środa, 2 czerwca 2021 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: czerwiec 2021

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

Rynki akcji będą kontynuowały trend wzrostowy. Podtrzymujemy przeważanie spółek cyklicznych, ale technologia z coraz lepszą perspektywą. Na GPW napływ nowych środków (dywidendy, TFI, PPK) przy mniejszej podaży akcji na rynku pierwotnym.

Ze spółek

Finanse

W czerwcu kontynuujemy przeważenie polskiego sektora bankowego chociaż po ostatnich wzrostach dynamika najprawdopodobniej wyhamuje. Po sezonie wyników oczekujemy, że sentyment do polskiego sektora bankowego kreować będą podwyżki konsensusu, zrewidowana polityka dywidendowa KNF, ale i kolejne wiadomości odnośnie kredytów CHF. Nadal oczekujemy, że spotkanie SN w sprawie kredytów CHF odbędzie się, jeżeli w ogóle, dopiero we wrześniu, a do tego czasu kolejne banki mogą podjąć decyzje dołączenia do programu ugód. Bardzo dobre zachowanie banków zagranicznych, szczególnie od naszej ostatniej rewizji prognoz w kwietniu, powoduje, że obniżamy rekomendacje dla Erste, OTP i Komercni do trzymaj.

Chemia

Rosnące ceny surowców (gaz, węgiel koksujący), to wyzwanie dla polskich spółek chemicznych. Z niepokojem spoglądamy na rosnące ceny certyfikatów CO_2. Relatywnie lepiej niż Grupa Azoty pozycjonujemy Ciech.

Surowce

Po słabszym zachowaniu surowców w maju w kolejnym miesiącu ceny wspierane będą przez zakłócenia podażowe (widmo nowych podatków w Chile i Peru, strajki w Escondida i Spence, spadki monitorowanych zapasów) oraz wciąż luźną politykę monetarną. Jesteśmy pozytywni na JSW i KGHM.

Paliwa

Wchodzimy w okres coraz mocniejszej odbudowy popytu na paliwa, co przy niskich zapasach będzie wspierać modelowe marże rafineryjne. W ramach sektora preferujemy Lotos i ewentualnie MOL (wyniki 2Q). Ostatnia zwyżka na PKN to naszym zdaniem dyskontowanie korzystnego parytetu przejęcia PGN.

Energetyka

Ceny energii i CO_2 się nie zatrzymują i dlatego podnosimy nasze ścieżki cenowe, ale premiuje to tylko „czystych" producentów (podnosimy wyceny dla CEZ i PEP). W przypadku polskich zintegrowanych koncernów spadek CDS jest drugorzędny w kontekście planów transformacji. Zwyżka cen może jednak też rodzić problemy w obrocie.

Telekomunikacja, Media, IT

Naszym faworytem w czerwcu jest WPL. Dobre wyniki za 1Q'21 oraz odrodzenie się turystyki powinny wyraźnie poprawić sentyment do spółki. Liczymy także na wzrosty spółek IT, zwłaszcza w ACP i CMR. Sprzedaż infrastruktury przez CPS i OPL powinny umacniać notowania obu telekomów.

Przemysł

Lokalnie rekordowe wskaźniki PMI dla przemysłu oraz osłabienie PLN do EUR korzystnie wpływają na otoczenie dla polskich spółek przemysłowych w perspektywie 2Q'21 i 3Q'21. Z większą ostrożnością spoglądamy natomiast na wzrosty kosztów energii i pracy w perspektywie 2022 roku. Akcje spółek przemysłowych w Polsce są po znaczących wzrostach, dlatego obecnie jesteśmy neutralni do sektora. Najbardziej przekonani jesteśmy do AC, Astarta oraz Kernel. Unikalibyśmy Amica i PKP Cargo.

