PLN/MWh	3,9	15,6	8,7	10,7	10,4
WRA w mld PLN	**12,2**	**12,6**	**13,0**	**13,3**	**13,6**
zwrot na WRA (EBIT)	7,7%	6,4%	7,1%	5,8%	5,0%

Bilans i CF

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
CF operacyjny	**1 859**	**1 253**	**1 874**	**2 018**	**1 896**
CFO/EBITDA	99%	61%	92%	97%	92%
Capex	**1 638**	**1 675**	**1 730**	**1 492**	**1 461**
Kapitał obrotowy	1 499	1 443	1 446	1 402	1 453
Kapitał własny	10 295	9 253	8 992	9 478	9 858
Dług netto	**4 457**	**6 161**	**6 648**	**6 436**	**6 386**
Dług netto/EBITDA (x)	2,4	3,0	3,2	3,1	3,1

PGE

zawieszona (podtrzymana)

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

W tym roku kurs PGE notuje rekordowe amplitudy, zdążył zaliczyć historyczne minimum, a następnie 100% odbicie, po czym nastroje inwestorów znów się istotnie pogorszyły. Oczywiście kluczową kwestią jest temat zapowiedzianej transformacji sektora i oczyszczenia profilu inwestycyjnego. Teoretycznie pojawiło się już sporo sygnałów uwiarygadniających ten scenariusz (deklaracje ministrów, strategia PGE, zamknięcie projektu Ostrołęka C, przejęcie projektu atomowego przez państwo), jednak im bardziej ten proces jest zaawansowany tym pojawia się większa świadomość jak bardzo będzie skomplikowany (wycena, finansowanie, decyzje korporacyjne, porozumienie społeczne, fundusze UE), a co za tym idzie rozłożony w czasie (bardziej konkretnych rozwiązań oczekujemy raczej w 2H'21). Dodatkową niepewność w przypadku PGE generuje kwestia roli spółki w konsolidacji branży na drugim etapie tych zmian. Rzetelna wycena w tych okolicznościach jest niemożliwa i dlatego nasza rekomendacja pozostaje zawieszona. Niemniej jednak aktualizujemy prognozy w oparciu o nowe ścieżki cenowe (energii, CO2) oraz bardzo konserwatywny guidance Zarządu z ostatniej konferencji. W efekcie obniżamy prognozy EBITDA'21-22 średnio o 16%, choć zapewne wyniki finansowe będą w najbliższych miesiącach będą miały marginalny wpływ na notowania. Jeśli chodzi o potencjalny wpływ separacji węgla, to przy założeniu ich sprzedaży za 2x EBITDA (właściwie przejęcie długu do takiej wysokości), implikowany przez bieżący kurs mnożnik „czystych" aktywów PGE to około 3,6x EV/EBITDA. Jest to więc ciekawa opcja na ten scenariusz, ale warunkiem koniecznym re-ratingu jest jasne sformułowanie przekazu do rynku kapitałowego, czego na pewno zabrakło przy publikacji strategii w październiku.

Cena bieżąca	5,77 PLN
Cena docelowa	-

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**zawieszona**		**2020-12-08**
poprzednia	zawieszona		2020-04-27

Podstawowe dane			**PGE PW**	**vs. WIG**
Ticker	PGE PW	Zmiana 1M	+12,5%	-1,0%
ISIN	PLPGER000010	Zmiana YTD	-27,6%	-23,6%
Liczba akcji (mln)	1 869,8	Średni obrót 1M	17,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	10 781,2	Średni obrót 6M	23,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	21 056,4	EV/EBITDA 12M fwd	3,6	-15,5%
Free float	42,6%	EV/EBITDA 5Y avg	4,2	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	25 946	37 627	44 460	43 623	46 455
EBITDA	6 375	7 141	5 935	6 977	6 883
marża EBITDA	24,6%	19,0%	13,3%	16,0%	14,8%
EBIT	2 482	-4 175	1 302	2 614	2 432
Zysk netto	1 498	-3 961	-84	1 670	1 547
P/E	7,2	-	-	6,5	7,0
P/BV	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2
EV/EBITDA	3,3	3,2	3,5	2,9	2,9
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,22
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,9%

Zmiana prognoz	**2020P**	**2021P**	**2022P**
EBITDA	-3,3%	-16,5%	-15,7%
Zysk netto	-	-41,7%	-39,4%
Energia (PLN/MWh)	-0,0%	+5,9%	+17,5%
Węgiel (PLN/t)	0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)	+37,2%	+66,7%	+59,9%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
EBITDA skor.	**6 973**	**6 711**	**6 267**	**6 977**	**6 883**
Energetyka konw.	2 262	2 698	2 128	1 975	2 094
Ciepłownictwo	982	926	860	1 169	987
OZE	463	519	589	772	828
Dystrybucja	2 503	2 340	2 269	2 315	2 232
Sprzedaż	494	256	642	688	680
Pozostałe	269	-28	-221	59	63
Saldo finansowe	**-290**	**-528**	**-1 083**	**-431**	**-438**
Produkcja energii TWh	**65,9**	**58,3**	**58,5**	**65,0**	**66,7**
w tym OZE	2,1	2,7	3,0	3,1	3,4
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	14,7	15,7	15,4
WRA w mld PLN	**16,4**	**16,9**	**17,6**	**18,2**	**18,7**
zwrot na WRA (EBIT)	7,8%	6,5%	5,8%	5,8%	5,1%

Bilans i CF

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
CF operacyjny	**5 102**	**6 820**	**8 966**	**7 518**	**7 880**
CFO/EBITDA	73%	102%	143%	108%	114%
Capex	**6 393**	**6 907**	**6 808**	**6 260**	**6 483**
Kapitał obrotowy	5 290	7 818	7 231	7 165	7 589
Kapitał własny	46 727	42 289	42 746	44 437	45 566
Dług netto	**9 427**	**10 995**	**9 379**	**8 532**	**7 989**
Dług netto/EBITDA (x)	1,5	1,5	1,6	1,2	1,2

mBank Biuro maklerskie

Polenergia

kupuj (bez zmian)

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

Ogłoszone wezwanie wsparło notowania Polenergii, ale naszym zdaniem zaproponowana cena istotnie odbiega od fair value, które niezmiennie szacujemy na 62,99 PLN/akcję. Spółka jest idealnie spozycjonowana na średnioterminowe trendy regulacyjne w sektorze, jak zaostrzenie 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 aktywem są też koncesje offshore, aczkolwiek uwolnienie tego potencjału (NPV pierwszego etapu szacujemy na 0,77 mld PLN) wymagać będzie pozyskania dodatkowego finansowania equity. 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 dyskontem do grupy porównawczej).

Cena bieżąca	50,20 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	62,99 PLN	+25,5%

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

Podstawowe dane			**PEP PW**	**vs. WIG**
Ticker	PEP PW	Zmiana 1M	-0,8%	-14,3%
ISIN	PLPLSEP00013	Zmiana YTD	+86,6%	+90,5%
Liczba akcji (mln)	45,4	Średni obrót 1M	0,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 281,3	Średni obrót 6M	0,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	2 841,0	EV/EBITDA 12M fwd	13,9	+94,8%
Free float	32,4%	EV/EBITDA 5Y avg	7,2	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	670,2	20,9	21,6	21,1	21,6
P/BV	1,9	1,8	1,6	1,5	1,4
EV/EBITDA	16,0	10,6	10,3	10,7	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%
CO2 (EUR/t)	0,0%	0,0%	0,0%

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**

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

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
CO2 (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%

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 (podtrzymana)

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

Tauron okazał się w tym roku głównym beneficjentem zapowiedzianej transformacji, a kurs Spółki zniwelował tylko część wzrostów z letniej euforii. Wynika to z przekonania, że Spółka w ramach separacji części węglowej pozbędzie się ogromnego balastu wraz z długiem. Rynek ma również nadzieję na restrukturyzację segmentu wydobycia (przekazanie kopalni do SRK) oraz sprzedaż Tauron Ciepło. Naszym zdaniem te procesy będą jednak rozciągnięte w czasie i nadzieje na tzw. „easy gains" mogą okazać się płonne. Niezmiennie uważamy, że przenoszenie aktywów węglowych do NABE będzie musiało być oparte na kryterium zdolności obsługi wnoszonego aportem długu, co oznacza że w tym procesie Tauron pozbędzie się relatywnie mało zobowiązań. W tym scenariuszu nowo powstała czysta spółka będzie miała ograniczone możliwości rozwojowe i dywidendowe (DN/EBITDA szacujemy na 3,6x). Implikowana wycena tego nowego podmiotu to obecnie około 4,7x EV/EBITDA'21-22, co wygląda zdecydowanie mniej atrakcyjnie na tle Enei (2,7x) czy PGE (3,6x). Oczywiście w pozytywnym scenariuszu transformacji, podobnie jak w pozostałych spółkach można liczyć na uwolnienie znacznej wartości i potencjalny re-rating, ale powyższe ćwiczenie wskazuje, że w Tauronie ten potencjał po ostatnich wzrostach jest już relatywnie mniejszy. Na razie pozostawiamy Spółkę bez rekomendacji, ale aktualizujemy nasze prognozy finansowe uwzględniając nowe założenia dla rynku energii (ceny energii, CO_2) oraz regulacje w dystrybucji (podwyższony przez URE poziom stopy wolnej od ryzyka w przyszłorocznej taryfie).

Cena bieżąca	2,17 PLN
Cena docelowa	-

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**zawieszona**		**2020-12-08**
poprzednia	zawieszona		2020-05-05

Podstawowe dane			**TPE PW**	**vs. WIG**
Ticker	TPE PW	Zmiana 1M	+14,7%	+1,2%
ISIN	PLTAURN00011	Zmiana YTD	+32,4%	+36,4%
Liczba akcji (mln)	1 752,5	Średni obrót 1M	7,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 806,5	Średni obrót 6M	17,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	18 462,5	EV/EBITDA 12M fwd	4,5	-2,6%
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	20 870	20 266	21 283
EBITDA	3 492	3 597	4 098	3 728	3 839
marża EBITDA	19,3%	17,5%	19,6%	18,4%	18,0%
EBIT	791	295	1 952	1 547	1 621
Zysk netto	205	-11	190	1 000	1 058
P/E	18,6	-	20,0	3,8	3,6
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	4,0	4,9	4,5	5,0	4,7
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			+15,7%	-3,5%	-6,5%
Zysk netto			-71,2%	-17,0%	-12,3%
Energia (PLN/MWh)			-0,0%	+5,9%	+17,5%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)			+37,2%	+66,7%	+59,9%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
EBITDA skor.	**3 476**	**3 352**	**3 625**	**3 668**	**3 839**
EBITDA	3 492	3 597	4 098	3 728	3 839
wytwarzanie	731	984	467	903	813
wydobycie	-90	-500	-200	-153	103
dystrybucja	2 466	2 606	3 045	2 523	2 464
obrót	372	429	766	456	463
pozostałe	13	81	21	0	-4
Saldo finansowe	**-286**	**-311**	**-351**	**-312**	**-315**
Produkcja energii TWh	**16,2**	**13,9**	**11,6**	**15,0**	**15,0**
w tym OZE	1,0	1,4	1,8	1,8	1,8
Wolumen obrotu TWh	**34,5**	**33,7**	**32,1**	**32,6**	**33,1**
dynamika r/r	-1,2%	-2,3%	-4,8%	1,5%	1,5%
marża obrotu PLN/MWh	10,8	11,6	13,0	14,0	14,0
WRA w mld PLN	**16,9**	**17,5**	**18,0**	**18,4**	**18,9**
zwrot na WRA (EBIT)	8,2%	8,2%	10,5%	7,1%	6,3%

Bilans i CF

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
CF operacyjny	**2 223**	**2 036**	**3 687**	**3 400**	**3 717**
CFO/EBITDA	64%	57%	90%	91%	97%
Capex	**3 742**	**4 035**	**4 015**	**3 206**	**2 846**
Kapitał obrotowy	817	1 370	1 394	1 353	1 421
Kapitał własny	18 296	18 192	18 383	19 382	20 440
Dług netto	**10 140**	**13 076**	**13 565**	**14 484**	**13 734**
Dług netto/EBITDA (x)	2,5	3,1	2,8	3,4	3,1

mBank Biuro maklerskie

Telekomunikacja

Cyfrowy Polsat

trzymaj (podtrzymana)

Paweł Szpigiel +48 22 438 24 06 pawel.szpigiel@mbank.pl

Wyniki Cyfrowego Polsatu, pomimo panującej pandemii COVID-19, są w 2020 r. stabilne R/R, co jest rezultatem cięć kosztowych (zwłaszcza w zakresie kosztów kontentu) oraz dość szybkiego odbicia rynku reklamy TV. Aktualizujemy nasz model finansowy, obecnie spodziewamy się że spółka wygeneruje FCFE'20 rzędu 1,35 mld PLN (bez częstotliwości i przejęcia Interii), co implikuje Yield na poziomie 7,6%. W otoczeniu niskich stóp procentowych powinno interpretowane pozytywnie przez rynek. Spółka ogłosiła także przegląd opcji strategicznych. Sądzimy, że sprzedaż mniejszościowego pakietu spółki wieżowej (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 wież podchodzimy pozytywnie i powinien on wspierać sentyment do CPS w krótkim terminie). Z drugiej strony, spółka jest notowana na mało atrakcyjnym naszym zdaniem wskaźniku EV/EBITDA'20 = 7,2x, a dodatkowo nie wyróżnia się wysokim poziomem dywidendy na tle peer grupy. Dodatkowym ryzykiem jest także zawieszenie postępowania aukcyjnego dot. częstotliwości 5G. Nie możemy wykluczyć, że warunki w kolejnej aukcji nie pogorszą się. Podtrzymujemy neutralne podejście do spółki. Po aktualizacji, poziom ceny docelowej podnosimy do 27,90 PLN (na podniesienie duży wpływ miał wzrost wskaźników dla peer grupy).

Cena bieżąca	27,84 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	27,90 PLN	+0,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**trzymaj**	**27,90 PLN**	**2020-12-08**
poprzednia	trzymaj	26,30 PLN	2020-09-02

Podstawowe dane			**CPS PW**	**vs. WIG**
Ticker	CPS PW	Zmiana 1M	+3,3%	-10,2%
ISIN	PLCFRPT00013	Zmiana YTD	+0,9%	+4,8%
Liczba akcji (mln)	639,5	Średni obrót 1M	16,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	17 804,9	Średni obrót 6M	13,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	29 970,4	EV/EBITDA 12M fwd	6,9	+3,4%
Free float	33,5%	EV/EBITDA 5Y avg	6,7	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	10 686	11 676	11 839	12 149	12 411
EBITDA	3 698	4 197	4 154	4 318	4 405
marża EBITDA	34,6%	35,9%	35,1%	35,5%	35,5%
EBIT	1 727	1 967	1 872	2 044	2 136
Zysk netto	834	1 101	1 222	1 490	1 549
P/E	21,4	16,2	14,6	11,9	11,5
P/BV	1,3	1,3	1,2	1,2	1,1
EV/EBITDA	7,7	7,3	7,2	6,9	6,8
DPS	0,00	0,93	0,35	1,58	1,27
DYield	0,0%	3,3%	1,3%	5,7%	4,5%
Zmiana prognoz			**2020P**	**2021P**	**2022P**
Przychody			+0,9%	+1,7%	+1,7%
EBITDA			+2,2%	+0,6%	+0,4%
EBIT			+4,9%	-3,4%	-7,5%
Zysk netto			+7,8%	+1,3%	-4,6%
CAPEX			-22,6%	+44,1%	+0,9%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Liczba RGUs pospaid*	**16,91**	**17,43**	**17,93**	**18,04**	**18,09**
w tym Pay TV	5,10	5,01	5,00	5,01	5,01
w tym mobile	7,35	7,83	8,48	8,58	8,63
Przychody	**10 686**	**11 676**	**11 839**	**12 149**	**12 411**
zmiana	0	9,3%	1,4%	2,6%	2,2%
EBIT	**1 727**	**1 967**	**1 872**	**2 044**	**2 136**
marża	16,2%	16,8%	15,8%	16,8%	17,2%
EBITDA	**3 698**	**4 197**	**4 154**	**4 318**	**4 405**
marża	34,6%	35,9%	35,1%	35,5%	35,5%
Koszty finansowe	-387	-466	-416	-269	-294
Inne	-34	-34	72	87	93
Zysk brutto	**1 306**	**1 468**	**1 528**	**1 862**	**1 935**
Podatek	-490	-353	-290	-354	-368
Zyski mniejszości	-18	14	16	18	19
Zysk netto	**834**	**1 101**	**1 222**	**1 490**	**1 549**

Bilans i CF

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
CF operacyjny	**2 915**	**3 087**	**3 197**	**3 283**	**3 425**
CFO/EBITDA	79%	74%	77%	76%	78%
Capex	**-928**	**-1 232**	**-1 845**	**-1 884**	**-2 324**
Aktywa ogółem	30 697	32 590	33 652	34 243	35 080
Kapitał własny	13 227	13 811	14 809	15 288	16 027
Dług netto ex. MSSF16	**10 092**	**10 792**	**10 081**	**9 963**	**9 966**
Dług netto/EBITDA ex. MSSF16	2,7	2,9	2,7	2,6	2,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	5,4	6,1	5,3	3,5	3,1	2,8
Maksimum	61,8	73,6	43,1	21,1	12,4	12,5
Mediana	13,7	13,6	11,6	6,7	6,4	6,2
waga	0%	0%	0%	33%	33%	33%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Przychody	11 839	12 149	12 411	12 595	12 766	12 937	13 112	13 292	13 473	13 647	13 647
EBITDA ex. MSSF16	3 679	3 843	3 930	3 999	4 036	4 068	4 096	4 125	4 152	4 171	4 171
marża EBITDA	31,1%	31,6%	31,7%	31,8%	31,6%	31,4%	31,2%	31,0%	30,8%	30,6%	30,6%
Amortyzacja	1 807	1 799	1 794	1 743	1 691	1 639	1 586	1 531	1 480	1 450	1 450
EBIT	1 872	2 044	2 136	2 256	2 345	2 429	2 511	2 594	2 672	2 721	2 721
Podatek	356	388	406	429	446	461	477	493	508	517	517
NOPLAT	1 516	1 655	1 730	1 828	1 899	1 967	2 034	2 101	2 165	2 204	2 204
CAPEX	-1 845	-1 884	-2 324	-2 659	-1 664	-1 387	-1 974	-1 404	-1 423	-1 439	-1 439
Kapitał obrotowy	-264	-293	-231	-202	-190	-193	-196	-199	-202	-203	-203
FCF	1 214	1 277	970	710	1 737	2 027	1 449	2 029	2 020	2 012	2 012
PV FCF	1 211	1 194	849	582	1 335	1 458	975	1 276	1 186	1 101	
WACC	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,8%	6,9%	6,9%	7,0%	7,1%	7,2%	7,2%
Dług netto / EV	36,4%	36,2%	36,2%	37,0%	35,6%	33,5%	32,9%	30,7%	28,4%	26,1%	26,1%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	26 636
Dług netto ex. MSSF16	10 792
Inne korekty	978
Wycena DCF na akcję (PLN)	26,30

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	26,15
DCF	50%	26,30
Cena wynikowa		26,23
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		**27,90**

*dotyczy tylko Cyfrowego Polsatu (bez Netii)

Netia

trzymaj (podtrzymana)

Paweł Szpigiel +48 22 438 24 06 pawel.szpigiel@mbank.pl

Notowania Netii znajdują się obecnie na podobnym poziomie co rok temu. Po wynikach 3Q'20 nie zmieniamy prognoz finansowych, aktualizujemy natomiast wycen (głównie w zakresie wskaźników dla spółek porównywalnych). Nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 4,70 PLN. Tym samym podtrzymujemy neutralne nastawienie do Netii. 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. Część rynku może także zakładać wezwanie na akcje ze strony Cyfrowego Polsatu. Z drugiej strony sądzimy, że spółka ma niższe szanse na wzrost niż podmioty narażone na ryzyko COVID-19.

Cena bieżąca	4,50 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	4,70 PLN	+4,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**trzymaj**	**4,70 PLN**	**2020-12-08**
poprzednia	trzymaj	4,40 PLN	2020-08-04

Podstawowe dane			**NET PW**	**vs. WIG**
Ticker	NET PW	Zmiana 1M	-1,5%	-15,0%
ISIN	PLNETIA00014	Zmiana YTD	+1,8%	+5,7%
Liczba akcji (mln)	337,0	Średni obrót 1M	0,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 516,7	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	2 025,0	EV/EBITDA 12M fwd	4,7	-4,8%
Free float	33,0%	EV/EBITDA 5Y avg	4,9	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	1 373	1 297	1 280	1 278	1 290
EBITDA	356	457	439	439	436
marża EBITDA	25,9%	35,2%	34,3%	34,3%	33,8%
EBIT	76	71	77	85	88
Zysk netto	65	48	52	58	60
P/E	23,4	31,9	29,0	26,2	25,2
P/BV	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA	4,8	4,4	4,6	4,4	4,1
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Zmiana prognoz	**2020P**	**2021P**	**2022P**
Przychody	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX	0,0%	0,0%	0,0%

*zmiana prognoz z pominięciem MSSF16

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
klienci linie głosowe (tys.)	937	886	843	805	770
ARPU głos wł. infras. (PLN)	25,3	23,2	22,4	22,0	22,2
ARPU głos WLR + LLU (PLN)	38,3	35,1	34,4	34,4	34,7
klienci broadband (tys.)	608	582	580	588	605
ARPU broadband (PLN)	56,3	56,0	56,6	57,4	58,6
Przychody	**1 373**	**1 297**	**1 280**	**1 278**	**1 290**
bezpośrednie usługi głos.	350	293	265	246	233
transmisja danych	581	566	566	576	594
rozl. międzyop. i hurt.	236	211	214	216	218
inne	207	226	235	241	245
Koszty sprzedaży	275	256	247	250	254
Koszty ogól. 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**

Bilans i CF

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
CF operacyjny	**380**	**448**	**426**	**421**	**421**
CFO/EBITDA	-	125%	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%

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. MSS	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	106	118	107	96	86	77	69	62	830	
WACC	7,3%	7,5%	7,8%	7,9%	7,9%	7,8%	7,8%	7,7%	7,6%	7,5%	7,5%
Dług netto / EV	25,1%	21,1%	15,4%	12,8%	13,7%	14,9%	16,2%	17,7%	20,1%	22,2%	22,2%
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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 542
Dług netto ex. MSSF16	240
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	3,86

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	4,97
DCF	50%	3,86
Cena wynikowa		4,42
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		**4,70**

mBank Biuro maklerskie

Orange Polska

kupuj (podtrzymana)

Paweł Szpigiel +48 22 438 24 06 pawel.szpigiel@mbank.pl

Podtrzymujemy pozytywne podejście do Orange Polska. Po drobnych korektach naszego modelu finansowego po wynikach 3Q'20 (+ przesunięcie o rok CAPEXU na pasmo 5G), nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 8,20PLN. Głównymi argumentami za inwestycją w OPL 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 = 4,7x. Ponadto, liczymy że wezwanie na Orange Belgium przez francuską spółkę matkę, jak i wezwanie Iliad na akcje Play po 39,00 PLN za walor, uwidoczni niską wycenę Orange Polska oraz wzmocni popytu na akcje OPL. De facto, jeśli przyjąćby, 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.