Kluczowe rekomendacje

Pozytywne: AC, Astarta, Asseco Poland, BNP Paribas Bank Polska, CEZ, Comarch, JSW, Kernel, KGHM, Lotos, Moneta Money Bank, Pekao, PZU, TIM, Wirtualna Polska

Negatywne: Allegro, Amica, PKP Cargo

Indeksy	Kurs bieżący	1M	YTD
WIG	66 279	+9,0%	+16%
ATX	3 490	+8,8%	+27%
BUX	46 700	+8,1%	+11%
PX	1 174	+7,6%	+16%
Indeksy sektorowe WIG		**1M**	**YTD**
WIG20	2 233	+9,8%	+13%
mWIG40	4 894	+9,6%	+24%
sWIG80	20 728	+5,1%	+30%
Banki	6 856	+16,8%	+44%
Budownictwo	4 294	+4,4%	+17%
Chemia	9 867	+0,9%	+28%
Energia	2 802	-1,4%	+37%
Gaming	22 228	-6,0%	-25%
Górnictwo	6 485	+7,7%	+15%
Informatyka	4 146	+0,4%	+7%
Media	7 550	+12,6%	+25%
Odzież	6 995	+14,9%	+36%
Paliwa	6 523	+13,3%	+32%
Spożywczy	4 399	+8,8%	+21%
Telekomunikacja	972	+2,0%	+2%
Top 5 / Worst 5		**1M**	**YTD**
Tarczyński	58,00	+62,0%	+164%
Kruk	258,00	+44,0%	+85%
BBI Development	5,98	+42,4%	+62%
Getin Holding	1,10	+41,0%	+33%
Asbis	21,30	+31,0%	+214%
Polenergia	70,20	-16,2%	+30%
Ursus	0,83	-16,6%	+23%
Altus TFI	1,49	-17,7%	+53%
Groclin	3,12	-21,6%	+201%
Skotan	2,55	-24,8%	+42%

Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
CEZ	kupuj ▶	759,63 CZK ▲
Ciech	trzymaj ▶	47,47 PLN ▲
Enea	zawieszona -	-
Erste Group	trzymaj ▼	34,06 EUR ▶
Grupa Kęty	trzymaj ▶	553,55 PLN ▲
KGHM	kupuj ▶	245,39 PLN ▲
Komercni Banka	trzymaj ▼	804,77 CZK ▶
Lotos	akumuluj ▼	53,39 PLN ▶
OTP Bank	trzymaj ▼	15143 HUF ▶
PGE	zawieszona -	-
PGNiG	trzymaj ▼	6,84 PLN ▶
Polenergia	trzymaj ▲	78,59 PLN ▲
PZU	akumuluj ▼	40,63 PLN ▶
Stalprodukt	trzymaj ▼	403,06 PLN ▲
Tauron	zawieszona -	-

mBank Biuro maklerskie

Spis treści

1. Rynek akcji ... 3
2. Sektory ... 5
3. Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu ... 9
4. Zaskoczenia na wynikach spółek w poszczególnych kwartałach ... 10
5. Prognozy i rekomendacje Biura maklerskiego mBanku na tle konsensusu ... 13
6. Aktualne rekomendacje Biura maklerskiego mBanku ... 14
7. Statystyki rekomendacji ... 15
8. Kalendarium wydarzeń ... 15
9. Makroekonomia ... 16
10. Chemia ... 19
10.1. Ciech ... 19
11. Surowce ... 20
11.2. KGHM ... 20
12. Energetyka ... 21
12.1. CEZ ... 21
12.2. Enea ... 22
12.3. PGE ... 23
12.4. Polenergia ... 24
12.5. Tauron ... 25
13. Przemysł ... 26
13.1. Grupa Kęty ... 27
13.2. Stalprodukt ... 28

Rynek akcji

Nasz scenariusz bazowy na kolejne miesiące pozostaje niezmieniony. Uważamy, że rynki akcji będą kontynuowały trend wzrostowy, zalecamy przeważanie spółek cyklicznych ze szczególnym uwzględnieniem banków – przy czym relatywne przeważanie sektora w stosunku do technologii powinno zmniejszać się. Jak pisaliśmy w poprzednim raporcie – powracające obawy o inflację nadal będą powodować większą zmienność światowych indeksów, a stopy zwrotu istotnie spadną w stosunku do 2020 roku. Z drugiej strony można oczekiwać, że w 3Q odczyty rekordowych obecnie wskaźników wyprzedzających w USA będą już pokazywać spadki m/m. Nie zmienia to pozytywnego scenariusza makro, wręcz będzie podtrzymywać retorykę FED o przejściowym wzroście inflacji (kluczowe pozostają tu jednak dane z rynku pracy). W związku z sektorową kompozycją indeksów polska giełda nadal powinna zachowywać się lepiej niż rynki bazowe, chociaż różnica w stopach zwrotu pomiędzy technologią a sektorem finansowym nie będzie już tak duża jak w ostatnim kwartale (poprawa otoczenia dla MSCI EM, który powinien wrócić do wzrostów). Przed nami miesiące, w których zmniejszy się skala podaży akcji na rynku pierwotnym GPW. Jednocześnie krajowe fundusze zostaną zasilone środkami z dywidend oraz przyspieszającą (naszym zdaniem) realokacją depozytów do TFI akcyjnych (w coraz większym stopniu dedykowanych GPW, a nie rynkom zagranicznym). Ważną niewiadomą, która wkrótce powinna się wyjaśnić jest ostateczny kształt ustawy o zmianach w OFE. Perspektywa makro, nadal pozostaje pozytywna dla rynku akcji – również w dłuższej perspektywie. Zgodnie z prognozami naszych makroekonomistów przyszłoroczny wzrost (dyskontowany w 2H'21) nominalnego PKB w Polsce wyniesie ponad 9% – najwyższy od 2007 roku.

Apogeum przyspieszenia makro w USA kończy się

Dzięki efektywnie prowadzonemu procesowi szczepień, gospodarka amerykańska wychodzi z kryzysu epidemicznego szybciej niż Europa, więc warto obserwować przebieg tego procesu jako wskaźnik wyprzedzający dla „starego kontynentu". W kwietniu wydatki amerykanów wzrosły o 0,5% m/m, głównie dzięki silnemu wzrostowi wydatków w usługach. Zgodnie z logiką, najszybciej rosły one w segmentach długo zamkniętych restrykcjami – gastronomia, hotele. Dostępne dane wskazują na kilkunastokrotny wzrost ruchu osób na lotniskach. W tym samym czasie spadł popyt na towary – przede wszystkim na dobra nietrwałe, takie jak żywność i napoje, ale istotnie rosły wydatki na samochody. Warto dodać, że w kwietniu Amerykanie odczuwali już spadek dochodów (-13,1% m/m) związany z malejącym efektem pakietu pomocowego (czeki od rządu). Obraz ten uzupełniają wskaźniki wyprzedzające, które w USA osiągnęły poziomy ekstremalnie wysokie zarówno w przemyśle, jak i usługach. W ślad za nimi podążają europejskie PMI, chociaż tu skala wzrostu jest istotnie mniejsza (tak czy inaczej powyżej oczekiwań analityków), co wynika z opóźnienia w procesie otwierania gospodarki w stosunku do USA, ale również z innego rozłożenia w czasie fiskalnego pakietu stymulacyjnego.

Nadal głównym „straszakiem" dla rynków pozostaje inflacja i wynikające z tego ryzyka działań banków centralnych. Inflacja bazowa w USA wzrosła do 3,1% (najwięcej od ponad 30 lat), jednak retoryka FED nadal jest uspokajająca – powodem przyspieszenia inflacji są ograniczenia podażowe w przemyśle oraz gwałtowny boom koniunktury w usługach (dotychczas niedostępnych w związku z restrykcjami). Według Powella są to czynniki wpływające na tymczasowy wzrost inflacji i choć rynki wiedzą, że zacieśniacie polityki monetarnej jest nieuniknione to zakładają, że w najbliższych miesiącach nie pojawią się tu nowe, przełomowe informacje (rentowność obligacji 10Y nadal poniżej 1,6%). Podtrzymujemy opinię, że lepsze dane makro (szczególnie z rynku pracy) będą podsycać obawy inwestorów dotyczące szybszej zmiany polityki FED, co będzie wywoływać lokalne korekty, ale w tej fazie cyklu nie spowoduje odwrócenia trendu wzrostowego. Dla utrzymania pozytywnego sentymentu i wyceny ryzykownych aktywów optymalne są teraz dane pokazujące poprawę sytuacji makro (nawet lekko poniżej oczekiwań), ale nie bardzo dobre – analogicznie jak w okresie po pierwszych trzech programach QE.