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	6,52 PLN	
Cena docelowa	8,20 PLN	+25,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**8,20 PLN**	**2020-12-08**
poprzednia	kupuj	8,30 PLN	2020-07-30

Podstawowe dane			**OPL PW**	**vs. WIG**
Ticker	OPL PW	Zmiana 1M	+1,1%	-12,4%
ISIN	PLTLKPL00017	Zmiana YTD	-8,4%	-4,5%
Liczba akcji (mln)	1 312,0	Średni obrót 1M	13,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	8 554,2	Średni obrót 6M	11,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	16 078,9	EV/EBITDA 12M fwd	4,9	+3,9%
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	11 374	11 564	11 807
EBITDA	2 889	3 165	3 397	3 546	3 707
marża EBITDA	26,1%	27,8%	29,9%	30,7%	31,4%
EBIT	345	417	492	686	896
Zysk netto	10	91	142	296	457
P/E	855,4	93,7	60,4	28,9	18,7
P/BV	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA	5,4	5,3	4,7	4,6	4,4
DPS	0,00	0,00	0,00	0,25	0,25
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	3,8%	3,8%

Zmiana prognoz	**2020P**	**2021P**	**2022P**
Przychody	-1,3%	-1,5%	-0,8%
EBITDA	-1,0%	-2,6%	-2,8%
EBIT	-17,0%	-17,9%	-14,9%
Zysk netto	-41,9%	-34,9%	-26,6%
CAPEX	-25,7%	+32,6%	-2,1%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
klienci konwergentni (tys.)	1 547	1 697	1 809	1 910	2 007
łącza szerokopasmowe (tys	2 560	2 607	2 686	2 728	2 778
Przychody	**11 087**	**11 406**	**11 374**	**11 564**	**11 807**
telefonia komórkowa	2 726	2 598	2 534	2 545	2 554
telefonia stacjonarna	2 441	2 192	2 115	2 021	1 925
pozostałe	5 920	6 616	6 725	6 998	7 328
Koszty	**7 980**	**8 092**	**7 894**	**7 970**	**8 076**
koszty pracownicze	-1 577	-1 490	-1 331	-1 325	-1 301
usługi obce	-6 200	-6 417	-6 413	-6 493	-6 619
poz. przychody i koszty	-203	-185	-150	-153	-156
Sprzedaż aktywów	192	271	70	120	150
Pozostałe	-490	-596	-644	-665	-672
EBITDAaL	**-**	**2 718**	**2 836**	**2 929**	**3 059**
marża	-	23,8%	24,9%	25,3%	25,9%
Zysk netto	**10**	**74**	**142**	**296**	**457**

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

Bilans i CF

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
CF operacyjny	**1 812**	**2 776**	**2 568**	**2 550**	**2 619**
CFO/EBITDAaL	-	102%	91%	87%	86%
Capex	**2 282**	**2 140**	**2 068**	**2 525**	**2 913**
Aktywa ogółem	23 295	24 340	24 405	24 362	24 462
Kapitał własny	10 494	10 566	10 708	10 675	10 804
Dług netto	**-**	**8 163**	**7 523**	**7 586**	**7 908**
Dług netto/EBITDA (x)	-	2,5	2,2	2,1	2,1

Analiza porównawcza

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

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Przychody	11 374	11 564	11 807	11 962	12 136	12 312	12 512	12 665	12 871	13 055	13 055
EBITDA ex. IFRS16	2 970	3 114	3 275	3 324	3 296	3 331	3 409	3 440	3 504	3 542	3 542
marża EBITDA	26,1%	26,9%	27,7%	27,8%	27,2%	27,1%	27,2%	27,2%	27,2%	27,1%	27,1%
Amortyzacja	2 477	2 428	2 379	2 332	2 262	2 194	2 128	2 086	2 044	2 003	2 003
EBIT	492	686	896	992	1 034	1 137	1 281	1 355	1 461	1 539	1 539
Podatek	94	130	170	189	196	216	243	257	278	292	292
NOPLAT	399	556	725	804	838	921	1 038	1 098	1 183	1 246	1 246
CAPEX -zysk. z nier.	-1 998	-2 405	-2 763	-1 737	-1 834	-1 860	-1 859	-1 851	-2 320	-2 319	-2 319
Kapitał obrotowy	19	-54	-66	-67	-67	-67	-66	-66	-61	-61	-61
FCF	898	524	275	1 331	1 198	1 188	1 241	1 265	846	870	870
PV FCF	888	485	238	1 080	909	843	822	782	488	468	
WACC	6,9%	6,8%	6,8%	6,9%	6,9%	7,0%	7,1%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
Dług netto / EV	34,7%	35,0%	36,3%	34,6%	33,4%	32,2%	30,4%	28,3%	27,9%	27,4%	27,4%
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%

*korekta nakładów inwestycyjnych o zyski ze sprzedaży nieruchomości

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	16 942
Dług netto ex. MSSF16	6 182
Inne korekty	2
Wycena DCF na akcję (PLN)	8,20

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	7,21
DCF	50%	8,20
Cena wynikowa		7,70
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		**8,20**

Media

Agora

akumuluj (podwyższona)

Paweł Szpigiel +48 22 438 24 06 pawel.szpigiel@mbank.pl

Agora należy do grupy spółek narażonych na skutki pandemii COVID-19 w stopniu bardzo dużym. Dzięki szybkim cięciom kosztów oraz niespodziewanym odbiciu na rynku reklamy, spółka wygeneruje naszym zdaniem wyższy wynik EBITDA niż oczekiwaliśmy pierwotnie. Z drugiej strony druga fala pandemii będzie mieć zdecydowanie negatywny efekt na wyniki 2021 r. Stąd korygujemy estymację EBITDA'21 dla segmentu Film i Książka z 54,1 mln PLN do 7,4 mln PLN i przyjmujemy nieco wolniejszy powrót wyników segmentu do stanu sprzed pandemii (obecnie zakładamy go w 2023 r.). Podkreślamy także, że spółka jest obecnie notowana na wskaźniku EV/EBITDA'21 = 9,1x. A jej profil dywidendowy uległ drastycznej zmianie w ciągu roku. Niemniej jednak, notowania Agory uległy korekcie o blisko 33% YTD, a spółce udało się pozyskać we wrześniu'20 dodatkowe finansowanie do 100 mln PLN (+do 40 mln PLN dla grupy Helios). Nasz model finansowy aktualizujemy po wynikach 3Q'20 i nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 7,60 PLN, co implikuje 9% potencjału wzrostowego. Stąd, podwyższamy rekomendację do akumuluj. Jednocześnie wskazujemy, że nasze prognozy mogą być obarczone dużym błędem, a Agorą należy postrzegać jako spółkę o podwyższonym ryzyku inwestycyjnym.

Cena bieżąca	6,96 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	7,60 PLN	+9,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**akumuluj**	**7,60 PLN**	**2020-12-08**
poprzednia	trzymaj	8,60 PLN	2020-06-03

Podstawowe dane			**AGO PW**	**vs. WIG**
Ticker	AGO PW	Zmiana 1M	+46,5%	+33,0%
ISIN	PLAGORA00067	Zmiana YTD	-33,1%	-29,2%
Liczba akcji (mln)	46,6	Średni obrót 1M		0,2 mln PLN
MC (mln PLN)	324,2	Średni obrót 6M		0,1 mln PLN
EV (mln PLN)	1 095,8	EV/EBITDA 12M fwd	7,1	+30,7%
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	783	875	1 074
EBITDA	84	183	69	123	168
marża EBITDA	7,4%	14,6%	8,9%	14,1%	15,6%
EBIT	0	25	-98	-43	3
Zysk netto	5	4	-120	-65	-20
P/E	70,9	91,6	-	-	-
P/BV	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	3,8	5,6	15,8	9,1	6,7
DPS	0,50	0,50	0,00	0,00	0,00
DYield	7,2%	7,2%	0,0%	0,0%	0,0%

Zmiana prognoz	**2020P**	**2021P**	**2022P**
Przychody	-12,2%	-19,0%	-9,9%
EBITDA	+24,9%	-16,1%	-9,9%
EBIT	-	-	-84,2%
Zysk netto	-	-	-
CAPEX	+35,1%	+18,5%	+18,1%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
rozpowsz. GW (tys.)	106	98	64	63	62
sprzed. bilety do kin (mln)	12,4	14,0	3,5	5,8	10,4
ATP (PLN)	19,1	18,5	18,5	18,5	19,1
RPH (PLN)	7,3	7,9	7,9	8,1	8,3
Przychody	**1 141**	**1 250**	**783**	**875**	**1 074**
prasa i druk	286	255	191	191	191
film i książka	419	522	209	256	398
reklama zewnętrzna	172	184	108	138	172
internet	178	209	208	222	233
radio	116	113	86	96	112
druk	-	-	-	-	-
wyłączenia	-29	-33	-19	-28	-33
EBITDA ex. MSSF16	**86**	**104**	**-9**	**45**	**89**
marża	7,6%	8,4%	-1,1%	5,1%	8,3%
Zysk netto	**5,1**	**3,5**	**-120,0**	**-64,5**	**-20,2**

Bilans i CF

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
CF operacyjny	**81**	**131**	**-26**	**29**	**81**
CFO/EBITDA ex. MSSF16	94%	126%	-	64%	91%
Capex	**-84**	**-111**	**-54**	**-57**	**-78**
Aktywa ogółem	1 400	1 992	1 809	1 779	1 819
Kapitał własny	975	931	827	779	775
Dług netto ex. MSSF16	**-23**	**157**	**237**	**264**	**261**
Dług netto/EBITDA ex.MSSF16	-0,3	1,5	-	5,9	2,9

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	21,3	17,6	10,0	5,5	6,9	6,7
Maksimum	42,5	107,9	31,0	74,7	77,2	25,4
Mediana	40,6	28,3	20,3	14,7	11,8	9,8
waga	0%	0%	0%	33%	33%	33%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Przychody	783	875	1 074	1 247	1 301	1 344	1 384	1 425	1 463	1 499	1 529
EBITDA ex MSSF16	-9	45	89	125	127	131	133	135	137	138	141
marża EBITDA	-1,1%	5,1%	8,3%	10,0%	9,8%	9,7%	9,6%	9,5%	9,4%	9,2%	9,2%
Amortyzacja	89	88	86	85	84	85	86	86	86	86	88
EBIT	-98	-43	3	40	43	46	47	49	51	52	53
Podatek	0	0	1	8	8	9	9	9	10	10	10
NOPLAT	-98	-43	3	32	35	37	38	40	41	42	43
CAPEX	-54	-57	-78	-92	-88	-81	-82	-83	-85	-86	-88
Kapitał obrotowy	-9	-6	2	1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
FCF	-72	-18	13	26	30	40	41	41	41	41	42
PV FCF	-72	-16	11	21	23	28	26	25	23	21	
WACC	7,4%	7,2%	7,2%	7,3%	7,5%	7,7%	8,0%	8,2%	8,3%	8,4%	8,4%
Dług netto / EV	42,5%	45,2%	44,9%	43,1%	40,8%	36,9%	32,2%	30,3%	28,3%	26,1%	26,1%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,3
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	417
Dług netto ex. MSSF16	157
Inne korekty	112
Wycena DCF na akcję (PLN)	7,09

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	20%	6,96
DCF	80%	7,09
Cena wynikowa		7,06
Koszt kapitału 9M		7,6%
Cena docelowa za 9M		**7,60**

mBank Biuro maklerskie

Wirtualna Polska

akumuluj (podwyższona)

Paweł Szpigiel +48 22 438 24 06 pawel.szpigiel@mbank.pl

Dynamiczne odrodzenie się rynku reklamowego w czasie trwającej pandemii COVID-19 wraz z szybkimi cięciami kosztów przeprowadzonymi w trakcie 2Q'20 przełożyły się na wysokie wyniki części mediowej Wirtualnej Polski. To główny element zaskoczenia vs. nasze stare prognozy: zakładaliśmy niewielki spadek R/R gotówkowej EBITDA online z mediów w całym 2020 r., a obecnie uważamy że spółka wygeneruje na poziomie 185 mln PLN, co oznacza blisko 22% wzrostu. Bardzo słabe wynik części e-commerce są z kolei zgodne z naszymi wcześniejszymi oczekiwaniami. Spółka zanotuje w 2020 r. spadek EBITDA o ok. 70%, z/w na słabość biznesów turystycznych i Domodi. Uważamy jednak, że spółka istotnie poprawi wyniki finansowe w 2021 r. z/w na odrodzenie w biznesach turystycznych (przy czym powrót do formy z 2019 r. nastąpi dopiero w 2022 r.). Obecnie szacujemy wynik EBITDA'21 na 251,3 mln PLN, tj. +20% powyżej konsensusu rynkowego na poziomie 210,0 mln PLN. Wirtualna Polska jest notowana na EV/EBITDA'21 = 10,6x, tj. z wyraźnym dyskontem do peer grupy (14,4x). Uważamy, że dyskonto jest zasadne z/w na źródło wzrostu przychodów: CAGR 19-21 w WPL = 0,2% vs. 16,2% peer grupa. Mimo wszystko poprawa wyników finansowych, dobra kondycja biznesu reklamowego oraz wysoki udział cenionego przez inwestorów e-commerce w wynikach WPL powinny wspierać notowania spółki. Zmieniamy zalecenie inwestycyjne z redukuj do akumuluj. Nowa cena docelowa to 93,00 PLN.

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	82,00 PLN	
Cena docelowa	93,00 PLN	+13,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**akumuluj**	**93,00 PLN**	**2020-12-08**
poprzednia	redukuj	63,10 PLN	2020-04-20

Podstawowe dane			**WPL PW**	**vs. WIG**
Ticker	WPL PW	Zmiana 1M	+9,6%	-3,9%
ISIN	PLWRTPL00027	Zmiana YTD	+17,5%	+21,4%
Liczba akcji (mln)	29,7	Średni obrót 1M		0,5 mln PLN
MC (mln PLN)	2 431,4	Średni obrót 6M		0,6 mln PLN
EV (mln PLN)	2 735,8	EV/EBITDA 12M fwd	11,9	+15,5%
Free float	53,0%	EV/EBITDA 5Y avg	10,3	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	567	709	594	712	781
EBITDA	163	209	195	251	270
marża EBITDA	28,7%	29,5%	32,9%	35,3%	34,6%
EBIT	107	130	119	177	194
Zysk netto	74	69	80	129	146
P/E	32,9	35,2	30,6	18,9	16,7
P/BV	5,2	4,7	4,3	3,7	3,3
EV/EBITDA	16,8	13,3	14,0	10,6	9,6
DPS	0,96	1,00	1,00	1,00	2,19
DYield	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	2,7%
Zmiana prognoz			**2020P**	**2021P**	**2022P**
Przychody			+0,2%	-2,4%	-3,9%
EBITDA			+15,8%	+14,8%	+11,2%
EBIT			+29,9%	+24,5%	+18,6%
Zysk netto			+36,7%	+27,6%	+20,2%
CAPEX			+17,5%	+8,7%	+1,7%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	**567**	**709**	**594**	**712**	**781**
gotówkowe	526	665	551	664	729
barterowe	24,6	23,2	21,2	23,4	24,5
Koszty	**460**	**579**	**475**	**535**	**587**
amortyzacja	55,6	69,0	67,9	66,1	67,5
zużycie mater. i energii	6,2	6,3	6,6	6,9	7,1
wynagrodzenia	165	200	194	204	213
pozostałe	233	304	207	258	299
EBITDA	**163**	**208**	**195**	**251**	**270**
marża	28,7%	29,3%	32,9%	35,3%	34,6%
EBITDA skorygowana	**178**	**223**	**205**	**251**	**270**
marża	31,4%	31,5%	34,5%	35,3%	34,6%
EBIT	**107**	**130**	**119**	**177**	**194**
marża	18,9%	18,3%	20,0%	24,8%	24,9%
Zysk netto	**73,9**	**69,0**	**79,5**	**128,5**	**145,8**

Bilans i CF

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
CF operacyjny	**156**	**179**	**168**	**207**	**219**
CFO/EBITDA	96%	86%	86%	82%	81%
Capex	**-43**	**-58**	**-60**	**-67**	**-70**
Aktywa ogółem	1 063	1 145	1 167	1 175	1 203
Kapitał własny	468	513	563	662	743
Dług netto	**299**	**334**	**292**	**227**	**164**
Dług netto/EBITDA (x)	1,8	1,6	1,5	0,9	0,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	15,0	14,0	12,5	10,1	8,8	7,5
Maksimum	63,0	53,8	38,4	37,6	29,1	20,6
Mediana	32,6	26,7	22,3	17,2	14,4	12,0
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Przychody	594	712	781	843	898	945	987	1 026	1 065	1 103	1 125
EBITDA ex.MSSF16	187	243	262	276	292	306	315	323	330	336	343
marża	31,4%	34,1%	33,5%	32,8%	32,6%	32,4%	31,9%	31,5%	31,0%	30,5%	0
Amortyzacja	68	66	67	72	76	79	82	86	89	92	94
EBIT	119	177	194	204	216	227	233	237	241	244	249
Podatek	23	34	37	39	41	43	44	45	46	46	47
NOPLAT	96	143	157	165	175	184	189	192	195	198	202
CAPEX	-60	-67	-70	-74	-77	-80	-83	-86	-89	-92	-94
Kapitał obrotowy	4	-4	-7	-6	-6	-5	-4	-4	-4	-4	-4
FCF	108	138	147	157	168	178	184	188	191	194	198
PV FCF	108	127	125	123	122	119	113	107	100	94	
WACC	8,0%	8,1%	8,3%	8,3%	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Dług netto / EV	9,9%	6,7%	4,1%	3,4%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	2 634
Skor. dług netto ex.MSSF16	329
Inne korekty	12
Wycena DCF na akcję (PLN)	77,32

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	108,04
DCF	67%	77,32
Cena wynikowa		87,46
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		**93,00**

IT

Prognozy i pozycjonowanie spółek IT (mln PLN)

Spółka	MCap	EV	Dług netto	DN/ EBITDA	Przychody			EBITDA			EBIT			Zysk netto		
					2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Ailleron	111	98	-13,0	-0,8	141	148	160	12,4	17,1	19,2	4,0	8,8	10,9	0,5	6,2	8,0
Asseco BS	1 156	1 184	28,1	0,2	274	282	296	112,2	115,1	119,8	87,7	89,2	92,9	73,4	73,5	77,0
Asseco PL	5 544	8 858	704,3	0,4	10 667	11 973	12 492	1 611,6	1 869,0	1 950,9	976,2	1 183,6	1 248,9	322,4	363,1	396,5
Asseco SEE	2 045	1 953	-93,5	-0,4	881	1 024	1 157	175,7	219,4	242,3	110,0	143,1	161,3	90,9	115,4	131,3
Atende	126	132	1,6	0,1	295	213	230	28,1	21,3	22,6	20,0	13,3	14,5	12,1	9,7	10,7
Comarch	1 594	1 499	-114,0	-0,5	1 437	1 531	1 620	228,3	233,8	237,5	143,4	147,0	149,6	104,8	94,7	106,8
Sygnity	193	261	68,5	1,3	235	235	243	37,4	54,4	54,5	29,4	38,4	39,0	15,9	25,5	28,2

Spółka	Pozycjonowanie		Cena docelowa	Cena bieżąca	Zmiana m/m	P/E			EV/EBITDA			EV/Sales			PEG Ratio	
	aktualne	zmiana				2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2020	2021
Ailleron	N	-	-	8,96	+23,1%	-	17,8	13,9	8,7	5,7	4,6	0,8	0,7	0,6	0,1	0,0
Asseco BS	N	-	-	34,60	+5,5%	15,7	15,7	15,0	10,7	10,3	9,8	4,4	4,2	4,0	6,5	6,2
Asseco PL	OW	-	80,70	66,80	+0,5%	17,2	15,3	14,0	5,5	4,7	4,5	0,8	0,7	0,7	1,4	1,3
Asseco SEE	OW	-	-	39,40	-5,1%	22,5	17,7	15,6	11,5	8,9	7,9	2,3	1,9	1,6	0,9	0,8
Atende	OW	-	-	3,48	+18,4%	10,4	13,0	11,8	5,2	6,2	5,6	0,5	0,6	0,6	-2,2	-1,9
Comarch	OW	-	247,60	196,00	-2,0%	15,2	16,8	14,9	6,8	6,4	6,1	1,1	1,0	0,9	18,1	16,1
Sygnity	OW	-	10,70	8,46	+8,5%	12,1	7,6	6,8	7,7	4,8	4,2	1,2	1,1	0,9	0,2	0,2
Mediana						**15,5**	**15,7**	**14,0**	**7,7**	**6,2**	**5,6**	**1,1**	**1,0**	**0,9**	**0,9**	**0,8**

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

Ailleron (równoważ)

Ailleron wykazał istotną poprawę wyników za 9M'20 (EBITDA + 24% R/R. Nie należy tego jednak oceniać jako sukces, gdyż 2019 r. był bardzo słabym okresem dla Ailleronu. Spółka ma szansę na wzrost kursu, jeśli wykaże rentowność kluczowego segmentu Fintech, co jeszcze nie nastąpiło (-1,6 mln PLN straty na linii EBIT w ciągu 9M'20). Słabość Fintech jest szczęśliwie dla Ailleronu mitygowana przez dobre wyniki segmentu Enterprise Solutions, gdzie księgowane są z kolei wyniki działalności outsourcingowej. Dodatkowo, spodziewamy się poprawy wyników w 4Q'20. Jednak przy wycenie P/E'20 = 17,8x uważamy, że spółka musi uwiarygodnić się w oczach inwestorów zanim jej walory zyskają na wartości. Podtrzymujemy neutralne podejście do spółki.

Asseco Business Solutions (równoważ)

Asseco Business Solutions jest notowane na P/E'21 = 15,0x, a wyniki spółki wykazały mało imponujący wzrost w ciągu 9M'20 (tylko 4%). W dodatku 4Q'19 stanowi wysoką bazę do pobicia i zakładamy, że wynik netto w tym okresie może być gorszy R/R. Stąd, uważamy że waloru spółki nie mają obecnie potencjału do wzrostu. Jesteśmy neutralnie nastawieni do spółki. Dużym atutem spółki jest dość wysoki DYield'21 (4,6%).

Asseco South Eastern Europe (przeważaj)

Notowania naszego top picka na 2019 r. – Asseco South Eastern Europe wzrosły w ciągu roku o >60 %, wyraźnie wyżej niż szeroki indeks, pomimo pandemii COVID-19. Mamy pozytywne zalecenie na spółkę od wydania naszego komentarza specjalnego w lis'18. ASE w tym czasie wzrosło o >280%! Obecnie spółka jest wyceniania na P/E'21 = 15,6x, jednak po korekcie o gotówkę netto wskaźnik jest na poziomie 14,6x, co jest na poziome mediany spółek IT. Stąd, uważamy że potencjał do wzrostów jest obecnie nieduży. DYield generowany przez Asseco wynosi ok.2%, tempo wzrostu wyników powinno spaść R/R w 2021 r. Niemniej jednak Asseco SEE zaskakuje od kilkunastu kwartałów dobrymi wynikami, stąd utrzymujemy pozytywne podejście do spółki.

Atende (przeważaj)

Podtrzymujemy pozytywne podejście do Atende. Spółka zaraportowała dobre wyniki za 3Q'20. Wynik EBITDA był na poziomie 6,0 mln PLN i był >50% wyższy R.R. Pozytywne zeskoczenie przyszło ze strony spółki matki, dobrze wypadło też Atende Software w obszarze TMT. Przychody z usług w modelu abonamentowym wzrosły o 11% R/R. Stąd, patrząc na istotną poprawę wyników za 9M'20 R/R, podwyższyliśmy pod koniec listopada'20 naszą prognozę zysku netto do 9,7 mln PLN. Tym samym ATD jest notowane na P/E'21 = 11,8x, z dyskontem do mediany polskich IT. Kluczowym argumentem wspierającym sentyment będzie wysoka dywidenda, której się spodziewamy (0,25 PLN implikuje DYield = 6,3%, co w otoczeniu niskich stóp procentowych powinno przyciągnąć uwagę inwestorów).

mBank Biuro maklerskie

Allegro

sprzedaj (bez zmian)

Paweł Szpigiel +48 22 438 24 06 pawel.szpigiel@mbank.pl

Allegro.pl jest najpopularniejszą w Polsce platformą e-commerce z 40% udziałem w rynku (2020P). Przez ostatnie lata Allegro przekształciło się z witryny aukcyjnej C2C na marketplace 3P z bardzo szeroką bazą ofert (164,2 mln PLN na 1H'20), dużą liczbą kupujących (12,3 mln) i sprzedawców (117 tys.). Jednak, z/w na wzrost notowań od debiutu (+58% do dziś) Allegro jest notowane na EV/EBITDA'22=33,9x oraz P/E'22=56,8x. Wysokie premie do hegemonów światowego e-commerce czyli Amazona i Alibaby są nieuzasadnione z/w na (1) niższy poziom wzrostu EBITDA Allegro oraz (2) niskie bariery wejścia na rynek, co jest typowe dla „light-asset" 3P marketplace, którym Allegro jest obecnie. Dodatkowo, (3) zaawansowanie logistyczne, (4) bogate systemy lojalnościowe i (5) międzynarodowa obecność czynią konkurentów Allegro bardziej atrakcyjnymi typami inwestycyjnymi. Mamy negatywne nastawienie do Allegro. Nasza cena docelowa implikuje 29,5% potencjału spadku. Kluczowym elementem ryzyka dla Allegro jest konkurencja. W scenariuszu bazowym zakładamy wejście Amazona do Polski do końca przyszłego roku. Odpowiedzią Allegro będzie lojalizacja bazy kupujących poprzez program SMART!, co spowoduje spadek marży EBITDA (z 51,6% w 2019 r. do 40,0% w 2023 r.) i szerokie inwestycje we własną logistykę. To główna różnica naszego postrzegania spółki vs. konsensus rynkowy.

Cena bieżąca	74,45 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	54,00 PLN	-27,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	**sprzedaj**	**54,00 PLN**	**2020-11-18**

Podstawowe dane			**ALE PW**	**vs. WIG**
Ticker	ALE PW	Zmiana 1M	-19,2%	-32,7%
ISIN	LU2237380790	Zmiana YTD	-	-
Liczba akcji (mln)	1 023,3	Średni obrót 1M	214,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	76 181,4	Średni obrót 6M	473,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	80 511,4	EV/EBITDA 12M fwd	39,0	-3,6%
Free float	30,2%	EV/EBITDA 5Y avg	40,5	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	1 978	2 592	3 877	4 663	5 775
EBITDA	1 098	1 325	1 609	1 997	2 305
marża EBITDA	55,5%	51,1%	41,5%	42,8%	39,9%
EBIT	676	886	1 119	1 503	1 800
Zysk netto	272	393	515	1 079	1 341
P/E	280,1	193,8	147,8	70,6	56,8
P/BV	9,3	12,2	9,7	8,5	7,3
EV/EBITDA	73,0	62,0	50,0	39,8	33,9
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Zmiana prognoz	**2020P**	**2021P**	**2022P**
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
GMV (mld PLN)	**18,2**	**22,8**	**34,2**	**40,1**	**48,4**
Przychody	**1 978**	**2 592**	**3 877**	**4 663**	**5 775**
Marketplace	1 609	2 100	3 129	3 692	4 539
Reklama	162	207	309	364	448
Porownywanie cen	124	146	196	220	256
1P	63	115	219	361	506
Inne	21	25	25	25	26
EBITDA Skorygowana	**1 115**	**1 338**	**1 760**	**2 037**	**2 415**
marża	56,4%	51,6%	45,4%	43,7%	41,8%
Amortyzacja	422	439	490	494	505
EBIT	**676**	**886**	**1 119**	**1 503**	**1 800**
marża	34,2%	34,2%	28,9%	32,2%	31,2%
Dział. finansowa i inne	316	373	467	154	124
Podatek	-88	-120	-137	-270	-335
Zysk netto	**272**	**393**	**515**	**1079**	**1341**

Bilans i CF

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
CF operacyjny	**919**	**1 247**	**1 469**	**1 717**	**2 039**
CFO/EBITDA	82%	93%	83%	84%	84%
Capex	**-117**	**-143**	**-250**	**-450**	**-600**
Aktywa ogółem	14 762	14 278	15 245	15 469	16 070
Kapitał własny	9 057	6 670	8 316	9 426	10 867
Dług netto	**3 939**	**6 019**	**4 317**	**3 250**	**1 987**
Dług netto/EBITDA (x)	3,5	4,5	2,5	1,6	0,8

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	14,2	13,2	11,8	9,7	9,3	8,5
Maksimum	967,8	440,0	177,8	234,4	178,8	95,0
Mediana	51,4	39,8	31,3	27,4	21,5	16,8
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
Przychody	4 663	5 775	7 080	8 626	10 385	12 093	13 738	15 238	16 808	18 452	19 190
EBITDA	1 997	2 305	2 745	3 352	4 092	4 758	5 382	5 949	6 555	7 204	7 493
marża EBITDA	42,8%	39,9%	38,8%	38,9%	39,4%	39,3%	39,2%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%
Amortyzacja	494	505	529	547	556	622	744	869	994	1 173	1 220
EBIT	1 503	1 800	2 216	2 805	3 536	4 137	4 637	5 080	5 560	6 031	6 273
Podatek	286	342	421	533	672	786	881	965	1 056	1 146	1 192
NOPLAT	1 217	1 458	1 795	2 272	2 864	3 351	3 756	4 115	4 504	4 885	5 081
CAPEX	-450	-600	-566	-518	-623	-726	-824	-914	-1 008	-1 107	-1 151
Kapitał obrotowy	-50	-40	-46	-53	-59	-73	-66	-51	-50	-48	-49
FCF	1 211	1 322	1 712	2 249	2 738	3 174	3 611	4 019	4 440	4 904	5 100
PV FCF	1 107	1 116	1 332	1 612	1 809	1 933	2 027	2 079	2 117	2 155	
WACC	8,3%	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Dług netto / EV	4,5%	2,8%	0,4%	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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	4,0%
Zdyskontowana wartość FCF	49 805
Dług netto MSSF16	4 317
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	61,35

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	40,09
DCF	50%	61,35
cena wynikowa		50,77
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		**54,00**

Asseco Poland

kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigiel +48 22 438 24 06 pawel.szpigiel@mbank.pl

Notowania Asseco Poland o >20% w ciągu ostatniego roku. Podtrzymujemy pozytywne podejście, a nasza cena docelowa implikuje 26% potencjału wzrostowego. Asseco Poland wykazało w 2020 r. istotną poprawę na linii netto, która jest dla nas najważniejsze z/w na wyjątkowo rozbudowaną strukturę kapitałową grupy. Zysk netto w 9M'20 wyniósł 268 mln PLN i był wyższy R/R o blisko 13%. Sądzimy, że Asseco nie będzie mieć problemów z wygenerowaniem zakładanego przez nas zysku = 363 mln PLN w całym roku. Większa liczba zamówień z ZUS oraz intensyfikacja współpracy z Cyfrowym Polsatem mają wymierne efekty w wynikach Asseco. Kolejnym argumentem wspierającym kurs jest powrót spółki do WIG20 oraz wysoka dywidenda (DYield = 4,6% przy założeniu płaskiej dywidendy R/R, naszym zdaniem są szanse na wypłatę dywidendy, jeśli Asseco nie zrealizuje zapowiadanych przejęć w najbliższych miesiącach). Spółka jest więc wyceniona obecnie na P/E'20 = 15,3x, poniżej mediany dla spółek porównywalnych.

Cena bieżąca	66,80 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	80,70 PLN	+20,8%

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

Podstawowe dane			**ACP PW**	**vs. WIG**
Ticker	ACP PW	Zmiana 1M	+0,5%	-13,0%
ISIN	PLSOFTB00016	Zmiana YTD	+10,2%	+14,1%
Liczba akcji (mln)	83,0	Średni obrót 1M	7,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	5 544,4	Średni obrót 6M	4,8 mln PLN	
		P/E 12M fwd	13,1	+2,6%
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	16,6	17,2	15,3	14,0	13,1
P/BV	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9
P/S	0,59	0,52	0,46	0,44	0,43
DPS	3,01	3,07	3,07	3,07	3,07
DYield	4,5%	4,6%	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

	P/E		
	20P	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	282	296	320	337	353	368	382	395	407	418	427
EBITDA	115	120	128	134	139	144	148	151	154	157	160
NOPLAT	72	75	81	84	87	90	92	94	95	96	98
FCF	70	72	76	80	83	85	87	89	91	92	94
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	1 024	1 157	1 247	1 324	1 394	1 461	1 527	1 592	1 657	1 723	1 740
EBITDA	219	242	264	280	294	308	321	335	348	361	365
NOPLAT	116	131	143	152	159	167	174	181	188	195	197
FCF	106	121	140	152	162	172	178	184	189	194	196
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**

mBank Biuro maklerskie

Comarch

kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigiel +48 22 438 24 06 pawel.szpigiel@mbank.pl

Comarch zawiódł nas wynikami za 3Q'20. Wynik EBITDA (po oczyszczeniu bazy z 3Q'19 o rozwiązanie rezerwy na ZUS) był stabilny R/R. Brak wzrostu to efekt niskiej dynamiki przychodów – wyraźnie zabrakło kontraktacji w obszarze TMT. Pomimo tego oczyszczony wzrost wyników na linii EBITDA szacujemy na ok. +12%, co jest dość dobrym wynikiem jak na okres obarczony COVID-19. Ponadto, Zarząd jasno wskazał, że większe przychody w TMT inwestorzy zaobserwują już od 4Q'20. Stąd, 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 = 6,4x i 16,8x na P/E'20. Wskazujemy także, że Comarch w ostatnich tygodniach poinformował o kilku kontraktach międzynarodowych, co wzmocni jego pozycję na rynku globalnym. Zwłaszcza umowa z Vodafone w Nowej Zelandii na 300 mln PLN jest naszym zdaniem bardzo dobrą referencją.

Cena bieżąca	196,00 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	247,60 PLN	+26,3%

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

Podstawowe dane			**CMR PW**	**vs. WIG**
Ticker	CMR PW	Zmiana 1M	-2,0%	-15,5%
ISIN	PLCOMAR00012	Zmiana YTD	+5,7%	+9,6%
Liczba akcji (mln)	8,1	Średni obrót 1M	0,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 594,1	Średni obrót 6M	0,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 498,8	EV/EBITDA 12M fwd	5,9	-19,5%
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	52,1	15,2	16,8	14,9	14,9
P/BV	1,8	1,6	1,5	1,4	1,3
EV/EBITDA	10,9	6,8	6,4	6,1	5,9
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**

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%

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%

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

Sygnity 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 14-16%. Stąd, nawet biorąc pod uwagę niechlubną historię finansową spółki i inne ryzyka, uważamy że walory spółki mają wysoki potencjał wzrostu. Sygnity jest notowane na atrakcyjnych poziomach EV/EBITDA'19/20 i P/E'19/20 = 4,8x oraz 7,6x odpowiednio.

Cena bieżąca	8,46 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	10,70 PLN	+26,5%

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

Podstawowe dane			**SGN PW**	**vs. WIG**
Ticker	SGN PW	Zmiana 1M	+8,5%	-5,0%
ISIN	PLCMPLD00016	Zmiana YTD	+233,1%	+237,0%
Liczba akcji (mln)	22,8	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	192,5	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	261,0	EV/EBITDA 12M fwd	4,1	+16,9%
Free float	100,0%	EV/EBITDA 5Y avg	3,5	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	-	12,1	7,6	6,8	6,7
P/BV	5,8	2,9	2,1	1,6	1,3
EV/EBITDA		7,7	4,8	4,2	3,6
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			**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**

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%

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%	

Podsumowanie DCF

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

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	15%	14,42
DCF	85%	9,21
cena wynikowa		9,99
koszt kapitału 9M		7,1%
cena docelowa za 9M		**10,70**

mBank Biuro maklerskie

Gaming

11 bit studios

trzymaj (bez zmian)

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

Spółka może zaliczyć rok 2020 do udanych. Pomimo braku istotnych premier, wyniki finansowe są lepsze r/r po 9M'20 czego zasługą jest bardzo dobra monetyzacja obecnego portfela gier własnych oraz portfolio wydawniczego. Zgodnie z zapowiedziami spółki w 2021 roku ilość premier będzie ograniczona do mobilnej wersji Frostpunk i ewentualnie jednego projektu wydawniczego. Duże projekty własne 11B oraz projekty wydawnicze będą potrzebowały więcej czasu na produkcję. Niemniej spółka planuje zwiększenie aktywności promocyjnej związanej z nowymi grami. Zgodnie z zapowiedziami zarządu dodatkowe informacje o kolejnych produkcjach własnych (Projekt 8, Projekt „Eleanor", Projekt „Dolly") powinny zostać opublikowane na przełomie 1Q/2Q, prawdopodobnie przy okazji prezentacji wyników finansowych za 2020 rok. Przekazanie dodatkowych informacji może wspierać zachowanie się kursu spółki, który powoli może dyskontować sukces kolejnych produkcji własnych.

Cena bieżąca	487,00 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	493,00 PLN	+1,2%

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

Podstawowe dane			**11B PW**	**vs. WIG**
Ticker	11B PW	Zmiana 1M	-2,5%	-16,0%
ISIN	PL11BTS00015	Zmiana YTD	+21,8%	+25,7%
Liczba akcji (mln)	2,4	Średni obrót 1M	3,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 186,9	Średni obrót 6M	4,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 092,8	EV/EBITDA 12M fwd	33,1	+113,1%
Free float	79,4%	EV/EBITDA 5Y avg	15,5	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	22,4	57,0	30,6	48,7	9,8
P/BV	12,4	9,9	7,5	6,5	3,9
EV/EBITDA	20,8	36,8	20,4	29,6	6,5
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Zmiana prognoz	**2020P**	**2021P**	**2022P**
EBITDA	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto	0,0%	0,0%	0,0%
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 inw.	**-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	0,44326	0,206912	0,275947	-0,12888	0,610048
FCF Yield	0,021077	0,005794	0,013663	-0,00436	0,086924

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%

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
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%

Podsumowanie DCF

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

trzymaj (obniżona)

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

Kurs CD Projekt jest blisko szczytów, co ma bezpośredni związek z wysokimi oczekiwaniami dotyczącymi premiery Cyberpunk 2077. W 2020 roku CD Projekt udowodnił, że gry z bardzo dobrą rozgrywką mogą się odnotowywać wysoką sprzedaż nawet 5 lat po premierze. Zwiększone zainteresowanie grami podczas pandemii COVID-19 oraz wydanie serialu Wiedźmin przełożyły się na bardzo dobrą sprzedaż gry Wiedźmin 3: Dziki Gon w 2020 roku. Niemniej, najważniejszym wydarzeniem dla spółki będzie premiera gry Cyberpunk 2077. Zainteresowanie grą jest rekordowe, co obrazowało ponad 22 mln wyświetleń najnowszego zwiastuna gry na oficjalnym kanale w ciągu 3 dni. Wynik ten stawia Cyberpunk 2077 w szeregu z innymi najbardziej oczekiwanymi produkcjami. Wysokie zainteresowanie grą potwierdza zajmowana pierwsza pozycja na Steam Global Top Sellers. Zgodnie z naszymi szacunkami sprzedaż Cyberpunk 2077 wyniesie 15 mln sztuk w 2020 roku oraz około 20 mln sztuk w 2021 roku. Oczekujemy, ze CD Projekt wyda pierwszy dodatek do gry w 2021 roku. Jednocześnie spółka będzie pracowała nad wersją online gry oraz nad grą mobilną The Witcher: Monster Slayer. Nie wykluczamy, ze spółka poinformuje o kolejnych produkcjach podczas prezentowania nowej strategii w 2021 roku. Po ostatnich wzrostach zrealizował się potencjał wynikający z naszej rekomendacji, w związku z czym obniżamy zalecenie inwestycyjne do trzymaj.

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	425,10 PLN	
Cena docelowa	445,10 PLN	+4,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**trzymaj**	**445,10 PLN**	**2020-12-08**
poprzednia	akumuluj	421,60 PLN	2020-11-05

Podstawowe dane			**CDR PW**	**vs. WIG**
Ticker	CDR PW	Zmiana 1M	+11,0%	-2,5%
ISIN	PLOPTTC00011	Zmiana YTD	+52,1%	+56,0%
Liczba akcji (mln)	100,8	Średni obrót 1M	208,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	42 837,3	Średni obrót 6M	170,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	40 670,4	EV/EBITDA 12M fwd	19,2	-21,4%
Free float	70,1%	EV/EBITDA 5Y avg	24,5	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	363	521	2 702	2 825	1 791
EBITDA	117	188	1 835	2 217	1 388
marża EBITDA	32,3%	36,1%	67,9%	78,5%	77,5%
EBIT	112	180	1 826	2 208	1 379
Zysk netto	109	175	1 690	2 049	1 286
P/E	-	-	25,3	20,9	33,3
P/BV	40,7	37,0	15,3	9,5	9,0
EV/EBITDA	343,1	214,3	22,2	17,6	27,9
DPS	0,00	1,05	0,00	3,36	0,00
DYield	0,0%	0,2%	0,0%	0,8%	0,0%

Zmiana prognoz	**2020P**	**2021P**	**2022P**
EBITDA	+41,0%	-6,6%	0,0%
Zysk netto	+41,1%	-6,6%	+0,1%
W3 (S)	-	-	-
Gwint (S)	0,0%	0,0%	0,0%
C2077 (S)	+40,0%	-6,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Prod. Gier (S)	228	369	2 508	2 642	1 598
Prod. Gier (EBIT)	114	177	1 815	2 202	1 370
Prod. Gier (marża)	49,8%	47,9%	72,4%	83,3%	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**	**2 052**	**2 258**	**1 330**
Amortyzacja	5	8	9	9	9
Kapitał obrotowy	46	-128	64	-1	9
Przepływy inw.	**-105**	**-174**	**-253**	**-170**	**-182**
CAPEX	-15	-92	-17	-11	-12
Nakłady na produkcję	**-98**	**-165**	**-189**	**-159**	**-170**
FCF	40	-180	1 794	2 089	1 149
FCF/EBITDA	86%	86%	80%	87%	85%
CFO/EBITDA	99%	93%	93%	92%	93%

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	2 075	2 510	1 423
Produkcja w toku	243	386	329	275	404
Środki pieniężne	104	49	1 852	3 614	3 753
Dług netto	-659	-461	-2 146	-3 907	-4 046
Dług netto/EBITDA (x)	-5,1	-2,1	-1,0	-1,6	-2,8

Analiza porównawcza

	P/E 12M fwd 4Y avg	EV/EBIT 12M fwd 4Y avg
Minimum	17,2	6,6
Maksimum	21,8	12,9
Mediana	20,6	11,0
waga	50%	50%

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.)	15 000	20 046	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	2 702	2 825	1 791	4 252	2 801	6 338	2 345	2 612	3 240	1 193	1 193
EBITDA	2 078	2 430	1 429	3 764	2 374	5 732	1 920	2 164	2 750	791	791
marża EBITDA	76,9%	86,0%	79,8%	88,5%	84,7%	90,4%	81,9%	82,8%	84,9%	66,2%	66,2%
EBIT	1 826	2 208	1 379	3 504	2 219	5 472	1 830	1 803	2 739	779	779
Podatek	142	170	107	270	172	421	143	141	213	63	63
CAPEX	-207	-170	-182	-196	-206	-207	-213	-220	-227	-235	-235
Kapitał obrotowy	64	-1	9	-21	12	-30	34	-2	-5	18	18
FCF	1 794	2 089	1 149	3 278	2 009	5 074	1 598	1 800	2 304	510	2 161
PV FCF	1 698	1 823	924	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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	5,5%
Zdyskontowana wartość FCF	32 724
Dług netto	-461
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	475,20

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	361,50
DCF	50%	475,20
cena wynikowa		418,40
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		**445,10**

mBank Biuro maklerskie

PlayWay

trzymaj (podtrzymana)

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

Najbardziej udanymi premierami gier z Grupy Playway w 2020 roku były Tank Mechanic Simulator, Drug Dealer Simulator i Barn Finders. Gros tytułów o największej wishlist zapowiedzianych na 4Q'20 zostanie prawdopodobnie przeniesionych na 1H'21. Możliwe, że w 4Q'20 premierę będzie miało Lust From Beyond (około 130 tys. wishlist) od Movie Games. Wśród najbardziej oczekiwanych gier, które będą miały premierę w 1H'21 wymienić Builders of Egypt (226 tys. wishlist), Mr. Prepper (198 tys. wishlist), Bum Simulator (175 tys. wishlist), Succubus (144 tys. wishlist), Occupy Mars (141 tys. wishlist). Zgodnie z ostatnim komentarzem prezesa spółki w 2021 roku powinna pojawić się kolejna odsłona najlepiej sprzedającej się gry z Grupy PlayWay – Car Mechanic Simulator, co będzie miało pozytywny wpływ na wyniki Grupy. Zwracamy uwagę na planowane debiuty spółek z Grupy PlayWay w 2Q/3Q'21, którym będą towarzyszyły premiery gier, mające obecnie wishlist z zakresu 60 tys. do 130 tys. W 2020 roku PlayWay konsekwentnie realizuje strategię jak najlepszej komercjalizacji posiadanych tytułów przez wydawanie ich na inne platformy (porty na konsole i na urządzenia mobilne). Oczekujemy, że powyższa tendencja będzie kontynuowana w 2021 roku, a udział konsol w sprzedaży wzrośnie r/r.

Cena bieżąca	599,00 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	590,00 PLN	-1,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**trzymaj**	**590,00 PLN**	**2020-12-08**
poprzednia	trzymaj	549,00 PLN	2020-10-02

Podstawowe dane			**PLW PW**	**vs. WIG**
Ticker	PLW PW	Zmiana 1M	+13,4%	-0,0%
ISIN	PLPLAYW00015	Zmiana YTD	+161,0%	+164,9%
Liczba akcji (mln)	6,6	Średni obrót 1M		5,2 mln PLN
MC (mln PLN)	3 953,4	Średni obrót 6M		4,7 mln PLN
EV (mln PLN)	3 814,5	EV/EBITDA 12M fwd	16,8	+38,2%
Free float	18,2%	EV/EBITDA 5Y avg	12,2	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	79	131	183	398	386
EBITDA	50	83	126	319	306
marża EBITDA	63,6%	63,5%	68,8%	80,1%	79,2%
EBIT	50	82	125	317	304
Zysk netto	47	87	191	195	183
P/E	84,1	45,5	20,7	20,3	21,6
P/BV	40,6	22,6	12,0	10,1	9,1
EV/EBITDA	77,9	46,7	30,3	11,8	12,2
DPS	2,38	3,22	9,46	20,24	20,69
DYield	0,4%	0,5%	1,6%	3,4%	3,5%

Zmiana prognoz	**2020P**	**2021P**	**2022P**
Przychody	+4,7%	+10,7%	+4,5%
EBITDA	+4,0%	+7,1%	-0,0%
Zysk netto	+82,0%	+7,2%	+0,0%
Sprzedaż PC	+3,9%	-1,9%	-0,1%
Sprzedaż konsole	+41,4%	+33,5%	+36,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Zapasy	17	24	25	28	31
Należności	7	14	19	41	40
Zobowiązania	1	3	4	8	8
Jednostki Stowarzyszone	22	46	147	147	147
Przepływy oper.	**36**	**43**	**68**	**175**	**181**
Amortyzacja	0	1	1	1	1
Kapitał obrotowy	-9	-28	-19	-21	-3
Przepływy inw.	**0**	**-2**	**34**	**-1**	**-1**
CAPEX	0	-1	-1	-1	-1
Przepływy fin.	**-13**	**-12**	**-22**	**-134**	**-137**
Emisje	2,16	10,994	46,17	0	0
Dywidenda/buyback	-16	-21	-62	-134	-137
FCF	26	37	80	172	178
FCF/EBITDA	51%	44%	63%	54%	58%
CFO/EBITDA	72%	52%	54%	55%	59%

Wskaźniki

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Koszty usług obcych	17	30	35	40	41
narzut na sprzedaż	22,2%	23,3%	19,2%	10,1%	10,6%
Koszty wynagrodzeń	9	14	16	17	18
narzut na sprzedaż	12,1%	10,5%	8,7%	4,2%	4,5%
Środki pieniężne	70	99	179	219	262
Dług netto	-69	-99	-177	-218	-261
Dług netto/EBITDA (x)	-1,4	-1,2	-1,4	-0,7	-0,9

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	9,5	10,1	11,1	5,4	4,8	4,3
Maksimum	216,7	208,6	189,1	27,6	35,5	21,7
Mediana	28,3	29,2	25,6	16,5	14,7	11,6
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Sprzedaż PC	147	306	297	317	316	336	373	392	404	415	0
Sprzedaż konsole	35	92	89	95	95	100	111	117	121	124	0
Udziałowcy mniejsz.	18	93	94	101	101	108	121	128	132	136	0
Przychody	183	398	386	412	411	437	484	509	525	539	552
EBITDA	126	319	306	328	326	348	391	413	426	437	448
marża EBITDA	69%	80%	79%	80%	79%	80%	81%	81%	81%	81%	81%
EBIT	125	317	304	327	325	347	390	411	424	435	446
Podatek	17	32	30	33	32	35	39	41	42	44	44
CAPEX	-1	-1	-1	-1	-1	-2	-2	-2	-2	-2	-2
Kapitał obrotowy	-19	-21	-3	-6	-4	-7	-10	-8	-8	-9	-9
FCF	80	172	178	188	188	199	222	236	243	249	256
PV FCF	77	154	147	143	132	128	132	129	123	116	-
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdyskontowana wartość FCF	3 271
Dług netto	-99
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	510,56

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	599,10
DCF	50%	510,60
cena wynikowa		554,85
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		**590,00**

Ten Square Games

kupuj (podwyższona)

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

Kurs spółki istotnie się obniżył w ostatnim miesiącu głównie ze względu na oczekiwanie spowolnienia dynamiki sprzedaży Fishing Clash w listopadzie (dane Sensor Tower sugerują ponad 10% spadku m/m). Jednocześnie zgodnie z danymi Sensor Tower sprzedaż Hunting Clash była płaska m/m oraz jest o około 97% wyższa niż sprzedaż Fishing Clash w analogicznym okresie (4 miesiąc po global launch). Zwracamy uwagę, że zgodnie ze strategią „smart growing" spółka ogranicza wydatki na marketing w najdroższych miesiącach (4Q) oraz zwiększa w okresach z tańszymi stawkami (1Q/2Q). Pomimo szacowanego nieznacznego spadku sprzedaży m/m oczekujemy istotnego wzrostu wyniku spółki r/r w 4Q'20 ze względu na ograniczenie nakładów na marketing q/q przy jednoczesnym utrzymaniu istotnej poprawy sprzedaży r/r. W kolejnych miesiącach oczekujemy kontynuacji wzrostu sprzedaży Hunting Clash. Zakładamy, ze gra może stać się istotnym źródłem dochodu dla spółki. Dywersyfikacja przychodów na dwa tytuły powinna pozytywnie wpłynąć na percepcję Ten Square Games przez inwestorów. Dodatkowo potencjalna transakcja M&A może pozwolić na przyśpieszenie wzrostu biznesu. Nieznacznie obniżyliśmy nasze oczekiwania dotyczące sprzedaży Fishing Clash w 4Q'20 oraz w 2021 roku. Naszym zdaniem Ten Square Games jest najciekawszą spółką z sektora pod względem potencjału wzrostu w 2021 roku.