Z dużym prawdopodobieństwem można zakładać, że w perspektywie 1-3 miesięcy cykl na wskaźnikach wyprzedzających w USA odwróci się, co naszym zdaniem oznacza tylko tyle, że odczyty będą coraz niższe m/m, ale nadal w strefie silnego wzrostu. Stopniowe „rozładowywanie" barier podażowych w przemyśle i zaspokojenie pierwszej fali odłożonego popytu na niedostępne usługi również powoli będzie ustępować. Na wypłaszczenie dynamik wzrostu w 2H wskazuje również sentyment konsumentów. Ostatni odczyt Conference Board wprawdzie pozostał na poziomie 117 pkt, ale zmieniała się kompozycja indeksu. Amerykanie bardzo dobrze oceniają obecną sytuację (144 pkt), ale już ocena perspektyw obniżyła się z 107,9 pkt do 99,1 pkt. Dodatkowo coraz wyraźniej zarysowuje się spowolnienie wzrostu na rynku nieruchomości. 20% wzrost r/r średniej ceny domu, przy rosnących stopach procentowych powoli ogranicza popyt na nowe mieszkania (w kwietniu 863 tys. vs. oczekiwane 985 tys.). Zmiany na które wskazujemy nie przekreślają pozytywnego scenariusza makro, wręcz z punktu widzenia rynków akcyjnych może to być optymalny scenariusz – wzrost, ale z malejącą presją na FED.

Makro w Polsce również sprzyja akcjom i TFI

Przesunięcie dochodów rozporządzalnych z części społeczeństwa bardziej oszczędzającej do bardziej konsumującej (więcej niezaspokojonych potrzeb) – jako efekt „Nowego Ładu" – będzie wspierał przyszłoroczną konsumpcję. Nasi makroekonomiści szacują, że w 2022 r. realny wzrost polskiego PKB może wynieść 5-6% (5,7% w 2021 r.), co oznaczałoby najszybszy nominalny wzrost wskaźnika od 2007 r. Wyraźna poprawa sytuacji epidemicznej, poprawa sytuacji na rynku pracy, a w efekcie wyższe poczucie bezpieczeństwa wpływają na wyraźne odbudowanie się wskaźników sentymentu polskich konsumentów (dane publikowane przez GUS; maj: bieżący -14,6 pkt vs. -22,5 pkt; oczekiwany -8,9 pkt vs. -19,8 pkt).

Podtrzymujemy opinię, że przy tak poprawiającej się sytuacji makro i dobrym zachowaniu warszawskich indeksów giełdowych utrzyma się napływ nowych środków do TFI. W kwietniu napływy netto do funduszy akcyjnych i absolute return wyniosły 1,026 mld PLN, co od początku roku daje kwotę 3,2 mld PLN. Z naszych szacunków wynika, że ponad połowa tej kwoty trafiła do funduszy dedykowanych na rynki zagraniczne. Biorąc pod uwagę duże nasilenie ofert na rynku pierwotnym (alternatywa, szczególnie ABB Allegro, IPO Pepco, InPost), środki te miały relatywnie niewielki (pozytywny) wpływ na rynku wtórnym. W kolejnych miesiącach – zwarzywszy na okres wakacyjny – skala podaży akcji IPO/SPO/ABB będzie istotnie mniejsza. Z drugiej strony fundusze zostaną zasilone środkami z dywidend, a także spodziewamy się, że będzie zmieniła się struktura napływu oszczędności. Lepsze zachowanie WIG powinno prowadzić do rosnącego udziału środków dla funduszy dedykowanych na GPW.