Cena bieżąca	525,00 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	724,00 PLN	+37,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**724,00 PLN**	**2020-12-08**
poprzednia	akumuluj	722,00 PLN	2020-11-05

Podstawowe dane			**TEN PW**	**vs. WIG**
Ticker	TEN PW	Zmiana 1M	-20,0%	-33,5%
ISIN	PLTSQGM00016	Zmiana YTD	+170,3%	+174,2%
Liczba akcji (mln)	7,4	Średni obrót 1M	18,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 887,6	Średni obrót 6M	12,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 684,4	EV/EBITDA 12M fwd	12,6	-2,8%
Free float	49,9%	EV/EBITDA 5Y avg	13,0	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	115,3	241,1	604,6	784,0	876,4
EBITDA	45,0	85,7	204,0	299,5	322,8
marża EBITDA	39,1%	35,6%	33,7%	38,2%	36,8%
EBIT	44,3	84,6	201,3	296,0	318,9
Zysk netto	36,5	76,4	181,9	266,4	287,0
P/E	-	50,0	21,4	14,6	13,5
P/BV	90,8	41,4	15,3	10,1	8,2
EV/EBITDA	84,0	43,7	18,1	11,9	10,8
DPS	0,87	3,75	3,70	18,42	26,98
DYield	0,2%	0,7%	0,7%	3,5%	5,1%

Zmiana prognoz	**2020P**	**2021P**	**2022P**
Sprzedaż	-3,8%	-5,2%	-5,0%
EBITDA	-4,6%	-5,5%	-5,3%
Zysk netto	-4,6%	-5,5%	-5,3%
Sprzedaż (Fishing Clash)	-4,2%	-6,3%	-6,3%
Sprzedaż (pozostałe tytuły)	0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Sprzedaż (Fishing Clash)	89	207	545	640	685
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%	95,9%
Przepływy oper.	**41**	**66**	**159**	**258**	**285**
Amortyzacja	1	1	3	4	4
Kapitał obrotowy	-4	-12	-31	-12	-6
Przepływy inw.	**-2**	**-4**	**-4**	**-5**	**-6**
CAPEX	-2	-3	-4	-5	-6
Przepływy fin.	**-6**	**-27**	**-27**	**-136**	**-200**
Dywidenda/buyback	-6	-27	-27	-136	-200
FCF	31	62	149	253	279
FCF/EBITDA	69%	73%	73%	84%	86%
CFO/EBITDA	92%	77%	78%	86%	88%

Wskaźniki

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Koszty marketingu	24	65	167	176	200
narzut na sprzedaż	20,9%	26,8%	27,7%	22,4%	22,8%
Pozostałe koszty sprzedaży	35	72	184	246	283
narzut na sprzedaż	30,0%	30,1%	30,5%	31,3%	32,3%
Środki pieniężne	40	75	203	320	398
Dług netto	-40	-75	-203	-320	-398
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	7,0	6,3	6,7	3,4	3,7	3,6
Maksimum	35,1	35,8	40,0	54,6	31,5	26,1
Mediana	23,1	21,9	21,0	18,0	15,1	13,1
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Sprzedaż (Fishing Cla	545	640	685	719	755	793	714	642	578	520	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	605	784	876	1 006	1 082	1 139	1 080	1 031	992	959	987
EBITDA	204	299	323	372	392	400	368	341	319	300	309
marża EBITDA	33,7%	38,2%	36,8%	37,0%	36,3%	35,1%	34,1%	33,1%	32,2%	31,3%	31,3%
EBIT	201	296	319	368	387	395	363	337	315	295	304
Podatek	20	30	32	37	39	39	36	34	31	30	30
CAPEX	-4	-5	-6	-7	-7	-8	-7	-7	-7	-4	-4
Kapitał obrotowy	-31	-12	-6	-9	-5	-4	4	3	3	2	2
FCF	149	253	279	320	341	349	329	304	284	268	276
PV FCF	148	232	235	249	245	231	200	171	147	128	-
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

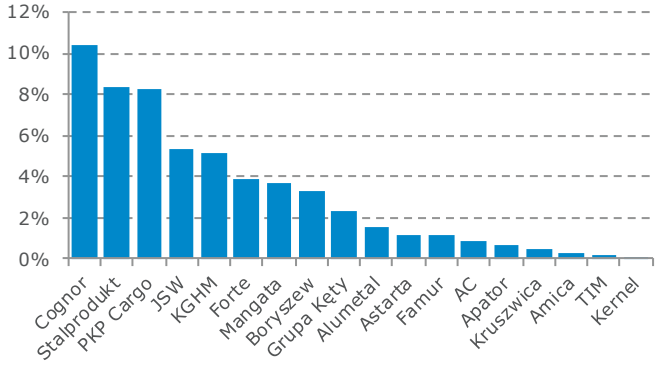
(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	3,0%
Zdyskontowana wartość FCF	4 381
Dług netto	-75
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	601,84

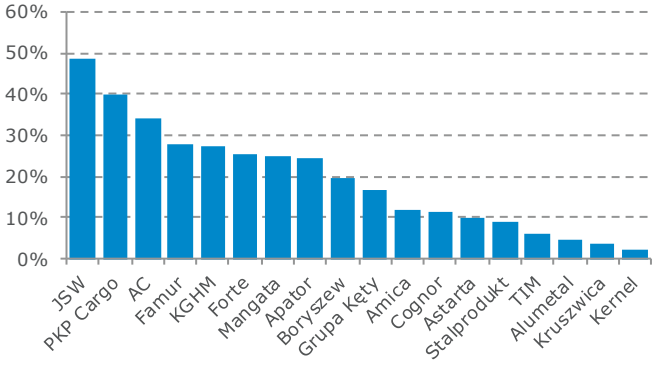
Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	758,50
DCF	50%	601,80
Cena wynikowa		680,15
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		**724,00**

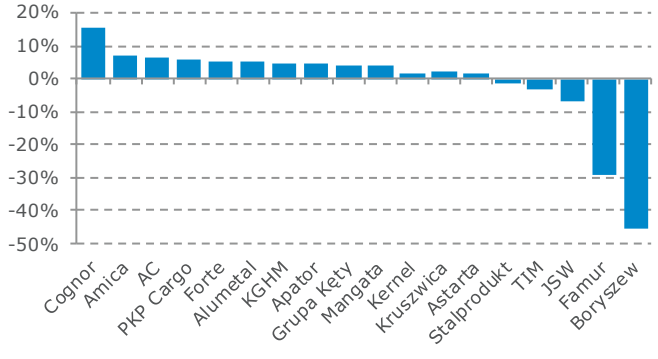
Przemysł

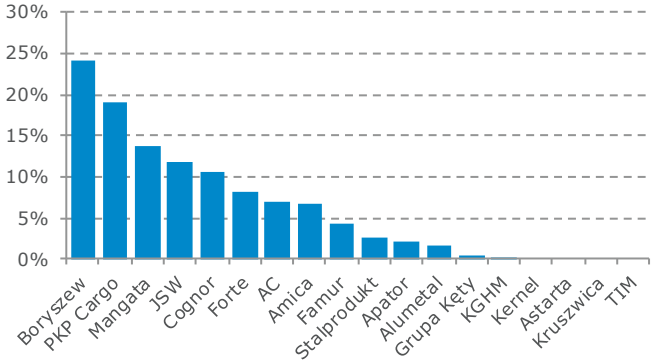
Udział kosztów energii (lewy wykres) oraz kosztów pracy (prawy wykres) w kosztach ogółem w 2021 roku (%)





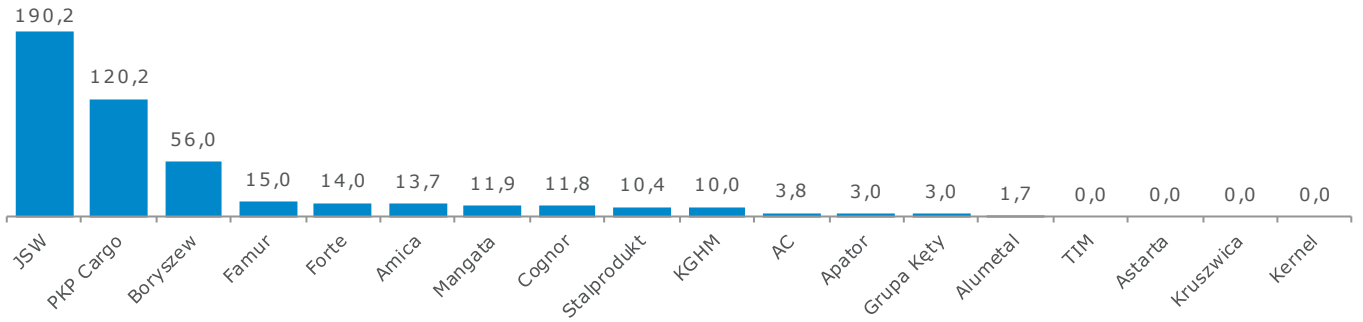
Oczekiwany wpływ wzrostu kosztów energii i płac w 2021 roku na EBITDA'21 (lewy wykres) oraz wartość tarczy antykryzysowej z 2020 roku na tle EBITDA'21 (prawy wykres) (%)



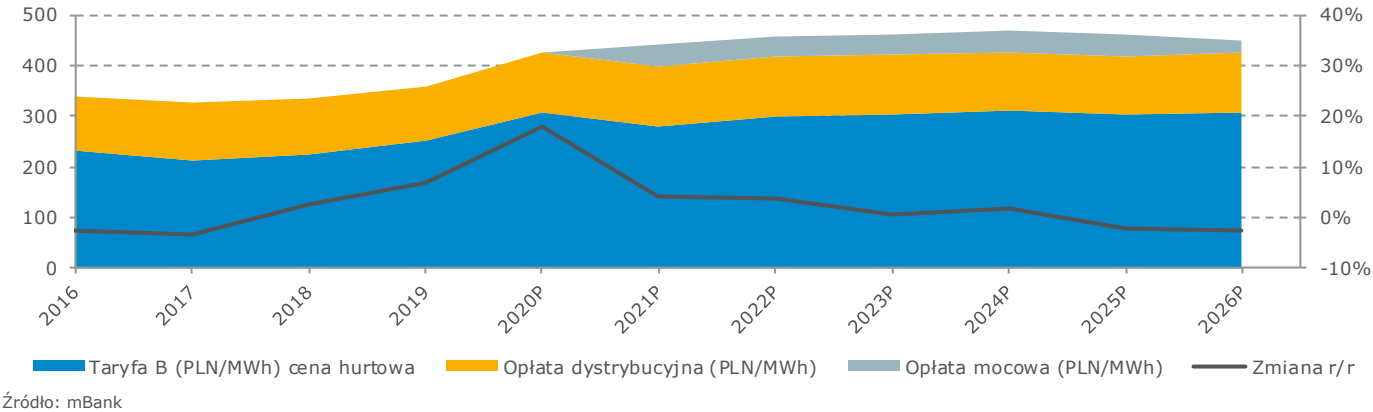


Ujemne wartości wynikają z: Stalprodukt – zamknięcia kopalni Olkusz-Pomorzany; JSW – uruchomienia stacji odmetanowania i wzrostu produkcji własnej energii; Famur – ograniczenia zatrudnienia i zamknięcia oddziałów w Piotrkowie i Rybniku, Boryszew – sprzedaży Huty Aluminium Konin, TIM – sprzedaży Rotopino.

Wartość otrzymanej tarczy antykryzysowej w 2020 (mln PLN)

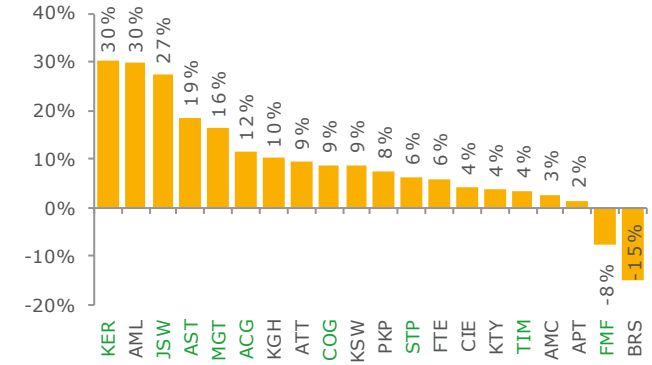


Prognoza cen energii w taryfie B



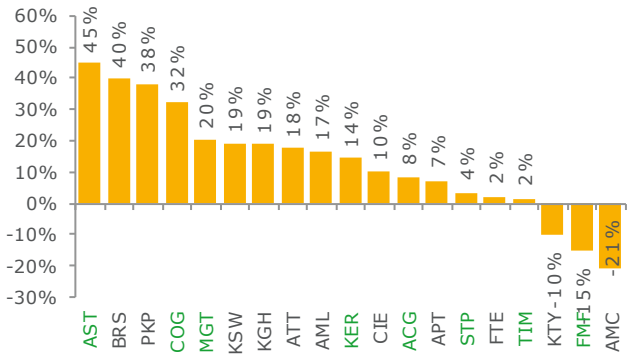
Źródło: mBank

Prognozowana zmiana sprzedaży w 2021 r.



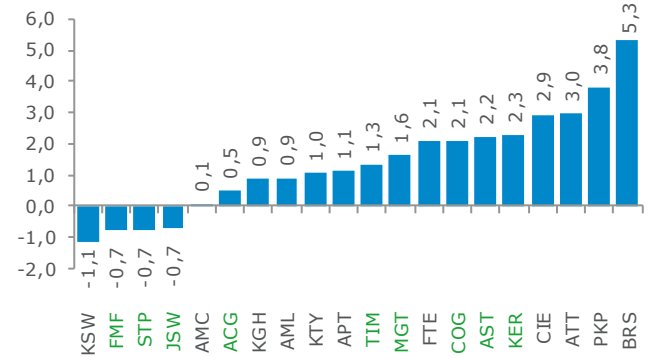
Źródło: mBank; *zielony – pozytywne rekomendacje, szare – neutralne

Prognozowana zmiana EBITDA w 2021 r.



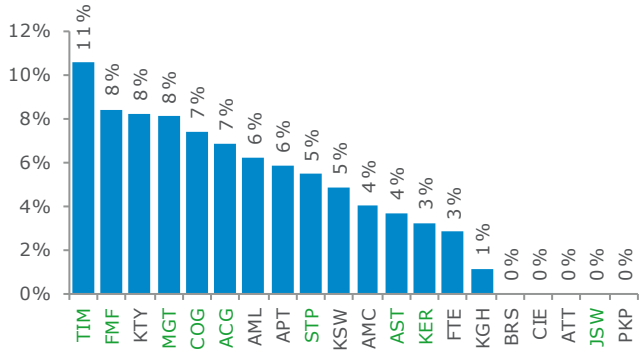
Źródło: mBank; *zielony – pozytywne rekomendacje, szare – neutralne

Prognozowany dług netto/EBITDA na koniec '20



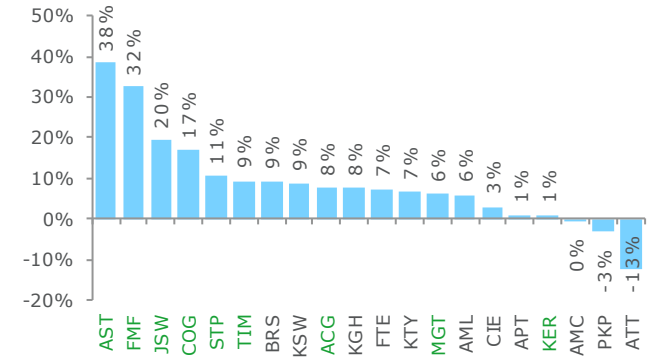
Źródło: mBank; *zielony – pozytywne rekomendacje, szare – neutralne

Prognozowany DYield w 2021 r.



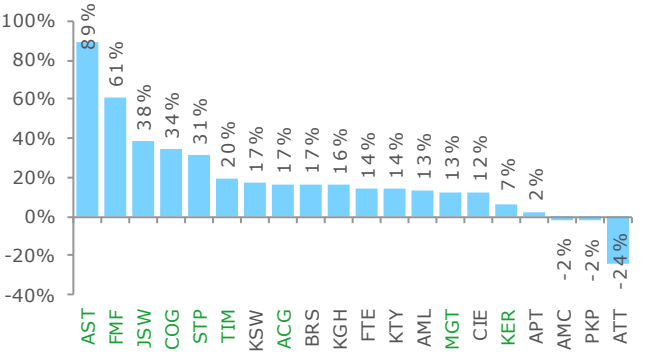
Źródło: mBank; *zielony – pozytywne rekomendacje, szare – neutralne

Prognozowany poziom wolnych przepływów pieniężnych (FCF) do wartości przedsiębiorstwa (EV) w 2021



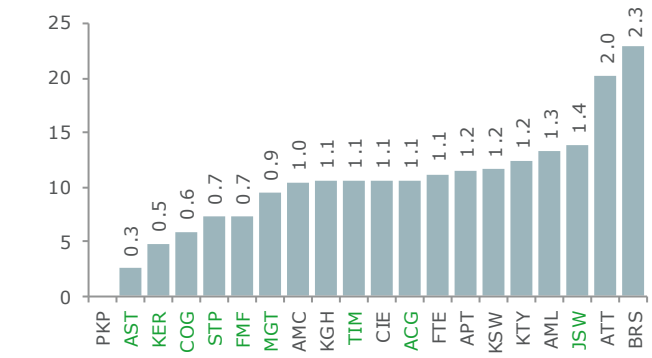
Źródło: mBank; *zielony – pozytywne rekomendacje, szare – neutralne

Prognozowany średni poziom wolnych przepływów pieniężnych w latach 2021-22 (FCF) do wartości przedsiębiorstwa (EV)



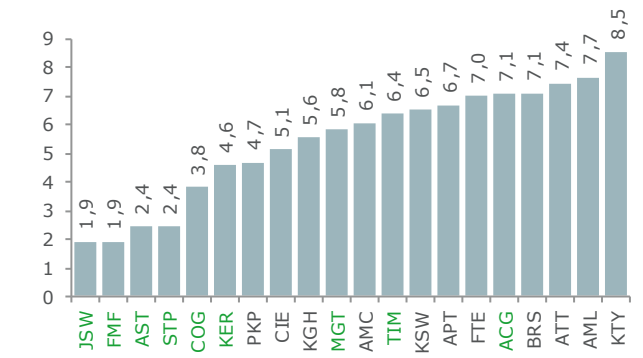
Źródło: mBank; *zielony – pozytywne rekomendacje, szare – neutralne

Prognozowany poziom wskaźnika P/E'21



Źródło: mBank; *zielony – pozytywne rekomendacje, szare – neutralne, brak wartości – wskaźnik ujemny

Prognozowany poziom wskaźnika EV/EBITDA'21



Źródło: mBank; *zielony – pozytywne rekomendacje, szare – neutralne

Przemysł

Prognozy i pozycjonowanie spółek przemysłowych (mln PLN)

Spółka	Pozycjonowanie aktualne	Pozycjonowanie zmiana	Cena bieżąca	Zmiana M/M	P/E 2020	P/E 2021	P/E 2022	EV/EBITDA 2020	EV/EBITDA 2021	EV/EBITDA 2022	DYield 2020	DYield 2021	DYield 2022	P/(BV-goodwill) 2020	P/(BV-goodwill) 2021	P/(BV-goodwill) 2022	'21 DN/EBITDA
AC	OW	▲	36,40	-4,5%	11,4	10,6	9,0	7,8	7,1	6,1	5,1%	6,9%	8,2%	2,7	2,5	1,9	0,4
Alumetal	N	►	44,50	+20,3%	16,2	13,3	10,7	9,0	7,7	6,5	0,0%	6,2%	6,0%	1,2	1,2	1,1	0,8
Amica	N	▼	149,60	+0,5%	7,7	10,5	10,2	4,6	6,1	6,1	2,0%	4,0%	2,7%	1,2	1,1	1,0	0,4
Apator	N	►	22,40	+6,7%	12,0	11,6	11,9	6,9	6,7	6,9	5,5%	5,8%	5,6%	2,0	2,3	2,7	1,3
Astarta	OW	►	25,20	+8,2%	-	2,6	2,6	3,9	2,4	2,1	0,0%	3,7%	7,8%	0,4	0,3	0,3	1,3
Boryszew	N	►	2,87	+3,4%	-	23,0	13,7	10,7	7,1	6,0	0,0%	0,0%	0,0%	0,6	0,6	0,6	3,3
Cognor	OW	►	1,25	+10,1%	8,1	6,0	5,3	4,3	3,8	3,4	0,0%	7,4%	11,7%	0,8	0,7	0,7	1,7
Famur	OW	►	1,90	+21,0%	5,9	7,3	7,5	1,9	1,9	1,8	0,0%	8,4%	10,2%	0,7	0,7	0,7	-1,2
Forte	N	►	38,80	+11,8%	17,9	11,2	11,1	7,5	7,0	6,9	0,0%	2,8%	4,5%	1,2	1,2	1,3	1,7
Kernel	OW	►	46,75	+18,8%	8,3	4,8	5,9	4,7	4,6	4,8	2,1%	3,2%	5,2%	0,7	0,7	0,6	2,5
Grupa Kęty	N	►	449,50	-0,1%	10,4	12,4	12,5	7,6	8,5	8,6	7,8%	8,2%	6,8%	2,8	2,8	2,7	1,2
Kruszwica	N	▼	56,60	+1,1%	14,4	11,6	12,3	8,0	6,5	6,8	4,9%	4,8%	6,0%	1,8	1,6	1,6	-1,1
Mangata	OW	▲	55,50	+17,1%	11,7	9,5	8,9	7,0	5,8	5,6	0,0%	8,1%	9,0%	0,9	0,9	0,9	1,3
PKP Cargo	N	►	13,20	+21,1%	-	-	-	4,8	4,7	3,8	0,0%	0,0%	0,0%	0,2	0,2	0,2	3,8
Stalprodukt	OW	►	210,50	+11,5%	7,3	7,3	6,2	2,6	2,4	2,0	0,0%	5,5%	6,8%	0,4	0,4	0,4	-0,8
TIM	OW	►	18,90	+32,6%	13,3	10,6	10,8	7,2	6,4	6,4	6,3%	10,6%	7,4%	2,3	2,1	2,5	1,0
Mediana					**11,4**	**10,6**	**10,2**	**7,0**	**6,2**	**6,0**	**0,0%**	**5,6%**	**6,4%**	**1,0**	**1,0**	**0,9**	**1,3**

	Przychody			EBITDA			Zysk netto			Dług netto			DPS		
(mln PLN)	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
AC	192,5	214,7	246,4	50,1	54,3	62,5	32,0	34,1	40,4	25,4	21,7	17,3	1,85	2,50	3,00
Alumetal	1 069,1	1 386,2	1 524,8	84,0	97,9	113,0	41,9	51,1	63,4	76,8	73,8	59,2	0,00	2,75	2,69
Amica	2 993,7	3 073,4	3 160,6	258,9	204,5	211,6	151,8	111,2	114,3	23,8	76,2	121,5	3,00	6,00	4,00
Apator	946,3	961,0	970,4	135,9	145,7	145,9	65,5	68,0	66,4	151,4	188,7	226,2	1,23	1,31	1,26
Astarta (mln UAH)	11 763,1	13 946,1	13 814,2	2 850,8	4 132,8	3 985,0	-586,4	1 583,0	1 570,6	6 329,8	5 284,6	3 483,5	0,00	6,00	12,66
Boryszew	5 400,7	4 592,3	4 598,9	165,7	231,8	257,3	-128,8	30,0	50,3	882,5	756,9	657,1	0,00	0,00	0,00
Cognor	1 725,0	1 875,1	1 906,4	106,8	111,7	115,6	27,0	36,7	41,5	224,7	189,0	160,7	0,00	0,09	0,15
Famur	1 055,9	975,5	953,2	420,1	356,0	332,6	184,1	149,1	145,3	-314,9	-434,0	-508,8	0,00	0,16	0,19
Forte	1 102,8	1 169,1	1 159,1	169,8	173,4	170,5	51,5	82,2	82,7	356,4	295,5	255,2	0,00	1,09	1,73
Kernel (mln USD)	4 106,8	5 348,1	5 212,9	443,0	507,0	468,5	117,9	225,8	184,3	1 016,8	1 264,6	1 181,9	0,25	0,42	0,67
Kęty	3 398,4	3 528,6	3 563,4	657,9	589,9	579,8	415,7	346,5	344,9	689,7	732,1	677,3	34,87	36,88	30,74
Kruszwica	3 038,3	3 300,0	3 273,6	142,5	169,8	160,9	90,1	112,1	105,4	-160,2	-192,5	-206,2	2,80	2,74	3,41
Mangata	561,9	653,5	669,4	72,2	86,9	90,1	31,6	39,1	41,5	117,0	116,2	116,6	0,00	4,49	5,02
PKP Cargo	4 057,7	4 364,0	4 703,3	574,6	628,0	797,4	-234,2	-203,5	-32,9	2 190,0	2 356,2	2 403,9	0,00	0,00	0,00
Stalprodukt	3 233,6	3 432,9	3 455,1	389,0	402,7	431,3	160,1	160,9	188,8	-288,9	-324,9	-469,1	0,00	11,48	14,42
TIM	1 036,3	990,7	1 035,1	71,5	77,7	77,3	31,5	39,7	38,7	94,8	76,9	75,7	1,20	2,00	1,40

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

AC (przeważaj)

Segment automotive bardzo mocno ucierpiał na pandemii, przez co rok 2020 przyniósł mocne zahamowanie pozytywnych dynamik obserwowanych w spółce w ostatnich latach. Z kolei segmentem, który pozytywnie zaskoczył była sprzedaż zestawów do haków holowniczych napędzana wzmożonym zainteresowaniem turystyką lokalną zagranicą. Dodatkowo warto pamiętać, że wyniki 2020 r. zostały wsparte wpływami z tarczy antykryzysowej w wysokości ok. 3,8 mln PLN, których nie zakładamy już w przyszłym roku. W 2021 r. co prawda oczekujemy odbicia sprzedaży nowych samochodów w Europie Zachodniej, jednakże spółka tylko w niewielkim stopniu na tym skorzysta (powinno to pociągnąć za sobą wzrost importu używanych samochodów do Polski). Oczekujemy, że na głównych rynkach zagranicznych (m.in. Rosja, Ukraina, Kazachstan, Uzbekistan, Meksyk, Afryka, Azja, Ameryka Płd., etc.) w 1H'21 nadal utrzymywać się będzie negatywny sentyment (wraz z trwającą, ale wygasającą pandemią), a sprzedaż systemów LPG jedynie powoli będzie odrabiać tegoroczne spadki. Kluczowe dla zmiany sentymentu byłyby informacje o wzroście zainteresowania od klientów zagranicznych w segmencie LPG, czy też o znaczącym rozwoju w zupełnie nowych segmentach działalności. Niedawno uruchomiony projekt fotowoltaiczny jest naszym zdaniem bardzo perspektywiczny i zakładamy, że w przyszłym roku może pozytywnie zaskoczyć (oczekujemy poniżej 10% udziału w sprzedaży). Jednocześnie zakładamy, że dzięki rozwojowi geograficznemu Ramedera i utrzymaniu się zainteresowania turystyką lokalną, wysoka tegoroczna sprzedaż zestawów do haków holowniczych nieznacznie nawet wzrośnie r/r (po praktycznie podwojeniu się w 2020 r.). Istotną tegoroczną informacją było utrzymanie przez AC profilu dywidendowego i wypłacenie w tym trudnym roku dywidendy, która początkowo była wstrzymana. Aktualizujemy nasze prognozy na najbliższe lata uwzględniając powyższe założenia, przez co prognozowany wynik EBITDA'21 rośnie o ok 10%. Mocna przecena w 2020 r., stabilny bilans (DN/EBITDA'21 ~0,4x), profil dywidendowy (DYield'21 ~6,9%) oraz wizja rozwoju w nowych segmentach skłaniają do podwyższenia pozycjonowania do przeważaj.