Nieco pozytywniej również w systemie emerytalnym

Warto zwrócić również uwagę, że rośnie liczba osób odprowadzających środki na system emerytalny w ramach PPK. Nie chodzi tu o firmy, włączone do programu od początku 2021 roku, ale przedsiębiorstwa zatrudniające powyżej 250 tys. osób – jako pierwsze włączone do programu pod koniec 2019. Jak podaje KNF, w 1Q'20 liczba osób gromadzących środki na rachunkach PPK wyniosła 982 tys. W 4Q'20 wzrosła już do 1,48 mln (po części to efekt migracji pracowników, o czym świadczy wolniejszy przyrost składki). Naszym zdaniem atrakcyjna stopa zwrotu z inwestycji powinna zachęcać pracowników do ponownego zapisu do systemu. Przy rosnących napięciach na rynku pracy, PPK z dodatkowymi dopłatami przez pracodawcę powinien stać się elementem konkurowania o wykwalifikowanych pracowników.

W najbliższych tygodniach powinna być znany zmieniony projekt ustawy o zmianach w OFE. Jak pisaliśmy wcześniej, pozostawienie 15% opłaty przy planowanych zmianach podatkowych byłoby bardzo niekorzystne przy wyborze uczestników pomiędzy IKE/ZUS. Pierwsze doniesienia ze sfer rządowych wskazywały na obniżenie opłaty do 10% (co naszym zdaniem również nie jest „sprawiedliwe"), ale z możliwością dalszej obniżki. Gdyby finalnie opłata została obniżona do poziomu ok. 5% rynki powinny przyjąć taką informację pozytywnie. Przy nadal realnej – naszym zdaniem – partycypacji w IKE na poziomie 75%, fundusze musiałby odprowadzić do FRD opłatę na poziomie niespełna 6 mld PLN w stosunku do wcześniej zakładanych 17 mld PLN. W takim scenariuszu ważną (na tą chwilę niewiadomą) kwestią pozostają również limity minimalnego zaangażowania w akcje notowane na GPW.

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

Sektory

Finanse

- Polski sektor bankowy zaskoczył pozytywnie wynikami w 1Q'21. Szczególnie w wynikach doceniamy bardzo silny wynik prowizyjny oraz niskie saldo rezerw. Uważamy, że koszt ryzyka w sektorze na poziomie około 40 p.b. w okresie występowania 3 fali pandemii można uznać za wynik co najmniej zaskakujący. Chociaż dalecy jesteśmy od ekstrapolowania tego świetnego wyniku na pozostałą część roku to uważamy, że jest to świetny wstęp do dalszego wzrostu konsensusu. Z konferencji banków po 1Q'21 wynika,, że 2Q'21 może być równie udany pod względem jakości aktywów. Za rozczarowanie 1Q'21 uznajemy wynik odsetkowy, który znalazł się poniżej konsensusu i nie odbijał tak jak rynek tego oczekiwał. Winne temu są naszym zdaniem słabe wolumeny kredytowe ale także krótszy kwartał. Podsumowując uważamy, że świetny kwartał przełoży się na podwyżki konsensusu i będzie wspierać wycenę sektora.
- W grudniu 2020 roku KNF zobowiązała banki do wstrzymania wpłaty dywidendy w pierwszym półroczu 2021 roku, ze względu na niepewną sytuację gospodarczą. Zakaz upływa w lipcu i dlatego oczekujemy, że Komisja wyda nowe wytyczne jeszcze w czerwcu. Z kolei Bank Handlowy potwierdził, że przeprowadzi konsultacje z KNF, celem ustalenia możliwości wypłaty zysku za rok 2020 (lub jego części) oraz niepodzielonych zysków z lat ubiegłych. O wnioskach z konsultacji bank poinformuje najpóźniej na dzień przez ZWZ czyli 16 czerwca. Uważamy, że informacja ta może być nie tylko ważna w kontekście Pekao oraz Handlowego, ale także np. PKO BP, gdzie odłożona jest duża część niepodzielonego zysku netto z lat ubiegłych.. Obecnie oczekujemy, że KNF zgodzi się na wypłatę części zysku z 2020 roku dla banków z niską ekspozycją na kredyty CHF, ale nie pozwoli wypłacić zysku niepodzielonego. Informacja powinna wspierać sentyment do sektora.
- Uważamy, że w maju dokonał się znaczący postęp w sprawie ugód frankowych za sprawą akceptacji RN PKO BP propozycji wzoru ugody frankowej. Przed bankiem nie stoi już żadna bariera aby zaoferować klientom ugody, a decyzja może zostać zmieniona jedynie przez nowego Prezesa Zarządu, czego jednak nie oczekujemy. Wyjście PKO BP szeroko z ugodami zmieni naszym zdaniem krajobraz polskiego systemu bankowego i wywoła efekt domina. Nadal podtrzymujemy, że odpowiedź na 6 kluczowych pytań przez Sąd Najwyższy poznamy, jeżeli w ogóle, dopiero we wrześniu. Z jednej strony uważamy, że zebranie wszystkich opinii rzeczników urzędów w szybkim terminie będzie mocno utrudnione, szczególnie ze względu na brak RPO, a po drugie uważamy, że posiedzenie wszystkich sędziów w terminie wakacyjnym będzie nie lada wyzwaniem organizacyjnym.
- Po bardzo dobrym zachowaniu kursu akcji obniżamy nasze rekomendacje dla Erste Group, Komercni Banka oraz OTP do trzymaj. Jednocześnie największy potencjał wzrostu widzimy nadal w Moneta Money Bank oraz RBI. Uważamy, że katalizatorem dla sektora do dalszego wzrostu będzie z pewnością rewizja polityki dywidendowej ECB, ale to najprawdopodobniej dopiero wydarzy się we wrześniu. Rewizja może uwolnić dodatkowe dywidendy w finalnym kwartale roku w takich bankach jak Erste czy Komercni. Katalizatorem dla banków mogą być również akwizycje takie jak nabycie NKBM przez OTP na Słowenii. Akwizycja wesprze wyniki OTP na poziomie około 6%-8% rocznie w zależność od odbicia wyników NKBM po pandemii. Ostateczna ocena transakcji zależeć będzie od zapłaconej ceny.
- Biorąc pod uwagę kursy akcji zmieniamy rekomendacje (nie zmieniając cen docelowych) dla następujących spółek: OTP Bank, Erste Group, Komercni Banka, PZU
- **Kluczowe rekomendacje:** Pekao (kupuj), PZU (akumuluj), BNP Paribas (kupuj), Moneta Money Bank (kupuj)