Alumetal (równoważ)

Alumetal w 2021 roku ma szansę skorzystać na odbiciu sprzedaży nowych samochodów w Europie za sprawą zwiększenia mobilności społeczeństwa po aplikacji skutecznej szczepionki na COVID-19 i ograniczeniu restrykcji w przemieszczaniu. Według nas po zakończeniu inwestycji w zakładzie w Kętach wolumen sprzedaży Alumetal w 2021 roku wzrośnie o 20% do 180 tys. ton. Grupa w 2021 roku będzie się musiała zmierzyć ze wzrostem kosztów energii elektrycznej (+3,2 mln PLN), wyższymi płacami (+3% r/r; +1,8 mln PLN) oraz brakiem tarczy antykryzysowej (1,7 mln PLN). Wyzwaniem dla Spółki są zmiany prawne odnośnie importu złomów w Chinach, przez co oczekiwane jest pojawienie się zwiększonej konkurencji w zakresie złomów w Europie. Naszym zdaniem brak wypłaty dywidendy w 2020 roku oraz silny bilans (dług netto 0,9xEBITDA'20) zachęcą Zarząd do rekomendacji wypłaty 100% zysku netto za 2020

rok w dywidendzie (DPS 2,75 PLN/akcja). Podwyższamy naszą prognozę EBITDA w 2021 roku o 18% do 98 mln PLN. Naszym zdaniem kurs Alumetal już zdyskontował poprawę wyników w 2021 roku dlatego podtrzymujemy pozycjonowanie równoważ.

Amica (równoważ)

Naszym zdaniem rok 2020 Grupa Amica skończy z rekordowym wynikiem EBITDA na poziomie 259 mln PLN (+16% r/r). W kolejnym 2021 roku Grupa będzie się musiała zmierzyć ze wzrostem kosztów płac (zakładamy +4% r/r; +14 mln PLN), kosztów energii (+0,3 mln PLN) oraz brakiem wsparcia ze strony tarczy antykryzysowej (13,7 mln PLN w 2020 roku). Poza tym oczekujemy, że rosnąć będą koszty marketingu (drastycznie cięte w 2020 roku) oraz logistyki. Wciąż w 2021 roku Grupa korzystać powinna ze sprzyjających kursów walutowych (EUR/PLN), ale naszym zdaniem pozytywny efekt pandemii COVID-19 na popyt na AGD/RTV wraz z wdrożeniem szczepionki powinien wygasać w kolejnych miesiącach 2021 roku. Ryzykiem dla wyników w 2021 roku jest również fiasko negocjacji między UE, a Wielką Brytanią w sprawie Brexit. Nałożenie ceł na import towarów do Wielkiej Brytanii mogłoby mieć negatywny wpływ na wyniki i obroty angielskiej spółki zależnej Amica – CDA. Naszym zdaniem wyraźny spadek zadłużenia Grupy w 2020 roku mogę pozytywnie przełożyć się na zdolności dywidendowe w 2021 roku (zakładamy wypłatę 6 PLN dywidendy na akcję), ale perspektywa wzrostu wydatków inwestycyjnych w kolejnych latach może studzić apetyty na dalszą redukcję zadłużenia i rewizję w górę polityki dywidendowej. Podnosimy prognozy wyniku EBITDA na 2020 rok o 13% do 259 mln PLN, oraz obniżamy na 2021 rok o 9% do 205 mln PLN. Obniżamy nasze pozycjonowanie Amica do neutralnie (wcześniej przeważaj).

Apator (równoważ)

W 2021 roku Apator powinien być beneficjentem wzrostu zamówień przede wszystkim na wodomierze (w 2020 roku drastyczny spadek zapotrzebowania w związku z brakiem możliwości wymian w mieszkaniach przez COVID-19). Dodatkowo sprzedaż wciąż będzie wspierana przez słabą PLN do EUR (40% sprzedaży zagranicznej). Spadków sprzedaży z kolei oczekujemy w segmencie opomiarowania energii elektrycznej w związku z wysoką bazą 2020 związaną z możliwym brakiem w 2021 tak znaczących kontraktów na rynek mocy jak w 2020 roku (95,2 mln PLN), aczkolwiek ostatnio Apator poinformował o dodatkowym zamówieniu na rynek mocy o wartości 23,5 mln zł z terminem realizacji do lutego 2021. Wyzwaniem z kolei będą wyższe koszty osobowe (zakładamy wzrost o 3% r/r, +6,6 mln PLN). Jednocześnie w przyszłym roku najprawdopodobniej nie będzie już mechanizmów wsparcia z tarczy antykryzysowej (łącznie szacowane na około 5 mln PLN w 2020 na poziomie pozostałej dz. operacyjnej). Wzrost kosztów energii r/r naszym zdaniem nie powinien istotnie wpłynąć na wyniki. Naszym zdaniem sentyment do Spółki może być wspierany przez planowany rozwój w segmentach fotowoltaiki oraz automatyzacji przemysłowej. Negatywnie inwestorzy oceniać będą perspektywy wzrostu zadłużenia w związku z planowanymi wydatkami inwestycyjnymi (ryzyko dla dywidend w przyszłości). Wprowadzamy kosmetyczne zmiany do naszych prognoz. Podtrzymujemy również dla Grupy Apator.

Astarta (przeważaj)

Niższy o 6% r/r zasiew buraka cukrowego oraz niższa o 9% r/r produktywność buraków z hektara przekłada się na 18% r/r spadek produkcji cukru na Ukrainie w sezonie 2020/21. To jednocześnie powoduje, że na Ukrainie w kolejnym roku pojawi się pierwszy od czterech lat deficyt cukru, co już obecnie antycypują rosnące do rekordowych historycznie poziomów jego lokalne ceny. Spółce sprzyjają również niższe zakontraktowane na koniec 2020 roku ceny gazu oraz wyraźnie wyższe r/r ceny zbóż. W efekcie naszym zdaniem EBITDA w 2021 roku wzrośnie do 4,1 mld UAH (+45% r/r). Astarta generując średnioroczny FCF/EV w latach 20-21 na poziomie 25% znacząco redukuje poziom zadłużenia (jedynie 2,2xEBITDA'20) i zwiększa szanse na wypłatę dywidendy akcjonariuszom (zakładamy 0,8 PLN/akcja w 2021 roku) lub kontynuację zawieszonego skupu akcji własnych. Astarta zważając na oczekiwany wzrost wyników, spadek zadłużenia i skrajnie niskie wskaźniki wyceny jest jednym z naszch TOP-Picków na 2021 rok. Podwyższamy nasze prognozy EBITDA'20 o 8%, a EBITDA'21 o 9%. Podtrzymujemy rekomendację przeważaj dla Astarty.

Boryszew (równoważ)

Naszym zdaniem Grupa Boryszew w 2021 roku skorzystać może na poprawie koniunktury w Automotive, na co wpływ będzie miała poprawiająca się koniunktura i wzrost mobilności społecznej po dystrybucji skutecznej szczepionki na COVID-19. Naszym zdaniem segment Automotive w 2021 roku może poprawić EBITDA do 75 mln PLN (z 56 m PLN w 2020 roku). Mimo tego jednak sprzedaż Huty Aluminium Konin (naszym zdaniem około spółka wygenerowała około 105 mln PLN EBITDA do X'20) zaważy na przyszłorocznych wynikach, a skorygowana o zdarzenia jednorazowe EBITDA spadnie o około 11% r/r (warto również zauważyć, że w 2020 roku Grupa otrzymała około 56 mln PLN dotacji ze strony tarczy antykryzysowej). Po sprzedaży Huty Aluminium Konin zadłużenie Grupy Boryszew spadnie do 882 mln PLN na koniec 2020 roku oraz 757 mln PLN na koniec 2021 roku (3,3xEBITDA'12m). Mimo transakcji naszym zdaniem nie ma co liczyć na zmianę profilu dywidendowego Spółki (brak jakichkolwiek dywidend). Przed nami możliwe również zamknięcia części z zakładów zlokalizowanych w Niemczech (możliwe dodatkowe rezerwy i spadki sprzedaży) i negatywne rozstrzygnięcia sądowe w sprawie zaległości podatkowych (w efekcie odpływ gotówki). Aktualizujemy nasze prognozy o sprzedaż Huty Aluminium Konin oraz podtrzymujemy nasze pozycjonowanie „równoważ".

Forte (równoważ)

Naszym zdaniem w 2021 roku Forte ma szansę na wzrost wyników finansowych (EBITDA +2% r/r; zysk netto +58% r/r), czemu sprzyjać będzie korzystny kurs walutowy (EUR/PLN) oraz możliwy wzrost cen płyty drewnopochodnej na rynku. Naszym zdaniem ze względu na słabszą kondycję rynku pracy Forte nie odczuje znaczącej presji płacowej w 2021 roku (szacujemy dodatkowe koszty płac na 8 mln PLN; wzrost o 3% r/r). Wyzwaniem mogą być wyższe ceny energii elektrycznej z uwagi na wpływ dodatkowej „opłaty mocowej", która rekompensowana będzie przez niższe koszty cen hurtowych energii (koszty energii +1,7 mln PLN w 2021 roku) i brak wsparcia tarczy antykryzysowej (14 m PLN). Zakładamy, że na koniec 2021 roku relacja długu netto do EBITDA wyniesie 1,7x, co może skusić głównego akcjonariusza do wypłaty dywidendy z zysku (zakładamy 1,09 PLN/akcja). Wypłata dywidendy jest tym bardziej prawdopodobna, gdyż w 2020 roku Główny akcjonariusz zwiększył zaangażowanie w Forte i prawdopodobnie będzie potrzebował zwrotu z zainwestowanego kapitału. Naszym zdaniem pozytywny efekt pandemii COVID-19 na popyt na meble wraz z wdrożeniem szczepionki powinien wygasać w kolejnych miesiącach 2021 roku. W niniejszej publikacji podnosimy nasze prognozy EBITDA'21 o 20%, a EBITD'21 o 8%. Podtrzymujemy neutralne pozycjonowanie dla Grupy Forte.

Kruszwica (równoważ)

W sezonie 2020/21 roku pozytywnie na wolumeny sprzedaży i marże przekładać się będą wyższe o 13% r/r zbiory rzepaku (najwyższe od 2017 roku) i rosnące ceny olejów roślinnych. Dodatkowo wprowadzenie skutecznej szczepionki na COVID-19 skutkować będzie zwiększeniem mobilności społeczeństwa, a w rezultacie wzrostem popytu na biokomponenty do paliw oraz zwiększenie popytu na produkty olejarskie w kanale HoReCa. Nie sądzimy, aby inflacja kosztów była dużym wyzwaniem dla wyników na 2021 rok – oczekujemy rosnących kosztów pracy (oczekujemy 3% r/r dynamiki – 2,8 mln PLN), energii elektrycznej (0,7 mln PLN) i kosztów zakupu certyfikatów CO2 (1,7 mln PLN). W efekcie oczekujemy, że EBITDA w 2021 roku wzrośnie o 19% r/r do 170 mln PLN. Biorąc pod uwagę silny bilans (160 mln PLN gotówki netto na bilansie na koniec 2020 roku) Grupa naszym zdaniem utrzyma politykę dywidendową na poziomie wypłaty 70% wyniku netto, co implikować będzie DPS'21 w kwocie 2,74 PLN/akcja. Grupa mogłaby nawet zwiększyć wypłatę do 100% wyniku netto, co wówczas implikowałoby 3,9 PLN dywidendy na akcję. Obniżamy naszą prognozę EBITDA'20 o 17% z uwagi na słabsze od oczekiwań wyniki 3Q'20, oraz obniżamy prognozę EBITDA na 2021 rok o 5%. Obniżamy nasze pozycjonowanie do „równoważ" (wcześniej „przeważaj") dla Grupy Kruszwica z uwagi na słabsze wyniki 3Q'20 oraz wzrost kursu akcji.

Mangata (przeważaj)

W 2021 roku Mangata może być beneficjentem wzrostu wydatków na programy infrastrukturalne (kolej, infrastruktura) oraz odreagowania sprzedaży samochodów w Europie w efekcie zwiększenia mobilności społeczeństwo po dystrybucji skutecznej szczepionki na COVID-19. W efekcie oczekujemy 16% wzrostu skonsolidowanych przychodów, co przy niższej bazie kosztowej (redukcja zatrudnienia o 150 osób w 2020 roku) będzie implikować wzrostem EBITDA o 22% r/r. Wysokiej rentowności sprzyjać będą słaba PLN do EUR oraz duża ekspozycja na eksport do Europy Zachodniej (ponad 70%) w tym w szczególności do Niemiec. Wśród istotnych czynników kosztowych w 2021 roku wymienić należy wzrost kosztów energii elektrycznej (+3 mln PLN, głownie przez efekt opłaty „mocowej") oraz kosztów płac (+3% r/r; +0,4 mln PLN r/r, ale brak wsparcia z tarczy antykryzysowej w kwocie 11,9 mln PLN). Zakładamy, że wzrost wyników finansowych oraz niskie zadłużenie (1,3xEBITDA'21) skusi Zarząd do wypłaty praktycznie całego zysku netto w 2021 roku w formie dywidendy (brak dywidendy w 2020 roku), co implikowało DPS na poziomie 4,5 PLN/akcja. Podnosimy nasze prognozy wyniku EBITDA w 2021 roku o 4% do 87 mln PLN. Z uwagi na niskie wskaźniki wyceny, relatywnie niskie zadłużenie i potencjał do wypłaty dywidendy podnosimy nasze pozycjonowanie Grupy Mangata do przeważaj (wcześniej równoważ).

TIM (przeważaj)

TIM od dłuższego czasu jest jednym z naszych top-picków wśród spółek o mniejszej kapitalizacji. Dobre przygotowanie operacyjne i logistyczne pozwoliło Grupie w 2020 r. zwiększyć przewagę nad rywalami rynkowymi oraz poprawić osiągane rezultaty. W 4Q'20 oczekujemy co najmniej tak dobrych wyników jak w 3Q'20. Naszym zdaniem TIM i w 2021 r. będzie kontynuował dobrą passę z roku obecnego. Co prawda, wysoka baza 2020 r. połączona z dekonsolidacją Rotopino spowodują, że wykazywane dynamiki sprzedaży nie będą już wyglądały spektakularnie, to jednak efekt dźwigni operacyjnej oraz rozwój w segmencie logistycznym przełożą się na wzrost raportowanych wyników. Program motywacyjny zakładający wynik EBITDA na poziomie 63/66/70 mln PLN w latach 2021-23 wydaje się konserwatywny wobec naszych aktualnych prognoz. Warto zauważyć, że sprzedaż Rotopino jednorazowo zwiększy wynik operacyjny Grupy o ok. 6,7 mln PLN, a także dostarczy 35 mln PLN gotówki (wpływ ten zakładamy w 1Q'21). Naszym zdaniem, część otrzymanych środków zostanie redystrybuowana do akcjonariuszy w formie dywidendy. Silny bilans (1,0x DN/EBITDA'21), mocny CFO, poprawa wyników, brak dużych inwestycji na horyzoncie oraz łączny DYield'21 powyżej 10% (+zapowiadany długoterminowy charakter dywidendowy) utwierdzają nas w pozytywnym postrzeganiu Grupy TIM. Aktualizujemy nasze prognozy (m.in.: skor. EBITDA +13%, skor. zysk netto +30% znaczący wzrost DPS'21 przez wypłatę części środków ze sprzedaży Rotopino) oraz utrzymujemy zalecenie przeważaj dla Grupy TIM.

Przemysł

Cognor

kupuj (podtrzymana)

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

W 2021 roku Cognor będzie beneficjentem rosnących wolumenów sprzedaży do odbiorców przemysłowych, w tym w szczególności do Automotive (zakładamy wzrost mobilności społeczeństwa po dystrybucji skutecznej szczepionki na COVID-19). Zakładamy 3% r/r wzrost wolumenów sprzedaży przy rosnących o 6% r/r średnich cenach. W efekcie oczekujemy, że poprawa spreadów na produktach przełoży się na wzrost wyniku o 59 mln PLN. Wyzwaniem z kolei będą rosnące koszty energii elektrycznej (+14 mln PLN), koszty pracy (+3% r/r; +3 mln PLN) oraz brak dotacji z tarczy antykryzysowej (11,8 mln PLN). Zakładamy, że niskie zadłużenie na koniec 2020 roku (2,1xEBITDA'20) oraz brak istotnych nakładów inwestycyjnych na horyzoncie skłonić mogą Zarząd do wypłaty 60% zysku netto z 2020 roku w dywidendzie (DPS przy pełnym rozwodnieniu 0,09 PLN/akcja). Szansą dla producentów stali w 2021 roku jest opracowywany przez Komisję Europejską „Carbon Tax" na wyroby importowane z krajów, gdzie producenci nie ponoszą opłat za emisję CO2. Wprowadzenie dodatkowej bariery celnej mogłoby być swego rodzaju zmianą „reguł gry" dla producentów stali w Europie i wsparłoby ceny i wyniki Grupy Cognor w wyraźnie wyższym stopniu niż zakładają to nasze prognozy. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Grupy Cognor, a cenę docelową podnosimy do 2,29 PLN/akcja (wcześniej 2,03 PLN/akcja).

Cena bieżąca	1,25 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	2,29 PLN	+83,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**2,29 PLN**	**2020-12-08**
poprzednia	kupuj	2,03 PLN	2020-09-25

Podstawowe dane			**COG PW**	**vs. WIG**
Ticker	COG PW	Zmiana 1M	+10,1%	-3,4%
ISIN	PLCNTSL00014	Zmiana YTD	+0,8%	+4,7%
Liczba akcji (mln)	175,0	Średni obrót 1M		0,1 mln PLN
MC (mln PLN)	218,7	Średni obrót 6M		0,1 mln PLN
EV (mln PLN)	461,8	EV/EBITDA 12M fwd	5,1	+36,9%
Free float	-	EV/EBITDA 5Y avg	3,7	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	2 082	1 902	1 725	1 875	1 906
EBITDA skor.	200	93	85	112	116
marża EBITDA	9,6%	4,9%	4,9%	6,0%	6,1%
EBIT skor.	156	47	37	65	71
Zysk netto skor.	94	11	5	37	41
P/E skor.	2,3	19,5	45,9	6,0	5,3
P/BV	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA skor.	2,2	5,0	5,5	3,8	3,4
DPS	0,07	0,21	0,00	0,09	0,15
DYield	5,4%	16,5%	0,0%	7,4%	11,7%

Zmiana prognoz	**2020P**	**2021P**	**2022P**
Przychody ze sprzedaży	+1,6%	+0,1%	-3,2%
EBITDA	-	+19,8%	+30,3%
Zysk netto	-	+68,6%	+110,6%
Wolumen sprzedaży	+9,9%	+0,3%	-4,4%
Ceny produktów	-5,9%	-1,0%	-0,5%
Ceny złomu	+4,0%	+12,5%	+10,7%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wol. Ferrostal (tys. ton)	401	424	434	443	444
Wol. HSJ (tys. ton)	237	237	239	252	257
Wol. Złomrex (tys. ton)	173	142	126	132	135
Spread Ferrostal (PLN/t)	1 191	1 127	976	1 035	1 074
Spread HSJ (PLN/t)	1 723	1 508	1 280	1 311	1 345
Przepływy oper.	**232**	**142**	**71**	**104**	**108**
Amortyzacja	44	46	48	47	45
Kapitał obrotowy	44	61	-23	2	3
Przepływy inw.	**-38**	**-56**	**-50**	**-33**	**-35**
CAPEX	38	56	50	33	35
Przepływy fin.	**-196**	**-84**	**-24**	**-36**	**-45**
Dywidenda/buyback	-12	-36	0	-16	-26
FCF	179	102	26	72	74
FCF/EBITDA	90%	101%	25%	65%	64%
CFO/EBITDA	116%	141%	66%	93%	93%

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa	1 001	1 052	997	1 049	1 072
Aktywa trwałe	379	487	481	459	445
Kapitał własny	278	259	286	306	322
Udział mniejszości	278	259	286	306	322
Dług netto	209	226	225	189	161
Dług netto/EBITDA (x)	1,0	2,2	2,1	1,7	1,4
Dług netto/kap. wł. (x)	0,8	0,9	0,8	0,6	0,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	4,9	7,2	6,1	3,4	0,1	0,4
Maksimum	38,4	49,3	93,6	33,9	20,1	11,1
Mediana	15,1	16,1	11,0	9,1	7,7	6,3
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Wolumen sprzedaży	673	695	701	707	714	720	727	724	722	719	719
Ceny produktów	1 925	2 033	2 056	2 058	2 060	2 059	2 059	2 062	2 065	2 066	2 066
Ceny złomu	1 082	1 134	1 116	1 098	1 080	1 080	1 080	1 080	1 080	1 080	1 080
Przychody	1 725	1 875	1 906	1 922	1 938	1 953	1 969	1 969	1 970	1 966	1 968
EBITDA	107	112	116	119	119	115	111	102	93	86	77
marża EBITDA	6,2%	6,0%	6,1%	6,2%	6,2%	5,9%	5,6%	5,2%	4,7%	4,4%	3,9%
EBIT	59	65	71	75	77	73	68	58	49	42	33
Podatek	7	9	10	11	11	10	9	7	6	4	3
CAPEX	-50	-33	-35	-35	-36	-38	-40	-43	-43	-43	-43
Kapitał obrotowy	-23	2	3	-1	-1	-1	-1	0	0	0	0
FCF	26	72	74	72	72	67	61	52	45	39	31
PV FCF	26	67	64	57	52	45	38	30	23	19	
WACC	7,2%	7,4%	7,6%	7,8%	8,0%	8,1%	8,2%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,2
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	421
Dług netto	262
Inne korekty	18
Wycena DCF na akcję (PLN)	2,17

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	2,10
DCF	50%	2,17
Cena wynikowa		2,13
Koszt kapitału 9M		7,2%
Cena docelowa za 9M		**2,29**

mBank Biuro maklerskie

Famur

kupuj (podtrzymana)

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

Famur ciężki dla branży wydobywczej 2020 rok kończy ze zrestrukturyzowanym modelem biznesowym i z dużą nadwyżką gotówki na bilansie (-315 mln PLN; 0,55 PLN/akcja). W kolejnych latach w związku z planowanym odchodzeniem polskiej energetyki od węgla energetycznego zakładamy spadek wielkości inwestycji w kopalniach na rynku krajowym (65% przychodów z rynku krajowego). Famur prawdopodobnie będzie próbował spadki zrekompensować przez wzrost sprzedaży zagranicznej, ale naszym zdaniem będzie, to proces długotrwały. W 2021 roku na decyzję inwestycyjne zagranicznych graczy wpływ może mieć ograniczenie importu węgla przez Chiny z Australii. W efekcie na zapotrzebowanie na węgiel odpowiadają kontrahenci z Kanady, USA, Rosji, czy Mongolii. Sprzęt Grupa Famur na silną pozycję w byłych republikach ZSSR, a Spółka może skorzystać na odbudowaniu inwestycji, szczególnie przy sprzyjających kursach walutowych (tani PLN do EUR i USD). Zakładamy, że w 2021 roku Grupa Famur wypłaci około 50% zysku z 2020 roku w dywidendzie (0,16 PLN/akcja). Podnosimy nasze oczekiwania na lata 2020-2022 oraz cenę docelową do 3,30 PLN/akcja (wcześniej 2,86 PLN/akcja). Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Cena bieżąca	1,90 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	3,30 PLN	+73,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**3,30 PLN**	**2020-12-08**
poprzednia	kupuj	2,86 PLN	2020-08-04

Podstawowe dane			**FMF PW**	**vs. WIG**
Ticker	FMF PW	Zmiana 1M	+21,0%	+7,5%
ISIN	PLFAMUR00012	Zmiana YTD	-36,2%	-32,3%
Liczba akcji (mln)	574,8	Średni obrót 1M		1,5 mln PLN
MC (mln PLN)	1 092,1	Średni obrót 6M		1,1 mln PLN
EV (mln PLN)	803,1	EV/EBITDA 12M fwd	5,6	-0,5%
Free float	52,3%	EV/EBITDA 5Y avg	5,6	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	2 229	2 165	1 056	975	953
EBITDA	491	451	420	356	333
marża EBITDA	22,0%	20,8%	39,8%	36,5%	34,9%
EBIT	300	269	250	195	184
Zysk netto	208	245	184	149	145
P/E	5,3	4,5	5,9	7,3	7,5
P/BV	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	2,7	2,8	1,9	1,9	1,8
DPS	0,44	0,53	0,00	0,16	0,19
DYield	23,2%	27,9%	0,0%	8,4%	10,2%

Zmiana prognoz	**2020P**	**2021P**	**2022P**
Przychody	-11,7%	-12,3%	-14,7%
EBITDA	+26,3%	+16,7%	+8,5%
Zysk netto	+34,6%	+38,9%	+26,2%
Obroty Underground	-13,7%	-13,3%	-15,4%
Marża Underground	+852,1%	+503,4%	+437,4%
Dług netto	-	-	-
DPS	-	+34,6%	+38,9%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Obroty Underground	1 407	1 621	886	824	804
Marża Underground	30,6%	33,3%	36,1%	33,6%	33,4%
Przychody elektryka	43	65	54	49	48
Przychody usługi górnicze	36	2	4	3	3
Przepływy oper.	**215**	**504**	**604**	**342**	**314**
Amortyzacja	191	182	170	161	148
Kapitał obrotowy	-127	66	200	21	16
Przepływy inw.	**-138**	**-15**	**-50**	**-120**	**-122**
CAPEX	141	38	120	120	122
Przepływy fin.	**-458**	**-185**	**-19**	**-103**	**-217**
Zmiana długu	-213	184	0	0	-100
Dywidenda/buyback	-253	-305	0	-92	-112
FCF	173	415	456	222	192
FCF/EBITDA	35%	92%	109%	62%	58%
CFO/EBITDA	44%	112%	144%	96%	94%

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa	2 880	2 975	2 994	3 029	2 957
Aktywa trwałe	1 158	936	857	816	790
Goodwill	222	162	162	162	162
Kapitał własny	1 625	1 557	1 741	1 798	1 831
Udział mniejszości	-37	-46	26	26	26
Dług netto	286	220	-315	-434	-509
Dług netto/EBITDA (x)	0,6	0,5	-0,7	-1,2	-1,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	13,6	14,6	11,8	8,2	7,5	6,3
Maksimum	32,2	28,1	25,3	19,0	16,6	15,1
Mediana	26,2	22,3	17,4	13,8	12,1	10,2
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Przychody	1 056	975	953	932	910	890	869	850	830	811	793
zmiana (r/r)	-51,2%	-7,6%	-2,3%	-2,3%	-2,3%	-2,3%	-2,3%	-2,3%	-2,3%	-2,3%	-2,3%
EBITDA	420	356	333	312	294	277	263	255	245	235	227
marża EBITDA	39,8%	36,5%	34,9%	33,5%	32,3%	31,1%	30,2%	30,0%	29,5%	29,0%	28,7%
Amortyzacja	170	161	148	142	139	135	135	137	136	135	135
EBIT	250	195	184	170	156	142	128	118	109	100	92
Podatek	44	35	34	32	30	28	26	24	23	21	20
NOPAT	206	160	150	138	126	114	102	94	87	79	72
CAPEX	-120	-120	-122	-125	-127	-130	-132	-135	-135	-135	-135
Kapitał obrotowy	200	21	16	15	15	15	14	14	14	13	13
FCF	456	222	192	170	152	133	119	110	101	92	85
PV FCF	453	200	157	127	103	82	66	56	47	39	
WACC	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,3
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 330
Dług netto	220
Inne korekty	-3
Wycena DCF na akcję (PLN)	2,72

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	3,43
DCF	50%	2,72
Cena wynikowa		3,08
Koszt kapitału 9M		7,4%
Cena docelowa za 9M		**3,30**

Grupa Kęty

trzymaj (podtrzymana)

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

W 2021 roku Grupa Kęty prawdopodobnie będzie beneficjentem wzrostu wolumenów w wyrobach wyciskanych do motoryzacji. Sprzyjać również powinien również korzystny kurs EUR/PLN (50% ekspozycja na eksport). Z drugiej strony większej konkurencji przewidujemy w segmentach opakowań giętkich i systemów aluminiowych. Pandemia COVID-19 naszym zdaniem w średnim terminie może przełożyć się na spadek rozpoczynanych nowych inwestycji w zakresie budynków użyteczności publicznej jak restauracje, biurowce, centra handlowe, czy parki rozrywki (negatywnie na popyt na stolarkę aluminiową). W przypadku opakowań giętkich zapowiadane nowe moce w zakresie produkcji folii BOPP i większy import do Europy z Azji może przekładać się na kompresję marży w 2021 roku. Wyzwaniem dodatkowo ze strony kosztów surowców są oczekiwane wyższe ceny aluminium w segmencie systemów aluminiowych (zakładamy wzrost do 2100 USD/t w 2021, czyli wzrost kosztów w PLN o 11% r/r), oraz produktów ropopochodnych w opakowaniach giętkich. Oczekujemy wzrostu kosztów pracy (+3% r/r; +20 mln PLN), energii elektrycznej (+3,8 mln PLN) oraz braku wsparcia ze strony tarczy antykryzysowej (3 mln PLN). Silny bilans (Dług netto/EBITDA w latach 2020-22 nie przekroczy 1,5x) powinien naszym zdaniem gwarantować ponad 80% wypłatę dywidendę z zysku za 2020 rok, co implikuje ponad 35 PLN dywidendy na akcję w 2021 rok. Zakładamy 10% r/r spadek wyniku EBITDA w 2021 roku. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj dla Grupy Kęty oraz podwyższamy cenę docelową do 472,99 PLN (wcześniej 422,81 PLN/akcja).

Cena bieżąca	449,50 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	472,99 PLN	+5,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**trzymaj**	**472,99 PLN**	**2020-12-08**
poprzednia	trzymaj	422,81 PLN	2020-11-05

Podstawowe dane			**KTY PW**	**vs. WIG**
Ticker	KTY PW	Zmiana 1M	-0,1%	-13,6%
ISIN	PLKETY000011	Zmiana YTD	+34,2%	+38,1%
Liczba akcji (mln)	9,6	Średni obrót 1M		1,8 mln PLN
MC (mln PLN)	4 307,0	Średni obrót 6M		3,1 mln PLN
EV (mln PLN)	4 998,6	EV/EBITDA 12M fwd	8,8	-2,0%
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	3 529	3 563
EBITDA	463	523	658	590	580
marża EBITDA	15,5%	16,3%	19,4%	16,7%	16,3%
EBIT	338	385	514	444	442
Zysk netto	268	295	416	347	345
P/E	16,0	14,5	10,4	12,4	12,5
P/BV	3,1	2,9	2,8	2,8	2,7
EV/EBITDA	10,9	9,5	7,6	8,5	8,6
DPS	23,94	23,99	34,87	36,88	30,74
DYield	5,3%	5,3%	7,8%	8,2%	6,8%

Zmiana prognoz	**2020P**	**2021P**	**2022P**
EBITDA	+0,0%	+2,5%	+1,7%
Zysk netto	+3,0%	+3,6%	+2,3%
Aluminium (PLN/t)	+3,8%	+10,5%	+10,5%
Premia producencka (USD/t)	+1,9%	+7,1%	+7,1%
EBITDA SOG	0,0%	+5,0%	+5,1%
EBITDA SWW	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA SSA	0,0%	+2,2%	+0,3%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
EBITDA SOG	119	148	233	189	185
EBITDA SWW	163	152	163	154	155
EBITDA SSA	190	237	279	264	257
EBITDA pozostałe	-8	-14	-16	-17	-17
EBITDA/użyte aluminium	5	6	6	6	5
Przepływy oper.	**293**	**563**	**523**	**477**	**485**
Amortyzacja	126	138	144	146	138
Kapitał obrotowy	-114	86	4	-29	-10
Przepływy inw.	**-229**	**-244**	**-160**	**-150**	**-120**
CAPEX	229	244	160	150	120
Przepływy fin.	**-43**	**-316**	**-349**	**-369**	**-360**
Dywidenda/buyback	-229	-229	-334	-353	-295
FCF	72	296	419	330	369
FCF/EBITDA	15%	57%	64%	56%	64%
CFO/EBITDA	63%	108%	79%	81%	84%

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa	2 780	2 779	2 904	2 910	2 911
Aktywa trwałe	1 575	1 680	1 740	1 748	1 734
Kapitał własny	1 396	1 477	1 559	1 552	1 602
Udział mniejszości	1	1	2	2	3
Dług netto	774	703	690	732	677
Dług netto/EBITDA (x)	1,7	1,3	1,0	1,2	1,2
Dług netto/kap. wł. (x)	0,6	0,5	0,4	0,5	0,4

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	7,2	4,7	4,6	4,0	3,8	3,3
Maksimum	36,7	16,9	27,0	19,7	14,7	10,8
Mediana	17,8	15,2	12,3	10,5	8,6	7,4
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Aluminium (USD/t)	1 720	2 100	2 100	2 100	2 100	2 100	2 100	2 100	2 100	2 100	2 100
Prem. prod. (USD/t)	132	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150
Użyte alum. (tys. t)	104	106	107	109	111	113	114	114	114	114	114
Przychody	3 398	3 529	3 563	3 603	3 643	3 684	3 726	3 726	3 726	3 726	3 726
EBITDA	658	590	580	575	573	571	569	561	556	550	547
marża EBITDA	19,4%	16,7%	16,3%	16,0%	15,7%	15,5%	15,3%	15,1%	14,9%	14,8%	14,7%
EBIT	514	444	442	441	440	438	433	424	417	412	412
Podatek	83	81	81	81	81	81	80	79	77	77	76
CAPEX	-160	-150	-120	-122	-125	-127	-130	-132	-135	-135	-135
Kapitał obrotowy	4	-29	-10	-10	-11	-11	-11	-4	-4	-4	-4
FCF	419	330	369	361	357	352	348	346	339	335	332
PV FCF	416	304	314	285	260	237	216	199	180	164	
WACC	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,2%	8,2%	8,2%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	2 575
Dług netto	1 037
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	433,73

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	456,10
DCF	50%	433,73
Cena wynikowa		444,91
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		**472,99**

mBank Biuro maklerskie

Kernel

kupuj (podtrzymana)

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

W sezonie 2020/2021 Kernel będzie beneficjentem wysokich cen zbóż, które pomimo słabszych r/r zbiorów z hektara implikują rekordowy w historii wynik EBITDA segmentu produkcji rolnej (192 mln USD vs. 134 mln USD w sezonie 2019/20). Dodatkowo dobry wynik spółki treadingowej Avere połączona ze wzrostem wolumenów w segmencie infrastruktury przekładać się będzie na 10% r/r wzrost EBITDA do 237 mln USD. Jedynie segment produkcji oleju słonecznikowego prawdopodobnie pogorszy wyniki na poziomie EBITDA do 137 mln USD (-9% r/r) przez oczekiwane słabsze marże na produkcji w dwóch ostatnich kwartałach roku obrotowego. Mimo oczekiwanego rekordowego CAPEX w historii Spółki (322 mln USD) naszym zdaniem zadłużenie netto do EBITDA na koniec sezonu 2020/21 nie przekroczy 2,5xEBITDA. Zbliżający się ku końcowi program inwestycyjny (koniec w 2021 roku) naszym zdaniem skusi zarząd do rewizji dotychczasowej polityki dywidendowej. Naszym zdaniem w przyszłych latach (po 2021 roku) Kernel może generować około 300 mln USD wolnych przepływów gotówki rocznie. Naszym zdaniem również Kernel kończącą się w 2021 oku 5-cio letnio strategię zakończy z wynikiem EBITDA na poziomie 507 mln USD (nieco powyżej celu na poziomie 495 mln USD). Podwyższamy naszą cenę docelową do 57,39 PLN/akcja (wcześniej 53,66 PLN/akcja) oraz podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Cena bieżąca	46,75 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	57,39 PLN	+22,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**57,39 PLN**	**2020-12-08**
poprzednia	kupuj	53,66 PLN	2020-11-05

Podstawowe dane			**KER PW**	**vs. WIG**
Ticker	KER PW	Zmiana 1M	+18,8%	+5,3%
ISIN	LU0327357389	Zmiana YTD	+3,3%	+7,2%
Liczba akcji (mln)	84,0	Średni obrót 1M		3,2 mln PLN
MC (mln PLN)	3 928,5	Średni obrót 6M		2,2 mln PLN
EV (mln PLN)	7 688,5	EV/EBITDA 12M fwd	4,8	+1,3%
Free float	60,1%	EV/EBITDA 5Y avg	4,8	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln USD)	17/18	18/19	19/20P	20/21P	21/22P
Przychody	2 403	3 992	4 107	5 348	5 213
EBITDA	223	346	443	507	469
marża EBITDA	9,3%	8,7%	10,8%	9,5%	9,0%
EBIT	140	269	337	393	347
Zysk netto	52	189	118	226	184
P/E	20,1	5,5	9,0	4,7	5,8
P/BV	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	7,5	5,0	4,7	4,6	4,8
DPS	0,25	0,25	0,25	0,42	0,67
DYield	2,0%	2,0%	2,0%	3,3%	5,3%
Zmiana prognoz			**19/20**	**20/21P**	**21/22P**
EBITDA			0,0%	+8,9%	-5,1%
Zysk netto			0,0%	+19,9%	-11,5%
Marża olej (USD/t)			0,0%	-16,0%	-22,9%
Marża infrastruktura (USD/t)			0,0%	0,0%	-3,1%
Marża rolnictwo (USD/t)			0,0%	+77,5%	+26,9%
Sprzerób slonecznika (tys. Ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Wolumen rolnictwo (tys. Ton)			0,0%	+2,3%	+1,0%
Wolumen infrastruktura (tys. Ton)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln USD)	18/19	19/20	20/21P	21/22P	22/23P
EBITDA oleje	109	152	137	147	162
EBITDA infrastruktura	105	216	237	236	236
EBITDA rolnictwo	182	134	192	129	90
EBITDA inne	-51	-59	-60	-44	-39
EBITDA/t	15	18	19	17	16
Przepływy oper.	**320**	**269**	**200**	**332**	**350**
Amortyzacja	76	106	114	122	121
Kapitał obrotowy	-173	-71	-121	-50	-24
Przepływy inw.	**-241**	**-203**	**-322**	**-106**	**-120**
CAPEX	234	173	322	106	120
Przepływy fin.	**29**	**224**	**-174**	**-194**	**-208**
Dywidenda/buyback	-20	-21	-35	-56	-74
FCF	-73	178	45	297	291
FCF/EBITDA	-21%	40%	9%	63%	65%
CFO/EBITDA	93%	61%	39%	71%	78%

Bilans

(mln USD)	18/19	19/20	20/21P	21/22P	22/23P
Aktywa	2 464	3 165	3 400	3 466	3 507
Aktywa trwałe	1 207	1 634	1 845	1 834	1 838
Kapitał własny	1 351	1 493	1 683	1 811	1 907
Udział mniejszości	-5	1	1	1	1
Dług netto	691	1 017	1 265	1 182	1 109
Dług netto/EBITDA (x)	2,0	2,3	2,5	2,5	2,5
Dług netto/kap. wł. (x)	0,5	0,7	0,8	0,7	0,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	9,2	6,9	3,8	4,4	3,6	2,7
Maksimum	175,2	30,3	23,7	13,4	12,9	12,3
Mediana	14,8	14,0	13,0	8,5	7,1	6,6
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Model DCF

(mln USD)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	29P	+
Marża olej (USD/t)	88	90	94	92	90	87	84	81	77	76	74
Pszenica (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	5 348	5 213	5 254	5 326	5 418	5 492	5 552	5 615	5 676	5 687	5 707
EBITDA	507	469	449	427	433	423	413	406	396	392	390
marża EBITDA	9,5%	9,0%	8,6%	8,0%	8,0%	7,7%	7,4%	7,2%	7,0%	6,9%	6,8%
EBIT	393	347	328	304	307	295	282	273	260	254	252
Podatek	19	15	14	12	13	12	11	10	9	9	9
CAPEX	-322	-106	-120	-122	-125	-127	-130	-132	-135	-138	-138
Kapitał obrotowy	-121	-50	-24	-20	-22	-21	-19	-18	-18	-14	-15
FCF	45	297	291	272	274	263	253	246	234	232	229
PV FCF	47	274	233	189	166	138	115	97	81	69	
WACC	14,8%	14,9%	15,0%	15,0%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%
Risk-free rate	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%

Podsumowanie DCF

(mln USD)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 410
Dług netto	1 017
Inne korekty	1
Wycena DCF na akcję (PLN)	39,22

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	62,96
DCF	50%	39,22
Cena wynikowa		51,09
Koszt kapitału 9M		12,3%
Cena docelowa za 9M		**57,39**

PKP Cargo

trzymaj (podtrzymana)

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

Tegoroczne spadki na rynku przewozowym Grupa PKP Cargo odczuła bardzo znacząco. Spółka nie była w stanie konkurować z mniejszymi, bardziej elastycznymi podmiotami, przez co z miesiąca na miesiąc traciła udziały rynkowe. W 2020 r. Grupa dostała łącznie ponad 120 mln PLN wsparcia antykryzysowego, które w 3Q'20 pozwoliło osiągnąć zysk netto (jedyny „rentowny" kwartał; w 4Q'20 spodziewamy się ok. 55 mln PLN straty operacyjnej). Dodatkowo, oprócz spadków w podstawowym segmencie przewozowym węgla kamiennego, w Grupę uderzyło podjęcie ostatecznej decyzji o nieuruchamianiu pieca w Krakowie, co rzutuje na przewozy metali i rud w przyszłości (ArcelorMittal był największym klientem PKP Cargo). Spółka próbuje walczyć o rentowność poprzez działania optymalizacyjne: obniżenie CAPEX, redukcje bardzo wysokiego zatrudnienia, dostosowanie warunków pracowniczych do konkurencyjnego rynku, czy też intensyfikując działania na rynku intermodalnym. Pomocnymi wolumenami przewozowymi da spółki byłyby te pochodzące z inwestycji infrastrukturalnych, jednakże z kwartału na kwartał są one opóźniane i nie wiadomo, kiedy wreszcie ruszą (zakładamy przełom 2021-22). Zwracamy uwagę na dużą dysproporcję w wycenie DCF i porównawczej (nie uwzględniamy jej ze względu na oparcie jedynie o EV/EBITDA, inne wskaźniki dla PKP Cargo są ujemne, oraz duże dysproporcje w specyfice działalności przedsiębiorstw). Aktualizujemy nasze długoterminowe prognozy o część ww. działań optymalizacyjnych, ale również o słabsze perspektywy przewozowe na przyszłość. W efekcie podwyższamy cenę docelową do 13,97 PLN, ale pozostawiamy rekomendację trzymaj.

Cena bieżąca	13,20 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	13,97 PLN	+5,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**trzymaj**	**13,97 PLN**	**2020-12-08**
poprzednia	trzymaj	12,80 PLN	2020-09-02

Podstawowe dane			**PKP PW**	**vs. WIG**
Ticker	PKP PW	Zmiana 1M	+21,1%	+7,6%
ISIN	PLPKPCR00011	Zmiana YTD	-35,6%	-31,7%
Liczba akcji (mln)	44,8	Średni obrót 1M		1,7 mln PLN
MC (mln PLN)	591,2	Średni obrót 6M		1,4 mln PLN
EV (mln PLN)	2 781,1	EV/EBITDA 12M fwd	4,4	+13,4%
Free float	67,0%	EV/EBITDA 5Y avg	3,8	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	5 183	4 782	4 058	4 364	4 703
EBITDA skor.	901	830	454	628	797
marża EBITDA	17,4%	17,4%	11,2%	14,4%	17,0%
EBIT skor.	272	114	-321	-173	39
Zysk netto skor.	242	6	-354	-203	-33
P/E skor.	2,4	103,7	-	-	-
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA skor.	1,5	3,2	6,1	4,7	3,8
DPS	0,00	1,50	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	11,4%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			**2020P**	**2021P**	**2022P**
Przychody ze sprzedaży			+1,1%	-1,3%	-1,6%
EBITDA skor.			+3,4%	+8,9%	+10,4%
Zysk netto			-	-	-
Praca przewozowa (mln tkm)			+2,2%	-1,2%	-1,6%
Masa towarowa (mln ton)			+2,3%	-1,7%	-2,4%
Koszty / tkm			-0,1%	+0,5%	+0,9%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Energia trakcyjna	405	407	372	374	397
Paliwo trakcyjne	211	177	127	149	163
Wynagrodzenia	1 651	1 737	1 660	1 694	1 741
Dostęp do infrastruktury	732	573	509	551	599
Pozostałe	1 292	1 065	946	967	1 005
Przepływy oper.	**863**	**807**	**534**	**693**	**823**
Amortyzacja	629	717	775	801	758
Kapitał obrotowy	20	16	-86	14	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	-63	-92	29
FCF/EBITDA	13%	-7%	-2%	-3%	1%
CFO/EBITDA	95%	94%	93%	110%	103%

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa	6 806	7 991	7 694	7 660	7 753
Aktywa trwałe	5 187	6 504	6 324	6 308	6 346
Kapitał własny	3 484	3 423	3 189	2 986	2 953
Udział mniejszości	0	0	0	0	0
Dług netto	779	2 072	2 190	2 356	2 404
Dług netto/EBITDA (x)	0,9	2,4	3,8	3,8	3,0
Dług netto/kap. wł. (x)	0,2	0,6	0,7	0,8	0,8

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			FCF/EV
	20P	21P	22P	20P	21P	22P	17-23P
Minimum	2,7	2,8	2,4	4,7	4,2	3,8	-5%
Maksimum	55,8	33,5	27,7	16,6	14,8	13,8	11%
Mediana	24,6	16,6	14,9	8,2	7,5	8,1	3%
Waga	0%	0%	0%	33%	33%	33%	0%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Praca przewozowa	23 172	24 754	26 367	26 642	26 520	26 413	26 276	26 132	26 729	26 641	26 782
Średnie ceny	146	147	149	152	154	156	159	161	163	166	168
Koszt / tkm	189	183	177	178	181	184	186	189	191	193	193
Przychody	4 058	4 364	4 703	4 819	4 869	4 921	4 969	5 016	5 199	5 259	5 358
EBITDA	575	628	797	814	795	776	772	756	765	748	761
marża EBITDA	14,2%	14,4%	17,0%	16,9%	16,3%	15,8%	15,5%	15,1%	14,7%	14,2%	14,2%
EBIT	-201	-173	39	78	69	73	69	71	107	128	194
Podatek	-44	-51	-11	-2	-4	-3	-4	-3	6	11	28
CAPEX	-595	-785	-795	-589	-621	-568	-692	-536	-574	-563	-567
Kapitał obrotowy	-86	14	16	5	2	2	2	2	8	3	5
FCF	-63	-92	29	233	181	214	87	225	194	177	172
PV FCF	-61	-84	25	193	142	159	61	150	123	105	
WACC	5,7%	5,5%	5,2%	5,3%	5,3%	5,4%	5,4%	5,4%	5,5%	5,5%	5,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Wartość firmy (EV)	2 661
Dług netto	2 072
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	13,14

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	41,44
DCF	100%	13,14
Cena wynikowa		13,14
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		**13,97**

mBank Biuro maklerskie

Stalprodukt

kupuj (podtrzymana)

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

Rosnące ceny blachy transformatorowej oraz ceny cynku dobrze wróżą wynikom Grupy Stalprodukt na przełomie roku. Grupie w 2021 roku sprzyjać powinno oczekiwane odbicie sprzedaży w Automotive (jeden z głównych klientów na cynk – 25% zużycia) oraz globalny wzrost wydatków infrastrukturalnych (budownictwo to nieco ponad 50% zużycia metalu). Dodatkowo inwestycje w zakresie OZE oraz infrastruktury ładowania samochodów elektrycznych powinny sprzyjać popytowi na blachy transformatorowe. Stalprodukt potencjalnie mógłby w 2021 roku skorzystać na wprowadzeniu przez Unię Europejską tak zwanego „Carbon Tax" na wyroby stalowe importowane. Stalprodukt obecnie obok ThyssenKrupp pozostaje jedynymi europejskimi producentami blach transformatorowych. Wśród największych wyzwań na 2021 rok należy wymienić wzrost kosztów energii elektrycznej (+48 mln PLN r/r), gazu (+6 mln PLN r/r), węgla energetycznego i koksującego (+10 mln PLN r/r) oraz certyfikatów CO_2 (+5,5 mln PLN r/r). Zakładamy, że mimo braku wpływu tarczy antykryzysowej (10,4 mln PLN w 2020 roku) koszty wynagrodzeń spadną o 53 mln PLN, co związane jest z zamknięciem kopalni Olkusz-Pomorzany. Naszym zdaniem na koniec 2020 roku Stalprodukt może mieć około 52 PLN/akcja gotówki netto na bilansie. Po zakończonym programie inwestycyjnym w 2020 roku naszym zdaniem w dwóch kolejnych latach Stalprodukt ma zdolności do generowania 100-200 mln PLN rocznie. Zakładamy, że niskie zadłużenie i poprawa skali generowanej gotówki skłoni Zarząd do ambitniejszej polityki dywidendowej (oczekujemy 11,5 PLN dywidendy w 2021 roku). Podwyższamy nasze prognozy na lata 2020-2022 oraz cenę docelową do 370,99 PLN (wcześniej 336,15 PLN). Podtrzymujemy zalecenie kupuj dla akcji Stalprodukt, który pozostaje jednym z naszych top pick na 2021 rok.

		potencjał zmiany
Cena bieżąca	210,50 PLN	
Cena docelowa	370,99 PLN	+76,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**370,99 PLN**	**2020-12-08**
poprzednia	kupuj	336,15 PLN	2020-08-07

Podstawowe dane			**STP PW**	**vs. WIG**
Ticker	STP PW	Zmiana 1M	+11,5%	-2,0%
ISIN	PLSTLPD00017	Zmiana YTD	+15,9%	+19,8%
Liczba akcji (mln)	5,6	Średni obrót 1M	0,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 174,6	Średni obrót 6M	0,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 005,9	EV/EBITDA 12M fwd	2,3	-39,4%
Free float	-	EV/EBITDA 5Y avg	3,9	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	3 957	3 816	3 234	3 433	3 455
EBITDA	449	371	389	403	431
marża EBITDA	11,3%	9,7%	12,0%	11,7%	12,5%
EBIT	300	204	221	225	262
Zysk netto	270	142	160	161	189
P/E	4,3	8,2	7,3	7,3	6,2
P/BV	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	2,5	3,1	2,6	2,4	2,0
DPS	4,38	6,37	0,00	11,48	14,42
DYield	2,1%	3,0%	0,0%	5,5%	6,8%

Zmiana prognoz	**2020P**	**2021P**	**2022P**
EBITDA (skor.)	+20,0%	+13,6%	+30,9%
Zysk netto (skor.)	+36,1%	+22,6%	+60,5%
Blacha trans. (PLN/t)	+0,9%	+5,0%	+4,9%
Cynk (PLN/t)	+7,3%	+8,7%	+4,3%
Ołów (PLN/t)	+4,0%	0,0%	0,0%
Blachy trans. (tys. t)	-14,4%	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
Blachy trans. (tys. t)	124	132	102	130	133
Pyły cynkowe (tys. t)	0	0	160	180	200
Cynk (tys. t)	156	154	121	121	121
Kształtowniki (tys. t)	188	184	150	175	169
Bariery drog. (tys. t)	26	21	17	20	25
Przepływy oper.	**350**	**370**	**311**	**225**	**330**
Amortyzacja	149	168	168	177	170
Kapitał obrotowy	-176	33	-52	-133	-77
Przepływy inw.	**-337**	**-235**	**-150**	**-120**	**-100**
CAPEX	242	243	150	120	100
Przepływy fin.	**-39**	**-203**	**-5**	**-69**	**-86**
Dywidenda/buyback	-24	-36	0	-64	-80
FCF	-37	141	144	105	203
FCF/EBITDA skor.	-8%	36%	37%	26%	47%
CFO/EBITDA skor.	80%	93%	80%	56%	77%

Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa	4 357	4 345	4 475	4 538	4 623
Aktywa trwałe	2 313	2 407	2 390	2 333	2 264
Kapitał własny	2 594	2 650	2 828	2 926	3 062
Udział mniejszości	106	108	120	135	151
Dług netto	-141	-134	-289	-325	-469
Dług netto/EBITDA skor.	-0,3	-0,3	-0,7	-0,8	-1,1
Dług netto/kap. wł. (x)	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	11,5	9,5	6,7	4,7	0,1	0,4
Maksimum	1129,0	49,0	93,8	33,9	13,0	11,7
Mediana	14,9	15,3	10,7	10,0	6,5	6,2
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Blacha trans. (PLN/t)	7 464	7 560	7 740	7 560	7 560	7 560	7 560	7 560	7 560	7 560	7 560
Cynk (PLN/t)	8 800	9 000	8 640	8 280	7 920	7 920	7 920	7 920	7 920	7 920	7 920
Ołów (PLN/t)	7 071	6 840	7 560	7 560	7 560	7 560	7 560	7 560	7 560	7 560	7 560
Przychody	3 234	3 433	3 455	3 390	3 374	3 371	3 370	3 369	3 370	3 371	3 385
EBITDA	389	403	431	371	325	335	345	335	323	321	337
marża EBITDA	12,0%	11,7%	12,5%	10,9%	9,6%	9,9%	10,2%	9,9%	9,6%	9,5%	10,0%
EBIT	221	225	262	207	165	177	188	186	173	179	197
Podatek	43	44	51	40	32	34	36	36	34	35	38
CAPEX	-150	-120	-100	-105	-110	-116	-122	-128	-134	-141	-141
Kapitał obrotowy	-52	-133	-77	-11	-26	-30	-31	-31	0	0	-5
FCF	144	105	203	215	157	154	157	140	156	146	154
PV FCF	142	95	168	163	108	97	90	74	75	64	
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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,2
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 786
Dług netto	-134
Inne korekty	108
Wycena DCF na akcję (PLN)	324,74

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	368,41
DCF	50%	324,74
Cena wynikowa		346,58
Koszt kapitału 9M		7,0%
Cena docelowa za 9M		**370,99**

Handel

CCC

kupuj (nowa)

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

Spółka rozpoczęła 2020 rok z wysokim poziomem zadłużenia po przeprowadzonym programie inwestycyjnym, a problemy wywołane przez zamknięcia sklepów stacjonarnych w związku z pandemią COVID-19 zmusiły zarząd do ratunkowej emisji akcji. Pozyskanie dodatkowych środków od akcjonariuszy pozwoliło spółce na zabezpieczenie dostaw kolekcji jesień-zima. Jednocześnie zarząd podjął szereg inicjatyw mających na celu zabezpieczenie dostępnego finansowania, ograniczenie kosztów, pozyskanie dodatkowych funduszy, czego wymierne efekty było widać w kolejnych kwartałach. Biorąc pod uwagę ustabilizowanie się sytuacji spółki oraz istotne ograniczenie niepewności dotyczącej przyszłych wyników CCC, zdecydowaliśmy się powrócić do pokrywania spółki. 2020 rok był w CCC okresem intensywnego rozwoju biznesów e-commerce, porządkowaniem nierentownych biznesów, optymalizacją kosztów (obniżenie kosztów sklepów, zrezygnowanie ze sponsoringu), optymalizacji sieci sprzedażowej (zamykanie nierentownych placówek) oraz dalszej poprawy oferty sprzedażowej. Zakładana poprawa sprzedaży r/r w 2021 roku w kanale offline oraz utrzymanie dyscypliny kosztowej powinny przełożyć się na poprawę wyniku tego segmentu. W eobuwie zakładamy poprawę sprzedaży o 28% r/r do 2,6 mld PLN oraz wzrost EBITDA o 26% r/r do 234 mln PLN. Zakładamy, że na początku 2021 roku sprzedanych zostanie 7,5% nowych udziałów eobuwie w wyniku czego spółka pozyska 367 mln PLN na rozwój platformy (w wycenie uwzględniamy rozwodnienie udziału CCC). Oczekujemy, że na koniec 2Q'21 spółka będzie miała wskaźnik DN/EBITDA na poziomie 1,9x. Wznawiamy wydawanie rekomendacji dla spółki z zaleceniem kupuj.

Cena bieżąca	71,38 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	89,00 PLN	+24,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**89,00 PLN**	**2020-12-08**
poprzednia	zawieszona		2020-03-19

Podstawowe dane			**CCC PW**	**vs. WIG**
Ticker	CCC PW	Zmiana 1M	+57,2%	+43,7%
ISIN	PLCCC0000016	Zmiana YTD	-35,1%	-31,2%
Liczba akcji (mln)	54,8	Średni obrót 1M	21,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 913,6	Średni obrót 6M	18,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	4 859,7	EV/EBITDA 12M fwd	11,7	-7,5%
Free float	56,2%	EV/EBITDA 5Y avg	12,6	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	4 726	5 845	5 319	6 789	7 858
EBITDA skor.	539	358	-164	481	624
marża EBITDA	11,4%	6,1%	-3,1%	7,1%	7,9%
EBIT	279	133	-455	249	397
Zysk netto skor.	40	-6	-811	122	252
P/E skor.	74,0	-	-	32,0	15,5
P/BV	2,6	2,7	6,5	3,6	3,2
EV/EBITDA skor.	6,9	11,3	-	9,3	7,3
DPS	2,30	0,58	0,00	0,00	2,00
DYield	3,2%	0,8%	0,0%	0,0%	2,8%
Zmiana prognoz			**2020P**	**2021P**	**2022P**
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
MBNS			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
Sprzedaż det/mkw.			0,0%	0,0%	0,0%
SG&A/mkw.			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Sprzedaż (pozostałe)	3 748	4 400	3 295	4 191	4 610
EBITDA (pozostałe)	436	247	-350	247	344
Sprzedaż (eobuwie.pl)	977	1 445	2 024	2 598	3 248
EBITDA (eobuwie.pl)	103,0	111,0	186,2	233,9	280,9
MBNS	50,1%	49,4%	44,6%	47,4%	47,4%
Przepływy oper.	**996**	**987**	**325**	**701**	**676**
Amortyzacja	167	225	291	232	228
Kapitał obrotowy	244	162	104	-122	-274
Przepływy inw.	**-621**	**-714**	**-240**	**-196**	**-189**
CAPEX	439	497	207	196	189
Przepływy fin.	**-515**	**-105**	**95**	**-352**	**-1 080**
Dywidenda/buyback	-95	-24	0	0	-110
FCF	287	-221	-242	116	86
FCF/EBITDA	53%	-62%	148%	24%	14%
CFO/EBITDA	185%	276%	-198%	146%	108%

*szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Cykl rotacji zapasów	280	240	230	225	229
Cykl rotacji należności	10	13	13	13	13
Cykl rotacji zobowiązań	134	143	133	138	133
eobuwie.pl (% sprzedaży)	20,7%	24,7%	38,0%	38,3%	41,3%
Środki pieniężne	376	543	723	877	284
Dług netto	641	971	834	430	523
Dług netto/EBITDA (x)	1,2	2,7	-5,1	0,9	0,8

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	6,0	15,5	8,2	8,2	3,5	5,4
Maksimum	127,0	32,0	25,9	25,9	43,0	16,9
Mediana	11,9	30,8	13,9	13,9	8,0	11,9
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Sprzedaż det/mkw.	374	483	510	533	552	570	586	603	614	631	631
SG&A/mkw.	359	388	422	444	460	476	499	524	550	579	579
Powierzchnia własna	625	637	657	676	697	717	725	732	739	747	747
Przychody	5 319	6 789	7 858	8 715	9 441	10 219	10 939	11 721	12 517	13 426	13 628
EBITDA	-164	481	624	733	829	933	1 021	1 117	1 195	1 301	1 321
marża EBITDA	-3,1%	7,1%	7,9%	8,4%	8,8%	9,1%	9,3%	9,5%	9,5%	9,7%	9,7%
EBIT	-455	249	397	511	610	713	800	894	970	1 073	1 090
Podatek	-26	47	75	97	116	135	152	170	184	204	207
CAPEX	-207	-196	-189	-197	-223	-230	-229	-235	-241	-228	-241
Kapitał obrotowy	104	-122	-274	-114	-57	-128	-121	-131	-134	-153	-134
FCF	-242	116	86	325	433	439	520	581	636	717	645
PV FCF	-228	101	69	242	299	280	306	316	320	333	300
WACC	8,3%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	1,5%
Zdyskontowana wartość FCF	6 518
Dług netto	971
Inne korekty	-1 498
Wycena DCF na akcję (PLN)	73,80

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	94,20
DCF	50%	73,80
Cena wynikowa		84,00
Koszt kapitału 9M		6,2%
Cena docelowa za 9M		**89,00**

mBank Biuro maklerskie

Dino

trzymaj (podwyższona)

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

Wycofujemy się z naszej negatywnej rekomendacji dla spółki. Nie zrealizował się zakładany przez nas scenariusz, w którym spółka stopniowo spowolniłaby z tempem ekspansji przy jednoczesnej presji na marżę EBITDA. Dino konsekwentnie realizuje plan rozwoju na co wskazuje ilość zabezpieczonych działek przez spółkę na koniec 3Q'20. Nie sprawdziły się nasze oczekiwania dotyczące presji wyższych kosztów wynagrodzeń na rentowność biznesu. Wzrost efektywności sprzedaży r/r oraz istotna poprawa marży brutto na sprzedaży (poprawa warunków zakupowych, niższe ceny paliwa, ograniczenie strat towarów oraz istotny spadek cen mięsa wieprzowego r/r) pozwoliły Dino na osiągnięcie ponadprzeciętnej marży EBITDA w porównaniu do innych podmiotów z sektora. W 4Q'20 możliwe będzie spowolnienie z otwarciami sklepów, co może wynikać z problemów z uzyskaniem zgód administracyjnych w związku z drugą falą COVID-19 w Polsce. W kolejnych kwartałach oczekujemy utrzymania się pozytywnej tendencji we wzroście rentowności, na co pozytywny wpływ będą miały spadki cen mięsa wieprzowego r/r (oczekujemy utrzymania się pozytywnego efektu do 1Q'21). Biorąc pod uwagę zrewidowane szacunki dotyczące wzrostu sieci spółki oraz podniesione szacunki rentowności Dino, podnosimy nasze zalecenie inwestycyjne do trzymaj.

Cena bieżąca	269,80 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	263,10 PLN	-2,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**trzymaj**	**263,10 PLN**	**2020-12-08**
poprzednia	sprzedaj	155,60 PLN	2020-07-02

Podstawowe dane			**DNP PW**	**vs. WIG**
Ticker	DNP PW	Zmiana 1M	-1,9%	-15,4%
ISIN	PLDINPL00011	Zmiana YTD	+87,4%	+91,3%
Liczba akcji (mln)	98,0	Średni obrót 1M	49,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	26 451,2	Średni obrót 6M	42,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	26 970,3	EV/EBITDA 12M fwd	21,2	+27,6%
Free float	48,9%	EV/EBITDA 5Y avg	16,6	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	5 839	7 647	10 276	13 388	16 648
EBITDA	541	725	1 052	1 355	1 676
marża EBITDA	9,3%	9,5%	10,2%	10,1%	10,1%
EBIT	429	562	854	1 109	1 373
Zysk netto	308	403	646	853	1 065
P/E	86,0	65,6	41,0	31,0	24,8
P/BV	21,8	16,3	11,6	8,4	6,3
EV/EBITDA	49,9	37,3	25,6	19,7	15,6
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Zmiana prognoz	**2020P**	**2021P**	**2022P**
EBITDA	+13,4%	+14,4%	+18,0%
Zysk netto	+20,9%	+20,4%	+25,9%
Liczba sklepów	-0,6%	+0,4%	+1,2%
sprzedaż/mkw/	+3,8%	+7,2%	+8,3%
marża EBITDA	+0,7 p.p.	+0,5 p.p.	+0,5 p.p.

Wyniki i przepływy operacyjne (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Liczba sklepów	977	1 218	1 501	1 840	2 172
Powierzchnia	376	472	584	720	854
Średnia powierzchnia skl.	385	388	389	391	393
MBNS	24,2%	24,3%	25,4%	26,0%	25,9%
Sklepów/centrum dystryb.	244	305	300	307	362
Przepływy oper.	**643**	**799**	**1 187**	**1 507**	**1 810**
Amortyzacja	112	164	198	246	303
Kapitał obrotowy	125	153	284	343	375
Przepływy inw.	**-634**	**-828**	**-1 014**	**-1 178**	**-1 132**
CAPEX	-636	-830	-1 016	-1 178	-1 132
Przepływy fin.	**82**	**155**	**76**	**-262**	**-61**
Wpływy/spłaty pożyczek	174	103	175	-203	0
FCF	-55	-53	160	309	658
FCF/EBITDA	-10%	-7%	15%	23%	40%
CFO/EBITDA	119%	110%	113%	111%	108%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(dni)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Cykl konw. zapasów	36,7	39,4	41,5	40,5	39,1
Cykl konw. należności	2,4	3,7	1,9	1,9	1,9
Cykl konw. zobowiązań	94,2	93,0	91,3	92,3	92,3
Cykl konw. gotówki	-55,0	-49,9	-47,9	-49,9	-51,3
Narzut SG&A	16,9%	17,0%	17,1%	17,7%	17,6%
Dług netto (mln PLN)	565	592	519	250	-368
Dług netto/EBITDA (x)	1,0	0,8	0,5	0,2	-0,2

Analiza porównawcza

	EV/EBITDA Growth			P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	0,9	0,7	0,7	0,0	9,9	9,0	4,9	4,9	4,6
Maksimum	1,0	0,9	0,9	28,5	20,3	18,5	8,4	8,5	7,8
Mediana	1,0	0,9	0,9	19,0	17,1	14,7	6,5	5,9	5,7
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	1 501	1 840	2 172	2 521	2 852	3 167	3 466	3 766	4 065	4 364	4 364
Sprzedaż/mkw.	1 621	1 711	1 764	1 817	1 854	1 892	1 893	1 893	1 893	1 893	1 893
narzut SG&A	17,1%	17,7%	17,6%	17,5%	17,4%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%
Przychody	10 276	13 388	16 648	20 156	23 658	27 167	30 082	32 949	35 841	38 758	38 758
EBITDA	1 042	1 345	1 666	2 030	2 407	2 765	3 062	3 387	3 685	3 985	3 995
marża EBITDA	10,1%	10,0%	10,0%	10,1%	10,2%	10,2%	10,2%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%
EBIT	854	1 109	1 373	1 682	2 000	2 298	2 541	2 809	3 048	3 298	3 298
Podatek	160	211	261	320	380	437	483	534	579	627	2 887
CAPEX	-1 016	-1 178	-1 132	-1 277	-1 361	-1 291	-1 391	-1 515	-1 542	-697	-697
Kapitał obrotowy	284	343	375	416	369	350	305	300	158	-647	-647
FCF	160	309	658	859	1 046	1 397	1 504	1 649	1 732	2 025	2 086
PV FCF	148	266	527	639	720	889	884	896	868	937	965
WACC	8,5%	7,1%	7,5%	7,8%	8,0%	8,1%	8,2%	8,3%	8,3%	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	3,0%
Zdyskontowana wartość FCF	17 899
Dług netto	592
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	245,62

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	248,70
DCF	50%	245,62
Cena wynikowa		247,16
Koszt kapitału 9M		6,5%
Cena docelowa za 9M		**263,10**

Eurocash

kupuj (bez zmian)

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

Kurs spółki istotnie spadł w 2020 roku w reakcji na wydłużający się okres integracji w segmencie detalicznym. W 2020 roku segment hurtowy kontynuował poprawę wyniku r/r, natomiast rezultaty segmentu detalicznego były pod presją ze względu na wprowadzane restrykcje w związku z pandemią COVID-19. W segmencie projekty bardzo dobry wynik odnotowało Frisco, które zdecydowało o ekspansji na rynek wrocławski w listopadzie 2020 roku. Jednocześnie biznes planuje ekspansję do innych miast w Polsce (planowane zakończenie ekspansji w 2023 roku). Z pozostałych biznesów w segmencie projektów blisko break-even jest sieć Duży Ben. W 2021 roku oczekujemy finalizacji integracji sieci w segmencie detalicznym oraz stopniową poprawę rentowności tego segmentu. Biorąc pod uwagę efekt bazy oraz przeprowadzone działania zakładamy, że segment detaliczny poprawi wynik r/r w 2021 roku, co powinno spotkać się z pozytywną reakcją inwestorów. Pozostawiamy naszą rekomendację kupuj bez zmian.

Cena bieżąca	14,77 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	19,90 PLN	+34,7%

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

Podstawowe dane			**EUR PW**	**vs. WIG**
Ticker	EUR PW	Zmiana 1M	12,3%	-1,2%
ISIN	PLEURCH00011	Zmiana YTD	-32,4%	-28,5%
Liczba akcji (mln)	139,2	Średni obrót 1M	5,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 055,4	Średni obrót 6M	4,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	2 668,8	EV/EBITDA 12M fwd	5,4	-38,7%
Free float	56,0%	EV/EBITDA 5Y avg	8,8	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.	30,7	20,4	16,2	11,9	10,4
P/BV	2,0	2,1	2,4	2,5	2,6
EV/EBITDA skor.	7,2	6,6	6,1	5,7	5,3
DPS	0,76	1,03	0,50	0,50	0,50
DYield	5,2%	7,0%	3,4%	3,4%	3,4%

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**

mBank Biuro maklerskie

Jeronimo Martins

akumuluj (bez zmian)

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

Pandemia COVID-19 istotnie wpłynęła na rezultaty biznesów portugalskich (Pingo Doce i Recheio), drogerii w Polsce (Hebe) oraz sieci Ara w Kolumbii. Sieć Biedronka pomimo początkowej niepewności odnotowała bardzo dobrą sprzedaż w 2020 roku zwiększając swój udział w rynku. Wyniki sieci były częściowo obciążone przez dodatkowe koszty związane z pandemią COVID-19 (dodatkowe świadczenia dla pracowników, środki ochrony). Biorąc pod uwagę stabilizację sytuacji w biznesie, zarząd Jeronimo Martins zdecydował się na wypłatę dywidendy w pełnym zakresie (zgodnie z polityką dywidendową). W 2021 roku oczekujemy kontynuacji pozytywnych trendów w sieci Biedronka oraz istotnej poprawy wyników r/r w biznesach portugalskich, w Hebe i w Ara. Zgodnie z zapowiedziami spółka jest aktywna na rynku M&A, a potencjalna transakcja mogłaby pozytywnie wpłynąć na kurs akcji. Pozostawiamy naszą rekomendację akumuluj bez zmian.

Cena bieżąca	14,08 EUR	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	15,30 EUR	+8,7%

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

Podstawowe dane			**JMT PL**	**vs. WIG**
Ticker	JMT PL	Zmiana 1M	-0,3%	-13,8%
ISIN	PTJMT0AE0001	Zmiana YTD	-4,0%	-0,1%
Liczba akcji (mln)	629,3	Średni obrót 1M	10,0 mln EUR	
MC (mln EUR)	8 857,3	Średni obrót 6M	11,1 mln EUR	
EV (mln EUR)	8 904,3	EV/EBITDA 12M fwd	6,9	-23,6%
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.	22,1	17,0	19,6	16,7	15,8
P/BV	5,0	4,5	4,1	3,8	3,5
EV/EBITDA skor.	9,6	8,5	8,4	7,2	6,6
DPS	0,64	0,35	0,26	0,33	0,35
DYield	4,5%	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%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

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

*bez MSSF 16

Analiza porównawcza

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

Model DCF (bez MSSF 16)

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

Podsumowanie DCF

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

Wycena

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

LPP

kupuj (podtrzymana)

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

Akcje LPP poradziły sobie najlepiej ze wszystkich spółek z sektora odzieżowego i obuwniczego na GPW w 2020 roku. Wprowadzone restrykcje dotyczące ograniczenia działalności sklepów stacjonarnych były dotkliwe dla spółki, jednak mocny bilans (gotówka netto na koniec 2Q'20/21) oraz dobrze rozwinięty kanał e-commerce pozwoliły spółce na ograniczenie negatywnego wpływu pandemii COVID-19 na wyniki. Podkreślamy, że pomimo niepewnego otoczenia rynkowego spółka realizowała założony plan inwestycyjny, a powierzchnia sprzedażowa wzrosła o 13% r/r na koniec 3Q'20/21 (kontynuacja dynamicznego wzrostu). W 2020 roku zarząd skoncentrował się na optymalizacji kosztów sklepów, poprawie warunków najmu oraz optymalizacji sieci (zamknięcia sklepów oraz negocjacje z wynajmującymi w Niemczech). Powyższe czynniki wraz z zakładaną odbudową sprzedaży powinny przełożyć się na istotną poprawę wyniku spółki w 2021/22 roku. Nieznacznie podnieśliśmy nasze szacunki dotyczące sprzedaży/mkw. w kolejnych latach, co przełożyło się na wzrost naszej prognozy EBITDA/zysku netto dla tych okresów. Biorąc powyższe pod uwagę podtrzymujemy rekomendację kupuj oraz podnosimy naszą cenę docelową.

Cena bieżąca	7 285,00 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	8 500,00 PLN	+16,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**8 500,00 PLN**	**2020-12-08**
poprzednia	kupuj	7 600,00 PLN	2020-11-05

Podstawowe dane			**LPP PW**	**vs. WIG**
Ticker	LPP PW	Zmiana 1M	+12,2%	-1,2%
ISIN	PLLPP0000011	Zmiana YTD	-17,4%	-13,5%
Liczba akcji (mln)	1,9	Średni obrót 1M	21,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	13 494,9	Średni obrót 6M	19,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	12 472,0	EV/EBITDA 12M fwd	8,2	+1,5%
Free float	53,7%	EV/EBITDA 5Y avg	8,1	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	8 047	9 194	8 230	10 860	12 623
EBITDA skor.	1 106	1 312	671	1 215	1 545
marża EBITDA	13,7%	14,3%	8,2%	11,2%	12,2%
EBIT skor.	757	905	194	725	967
Zysk netto skor.	505	567	176	562	756
P/E skor.	26,7	23,8	76,7	24,0	17,9
P/BV	4,8	4,2	4,1	3,6	3,1
EV/EBITDA skor.	11,4	9,5	18,6	10,4	8,1
DPS	39,59	0,00	0,00	0,00	82,95
DYield	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	1,1%

Zmiana prognoz	**2020P**	**2021P**	**2022P**
EBITDA	-1,6%	+0,6%	+2,2%
Zysk netto	-5,2%	+6,3%	+7,0%
Sprzedaż det/mkw.	0,0%	+2,0%	+2,1%
SG&A/mkw.	0,0%	0,0%	0,0%
Powierzchnia	0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Sprzedaż stacjonarna	7 335	8 151	6 074	8 553	10 109
zmiana r/r	10,0%	11,1%	-25,5%	40,8%	18,2%
E-commerce	712	1 042	2 156	2 307	2 514
zmiana r/r	97,3%	46,4%	106,8%	7,0%	9,0%
udział e-commerce	9%	11%	26%	21%	20%
Przepływy oper. (bez M	**1 212**	**2 418**	**1 597**	**1 634**	**2 026**
D&A	349	431	477	490	579
D&A (MSSF 16)	0	597	673	717	796
Kapitał obrotowy	125	-25	522	-85	-50
Przepływy inw.	**-704**	**-910**	**-735**	**-1 106**	**-904**
Przepływy fin.	**21**	**-554**	**-614**	**-385**	**-1 122**
Dywidenda/buyback	73	0	0	0	154
FCF	-47	156	317	-121	398
FCF/EBITDA	-4%	12%	47%	-10%	26%
CFO/EBITDA	110%	115%	115%	83%	85%

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	-1,5	-0,7	-0,7

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P
Minimum	22,6	26,4	22,1	11,0	10,1	9,4
Maksimum	191,5	58,9	26,6	15,8	17,6	12,6
Mediana	107,1	42,6	24,4	13,4	13,8	11,0
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Sprzedaż det/mkw.	385	488	514	509	504	504	503	506	507	509	509
SG&A/mkw.	244	273	277	280	267	267	269	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	8 230	10 860	12 623	14 003	15 083	16 190	17 230	18 360	19 452	20 629	20 629
EBITDA	671	1 215	1 545	1 757	1 915	2 061	2 196	2 343	2 491	2 617	2 617
marża EBITDA	8,2%	11,2%	12,2%	12,5%	12,7%	12,7%	12,7%	12,8%	12,8%	12,7%	12,7%
EBIT	194	725	967	1 145	1 306	1 444	1 559	1 677	1 733	1 859	1 859
Podatek	146	145	193	229	261	289	312	335	347	372	372
CAPEX	-731	-1 106	-904	-599	-666	-740	-819	-904	-758	-758	-758
Kapitał obrotowy	522	-85	-50	22	-114	-34	-32	-34	-300	-335	-335
FCF	317	-121	398	951	874	999	1 034	1 070	1 087	1 152	1 181
PV FCF	307	-108	330	728	618	652	623	595	559	547	
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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdyskontowana wartość FCF	14 525
Dług netto	-1 081
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	8 400

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	7 600
DCF	50%	8 400
Cena wynikowa		8 000
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		**8 500**

mBank Biuro maklerskie

VRG

kupuj (bez zmian)

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

Podobnie jak inne spółki z sektora odzieżowego i obuwniczego akcje VRG odnotowały istotny spadek wartości w 2020 roku. Najmocniejsze spadki sprzedaży r/r dotyczyły segmentu odzieżowego, co wynikało z zamknięć sklepów, ograniczeń dotyczących imprez okolicznościowych oraz przejścia wielu firm na pracę zdalną. Segment jubilerski wykazał się dużą odpornością w tych trudnych czasach. Jednocześnie spółka skoncentrowała się na optymalizacji kapitału obrotowego (zmniejszenie zamówień na kolejny sezon i w efekcie skrócenie cyklu konwersji zapasów) oraz na optymalizacji kosztów. Druga fala pandemii oraz lockdown w listopadzie negatywnie przełożyły się na wyniki sprzedażowe spółki. Niemniej otwarcie sklepów pod koniec listopada powinno wspierać sprzedaż w najważniejszym sezonowo grudniu (oczekujemy częściowego efektu przesunięcia popytu z listopada). Oczekujemy, że wraz ze stopniową normalizacją sytuacji z pandemią COVID-19 (wprowadzanie szczepionek), popyt na towary oferowane przez VRG powinien się odbudowywać w kolejnych kwartałach (efekt niskiej bazy w 1-2Q'21), co w połączeniu z niską bazą kosztową powinno pozwolić na istotną poprawę wyniku r/r w 2021 roku. Pozostawiamy naszą pozytywną rekomendację dla spółki bez zmian.

Cena bieżąca	2,40 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	3,14 PLN	+30,8%

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

Podstawowe dane			**VRG PW**	**vs. WIG**
Ticker	VRG PW	Zmiana 1M	+20,0%	+6,5%
ISIN	PLVSTLA00011	Zmiana YTD	-40,6%	-36,7%
Liczba akcji (mln)	234,5	Średni obrót 1M	0,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	562,7	Średni obrót 6M	0,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	632,4	EV/EBITDA 12M fwd	5,7	-31,9%
Free float	36,7%	EV/EBITDA 5Y avg	8,3	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	10,5	8,5	70,6	19,4	10,6
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA skor.	7,0	5,7	16,1	8,8	6,1
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%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Sprz./mkw. (odziezowy)	1 318	1 048	719	927	1 049
Sprz./mkw. (jubilerski)	2 540	2 689	2 314	2 693	2 759
SG&A/mkw. (odziezowy)	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%

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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana 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 ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

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

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

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Prostej 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_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

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

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

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

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych miedzy 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 8 grudnia 2020 o godzinie 8:30.
Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 8 grudnia 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, BNP Paribas Bank Polska, 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, NWAI Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pfleiderer 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, NWAI Dom Maklerski, Pfleiderer Group, Primetech.

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Biura maklerskiego mBanku.

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

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

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

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:
DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu
Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.
Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.
Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.
Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena 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
Allegro	Alibaba, Amazon, Asos, Boohoo, Ebay, Etsy, Global Fashion Group, Jd.Com, Lojas Americanas, Magazine Luiza, Mercadolibre, Overstock.Com, Via Varejo, Vipshop Holdings, Zalando, Zozo
AmRest	Alsea, Autogrill, Chipotle Mexican, Collins Foods, Jack In The Box, McDonalds, Mitchells & Butlers, Starbucks, Texas Roadhouse, Wendy's, Yum! Brands
Asseco Poland	Atos, CAP Gemini, Comarch, Computacenter, Fiserv, Indra Sistemas, Oracle, Sage Group, SAP, Software AG
CCC	Adidas, Asos, Boohoo.com, Caleries, Crocs, Foot Locker, Geox, Nike, Steven Madden, Tod's, Zalando
CD Projekt	Activision, Blizzard, CAPCOM, Electronic Arts, Take Two Interactive, Ubisoft Entertainment
CEZ	EDF, EDP, Endesa, Enea, Enel, Energa, EON, Innogy, PGE, RWE, Tauron
Ciech	Akzo Nobel, BASF, Bayer, Ciner Resources, GHCL, Hongda Xindye, Huntsman, ICI Pakistan, MISR Chemical, PCC Rokita, OCI, Qingdao, Sesoda, Shandong Haihua, Soda Samayii, Solvay, Tangshan Sanyou Chemical, Tata Chemicals, Tessenderlo Chemie, Wacker Chemie
Cognor	AK Steel, Alumetal, ArcelorMittal, Baoshan Iron & Steel, Commercial Metals, HeSteel, Hitachi Metals, Hyundai Steel, JFE Holdings, JSW Steel, Kloeckner & Co, Metalurgica Gerdau, Nippon Yakin Kogyo, Nucor, Olympic Steel, Outokumpu, POSCO, Salzgitter, SSAB, Steel Authority Of India, Steel Dynamics, Tata Steel, thyssenkrupp, United States Steel Corp, voestalpine
Comarch	Asseco Poland, Atos, CAP Gemini, Computacenter, Fiserv INC, Indra Sistemas, Oracle Corp, Sage Group, SAP, Software AG, Tieto
Cyfrowy Polsat	BT Group, Comcast, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Iliad, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Netia, O2 Czech, Orange, Orange Polska, Shaw Communications, Talktalk Telecom, Tele2, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
Dino	Carrefour, Eurocash, Jeronimo Martins, Magnit, Metro, O'Key Group, Tesco, X5
Eurocash	Carrefour, Dino, Jeronimo Martins, Magnit, Metro, O'Key Group, Tesco, X5
Famur	Caterpillar, Epiroc, Komatsu, Sandvik, Weir Group, Metso, Flsmidth
Grupa Azoty	Acron, Agrium, CF Industries, Israel Chemicals, K+S, Mosaic, Phosagro, Potash, Yara
Jeronimo Martins	BIM, Carrefour, Dino, Eurocash, Magnit, Metro, O'Key, Group, Tesco, X5
JSW	Alliance Resource Partners, Arch Coal, Banpu Public, BHP Billiton, Bukin Asam, China Coal, Cloud Peak Energy, Cokal, Henan Shenhou, LW Bogdanka, Natural Resource Partners, Peabody Energy, Rio Tinto, Semirara Mining and Power, Shaanxi Heimao, 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
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 Vind, 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	Affilated 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
data wydania	2020-09-02	2020-06-03	2020-05-05	2020-02-05	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	493,00	476,00	422,00	439,00	454,00
kurs z dnia rekomendacji	482,00	475,00	408,50	440,00	360,50

AC

rekomendacja	przeważaj	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2020-12-08	2020-06-29	2020-05-21	2020-04-01	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	36,40	38,50	36,50	39,00	43,20

Agora

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2020-12-08	2020-06-03	2020-04-15
cena docelowa (PLN)	7,60	8,60	8,60
kurs z dnia rekomendacji	6,96	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	akumuluj	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-11-19	2020-11-05	2020-06-03	2020-04-16	2020-03-30	2020-02-21
cena docelowa (PLN)	18,78	14,98	14,98	21,00	24,72	30,50
kurs z dnia rekomendacji	17,50	13,39	15,19	16,45	13,00	26,62

Allegro

rekomendacja	sprzedaj
data wydania	2020-11-18
cena docelowa (PLN)	54,00
kurs z dnia rekomendacji	67,89

Alumetal

rekomendacja	równoważ	równoważ	niedoważaj	niedoważaj	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2020-12-08	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	44,50	36,00	35,90	38,00	40,10	37,00	34,60	43,50	42,80	39,30

Amica

rekomendacja	równoważ	przeważaj	przeważaj	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2020-12-08	2020-09-30	2020-07-30	2020-06-29	2020-04-01	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	149,60	136,60	145,00	120,00	84,30	133,20

AmRest

rekomendacja	zawieszona	trzymaj	trzymaj
data wydania	2020-12-08	2020-03-04	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	-	40,00	47,00
kurs z dnia rekomendacji	25,80	39,55	46,35

Apator

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2020-12-08	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	22,40	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	przeważaj
data wydania	2020-12-08	2020-10-27	2020-05-11	2020-04-01	2020-01-30	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	25,20	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	przeważaj	równoważ	równoważ
data wydania	2020-11-27	2020-05-05	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,44	2,94	3,06

BNP Paribas Polska

rekomendacja	akumuluj	kupuj
data wydania	2020-12-08	2020-11-19
cena docelowa (PLN)	64,45	64,45
kurs z dnia rekomendacji	55,00	46,40

Boryszew

rekomendacja	równoważ	równoważ	niedoważaj	niedoważaj	niedoważaj	równoważ
data wydania	2020-12-08	2020-09-09	2020-06-08	2020-04-01	2020-01-30	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	2,87	3,39	3,59	3,74	4,54	4,09

CCC

rekomendacja	kupuj	zawieszona	kupuj	kupuj
data wydania	2020-12-08	2020-03-19	2020-02-21	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	89,00	-	135,00	157,00
kurs z dnia rekomendacji	71,38	24,98	94,00	108,10

CD Projekt

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2020-12-08	2020-11-05	2020-10-02	2020-09-02	2020-06-03	2020-05-05	2020-02-05	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	445,10	421,60	429,10	429,10	388,10	342,50	284,20	281,30
kurs z dnia rekomendacji	425,10	381,20	382,60	440,70	388,20	357,90	305,00	260,30

CEZ

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-11-20	2020-10-02	2020-06-03	2020-05-05	2020-02-20	2019-12-05
cena docelowa (CZK)	601,40	514,80	514,80	527,86	592,91	597,80
kurs z dnia rekomendacji	468,00	438,00	489,00	451,00	503,00	502,00

Ciech

rekomendacja	trzymaj	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-12-08	2020-11-05	2020-10-02	2020-07-02	2020-05-29	2020-04-14	2020-02-13	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	32,59	34,27	30,10	34,09	38,94	45,14	47,46	44,41
kurs z dnia rekomendacji	30,35	27,45	27,25	32,30	39,25	31,80	39,40	36,40

Cognor

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2020-12-08	2020-09-25	2020-08-04	2020-04-22	2019-12-06	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	2,29	2,03	1,98	0,94	1,25	1,25
kurs z dnia rekomendacji	1,25	1,10	0,93	0,95	1,20	1,17

Comarch

rekomendacja	kupuj	trzymaj
data wydania	2020-09-29	2020-05-13
cena docelowa (PLN)	247,60	220,30
kurs z dnia rekomendacji	204,00	210,00

Cyfrowy Polsat

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2020-12-08	2020-09-02	2020-04-01	2020-03-04
cena docelowa (PLN)	27,90	26,30	24,10	26,10
kurs z dnia rekomendacji	27,84	26,92	23,82	26,24

Dino

rekomendacja	trzymaj	sprzedaj	redukuj	redukuj	trzymaj	redukuj
data wydania	2020-12-08	2020-07-02	2020-06-03	2020-05-05	2020-03-04	2020-02-05
cena docelowa (PLN)	263,10	155,60	155,60	151,60	152,30	149,70
kurs z dnia rekomendacji	269,80	199,10	185,70	173,70	155,00	164,70

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	zawieszona
data wydania	2020-12-08	2020-06-23	2020-02-27
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	5,60	7,90	6,00

Energa

rekomendacja	zawieszona	zawieszona	zawieszona
data wydania	2020-12-08	2020-06-03	2020-02-27
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	7,80	8,19	7,36

Ergis

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	3,84

Erste Group

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2020-12-08	2020-08-10	2020-03-04	2019-12-05
cena docelowa (EUR)	30,58	26,00	36,61	36,61
kurs z dnia rekomendacji	24,95	19,85	29,44	32,20

Eurocash

rekomendacja	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2020-07-02	2020-06-03	2020-05-05	2020-02-05
cena docelowa (PLN)	19,90	19,90	20,50	19,80
kurs z dnia rekomendacji	17,34	18,50	21,10	19,94

Famur

rekomendacja	kupuj	kupuj	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-12-08	2020-08-04	2020-04-30	2020-03-04	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	3,30	2,86	2,20	4,58	5,18
kurs z dnia rekomendacji	1,90	1,70	2,08	2,73	2,98

Forte

rekomendacja	równoważ	równoważ	przeważaj	przeważaj	równoważ	niedoważaj	niedoważaj	niedoważaj	równoważ
data wydania	2020-12-08	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	38,80	32,40	28,85	20,25	17,60	11,20	11,80	32,30	28,15

GPW

rekomendacja	redukuj	redukuj	sprzedaj	trzymaj	kupuj
data wydania	2020-12-08	2020-11-05	2020-09-30	2020-05-20	2020-01-16
cena docelowa (PLN)	40,60	39,19	39,19	41,56	47,82
kurs z dnia rekomendacji	43,00	44,80	47,10	40,00	40,85

Grupa Azoty

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2020-12-08	2020-09-02	2020-07-02	2020-04-17	2020-03-04	2020-02-06	2020-02-05	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	24,54	25,83	29,90	28,42	30,55	30,31	30,31	32,75
kurs z dnia rekomendacji	26,85	25,30	30,45	28,00	22,24	27,50	26,10	30,00

Handlowy

rekomendacja	trzymaj	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2020-11-19	2020-11-05	2020-06-03	2020-04-16	2020-03-30	2020-02-27	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	36,45	37,64	37,64	39,86	45,66	63,46	57,44
kurs z dnia rekomendacji	35,60	29,60	38,00	39,50	44,00	55,90	51,70

ING BSK

rekomendacja	redukuj	trzymaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	trzymaj
data wydania	2020-11-19	2020-10-02	2020-06-03	2020-04-16	2020-03-30	2020-02-04	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	143,10	117,78	117,78	114,14	126,36	170,00	187,77
kurs z dnia rekomendacji	155,20	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	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	sprzedaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	kupuj
data wydania	2020-12-08	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)	36,58	20,14	25,96	15,82	16,41	9,78	15,34	18,41	23,32	28,04
kurs z dnia rekomendacji	25,53	18,20	25,00	15,18	17,40	12,85	15,15	19,78	22,68	18,80

Kernel

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2020-12-08	2020-11-05	2020-09-23	2020-06-03	2020-02-05	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	57,39	53,66	56,35	44,58	47,25	41,60
kurs z dnia rekomendacji	46,75	39,00	39,90	43,80	47,20	41,20

Grupa Kęty

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2020-12-08	2020-11-05	2020-09-02	2020-06-25	2020-04-07	2020-03-04	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	472,99	422,81	465,74	453,70	335,96	360,29	335,44
kurs z dnia rekomendacji	449,50	410,00	482,50	432,00	339,00	381,00	338,50

KGHM

rekomendacja	trzymaj	redukuj	trzymaj	sprzedaj	sprzedaj	redukuj	trzymaj	redukuj	trzymaj
data wydania	2020-12-08	2020-10-02	2020-07-29	2020-06-03	2020-05-05	2020-03-24	2020-03-04	2020-02-05	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	152,27	103,84	124,67	62,94	46,83	46,83	76,92	86,33	85,54
kurs z dnia rekomendacji	177,20	115,15	129,45	88,10	74,00	54,64	77,82	96,44	88,66

Komercni Banka

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-12-08	2020-10-02	2020-09-02	2020-08-10	2019-12-05
cena docelowa (CZK)	682,02	618,97	618,97	618,97	928,20
kurs z dnia rekomendacji	616,00	484,50	534,00	529,00	792,00

Kruk

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-12-08	2020-09-03	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	174,96	183,17	210,31
kurs z dnia rekomendacji	142,30	156,70	150,90

Kruszwica

rekomendacja	równoważ	przeważaj	równoważ	przeważaj	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2020-12-08	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	56,60	53,20	60,40	59,00	54,80	52,20	45,80

Lotos

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	redukuj	trzymaj	redukuj	redukuj
data wydania	2020-12-08	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)	49,01	47,09	47,09	55,87	60,39	59,22	67,19	68,47	77,80
kurs z dnia rekomendacji	37,30	34,00	39,22	60,14	60,52	65,10	61,06	76,78	85,20

LPP

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-12-08	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)	8 500,00	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	7 285,00	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	przeważaj	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2020-12-08	2020-09-30	2020-06-29	2020-04-01	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	55,50	47,00	50,50	50,00	72,00

Millennium

rekomendacja	trzymaj	kupuj	trzymaj	kupuj	trzymaj	redukuj	trzymaj
data wydania	2020-11-19	2020-06-03	2020-04-16	2020-03-30	2020-03-04	2020-02-05	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	2,88	3,72	3,38	4,06	5,47	5,47	5,47
kurs z dnia rekomendacji	2,93	2,64	3,28	3,30	5,06	5,91	5,49

MOL

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2020-12-08	2020-09-02	2020-08-04	2020-07-02	2020-06-03	2020-03-31	2020-03-04	2020-02-05
cena docelowa (HUF)	2 379,00	1 976,00	2 158,00	2 158,00	2 072,00	1 927,00	2 726,00	2 816,00
kurs z dnia rekomendacji	2 002,00	1 686,00	1 722,00	1 821,00	1 916,00	1 849,00	2 530,00	2 618,00

Moneta Money Bank

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2020-12-08	2020-08-10
cena docelowa (CZK)	82,70	79,68
kurs z dnia rekomendacji	67,00	54,20

Monnari

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	2,99

Netia

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2020-12-08	2020-08-04	2020-05-05	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	4,70	4,40	4,40	4,70
kurs z dnia rekomendacji	4,50	4,46	3,91	4,44

Orange Polska

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2020-12-08	2020-07-30	2020-06-03	2020-03-27
cena docelowa (PLN)	8,20	8,30	6,90	6,90
kurs z dnia rekomendacji	6,52	7,07	6,49	5,88

OTP Bank

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2020-12-08	2020-09-02	2020-08-10	2019-12-05
cena docelowa (HUF)	13 800,00	11 039,00	11 039,00	14 681,00
kurs z dnia rekomendacji	12 000,00	9 950,00	10 430,00	14 870,00

Pekao

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-11-19	2020-06-03	2020-04-16	2020-03-30	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	75,93	68,90	77,70	83,51	115,20
kurs z dnia rekomendacji	57,94	52,40	54,30	55,32	96,34

PGE

rekomendacja	zawieszona	zawieszona	zawieszona
data wydania	2020-12-08	2020-04-27	2020-02-27
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	5,77	4,05	5,15

PGNiG

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2020-12-08	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
cena docelowa (PLN)	6,39	5,97	5,94	5,94	5,23	4,91	4,44	3,24	3,88	4,06
kurs z dnia rekomendacji	5,21	4,56	5,15	5,10	4,63	4,31	3,48	3,14	3,20	3,86

PKN Orlen

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	redukuj	trzymaj
data wydania	2020-12-08	2020-09-02	2020-07-02	2020-06-03	2020-05-05	2020-03-23	2020-03-04	2020-02-03	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	58,40	56,37	67,72	66,85	58,61	58,61	66,70	68,03	94,17
kurs z dnia rekomendacji	59,60	50,32	63,28	67,80	59,52	52,58	62,26	75,66	88,50

PKO BP

rekomendacja	kupuj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2020-11-19	2020-11-05	2020-06-03	2020-04-16	2020-03-30	2020-03-04	2020-02-05	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	32,40	22,58	22,58	24,85	26,90	39,69	39,69	39,50
kurs z dnia rekomendacji	27,23	20,44	22,06	22,14	22,75	33,10	36,00	34,99

PKP Cargo

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	redukuj	redukuj
data wydania	2020-12-08	2020-09-02	2020-07-02	2020-05-05	2020-02-26	2020-02-05	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	13,97	12,80	12,37	12,37	13,89	16,40	18,13
kurs z dnia rekomendacji	13,20	12,38	14,04	11,46	13,66	17,50	20,00

Play

rekomendacja	zawieszona	redukuj	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2020-12-08	2020-10-02	2020-09-18	2020-08-04	2020-05-15	2020-03-25	2020-02-05
cena docelowa (PLN)	-	35,20	35,20	35,70	35,70	33,50	36,00
kurs z dnia rekomendacji	38,52	38,72	26,16	32,54	31,02	29,04	34,80

PlayWay

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2020-12-08	2020-10-02	2020-08-25
cena docelowa (PLN)	590,00	549,00	549,00
kurs z dnia rekomendacji	599,00	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	zawieszona	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2020-12-08	2020-09-30	2020-06-29	2020-04-01	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,91	1,65	1,70	0,81	1,80

PZU

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2020-12-03	2020-04-28	2020-03-04	2020-02-05	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	39,33	35,93	41,91	41,91	41,91
kurs z dnia rekomendacji	26,45	29,92	36,31	40,54	36,47

RBI

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2020-12-08	2020-08-10	2019-12-05
cena docelowa (EUR)	18,22	17,67	23,05
kurs z dnia rekomendacji	16,69	15,20	21,24

Santander Bank Polska

rekomendacja	kupuj	kupuj	trzymaj	akumuluj	kupuj	kupuj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2020-11-19	2020-08-04	2020-07-02	2020-06-03	2020-04-16	2020-03-30	2020-02-05	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	238,14	179,37	179,37	179,37	194,52	229,52	287,90	265,50
kurs z dnia rekomendacji	175,20	152,50	174,50	163,60	160,70	173,90	304,00	279,00

Skarbiec Holding

rekomendacja	kupuj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-12-08	2020-09-11	2020-07-02	2020-06-03	2020-03-04	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	30,74	26,86	21,20	21,20	21,20	29,34
kurs z dnia rekomendacji	24,80	24,70	21,40	19,05	18,80	17,20

Stalprodukt

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2020-12-08	2020-08-07
cena docelowa (PLN)	370,99	336,15
kurs z dnia rekomendacji	210,50	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	zawieszona
data wydania	2020-12-08	2020-05-05	2020-02-27
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	2,17	1,14	1,22

Ten Square Games

rekomendacja	kupuj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj	kupuj
data wydania	2020-12-08	2020-11-05	2020-09-02	2020-07-02	2020-06-03	2020-05-26	2020-05-05	2020-04-23
cena docelowa (PLN)	724,00	722,00	623,00	592,00	592,00	592,00	462,00	462,00
kurs z dnia rekomendacji	525,00	640,00	548,00	548,00	505,00	539,00	450,00	371,00

TIM

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2020-12-08	2020-10-29	2020-06-29	2020-04-01	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	18,90	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	akumuluj	redukuj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2020-12-08	2020-04-20	2020-02-05	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	93,00	63,10	79,70	70,00
kurs z dnia rekomendacji	82,00	67,80	82,20	68,20

mBank Biuro maklerskie

mBank S.A.
Prosta 18
00-850 Warszawa
http://www.mbank.pl/

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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