Chemia

- Wzrosty cen gazu ziemnego i spadki cen nawozów saletrzanych w ostatnich trzech tygodniach wskazują na trudne otoczenie dla Grupy Azoty (nie zmieniamy naszej neutralnej rekomendacji) w nadchodzących miesiącach. Ciech pozytywnie zaskoczył wynikami za 1Q'21 (przy słabości w głównym segmencie sody) oraz zadeklarowaną dywidendą za 2020 rok (3 PLN/akcja). Wyzwaniem na 2022 rok są rosnące ceny gazu ziemnego, certyfikatów CO_2 oraz węgla koksującego. Nie zmieniamy naszego neutralnego podejścia do Grupy Ciech.
- Utrzymujemy nasze pozycjonowanie sektora na niedoważaj, preferując zagraniczne spółki jak Covestro i Fuchs Petrolub. Ciekawie w długim terminie ze względu na ekspozycję na wodór wyglądają Air Liquide i Linde.

Surowce

- Słabsze zachowanie surowców w maju już za nami i spadki cen wykorzystywalibyśmy znów do zakupu. W czerwcu mają miejsce wybory prezydenckie w Peru (drugi największy producent miedzi i znaczący cynku), gdzie do wygranej zbliża się socjalista Pedro Castilo. Lewicowy kandydat planuje zwiększyć opodatkowanie dla sektora wydobycia, co przekładać się będzie na zniechęcenie do inwestycji w tym obszarze i wzrostu krzywej kosztu wydobycia na świecie. Równolegle w Chile nastroje zmierzają w kierunku zwiększenia obciążeń fiskalnych do kopalni (rayalties, ewentualne dodatkowe podatki), a dodatkowo po wyraźnych wzrostach cen pracownicy sektora wydobywczego żądają podwyżek płac. Lokalnie przez nieudane negocjacje płacowe problemy w produkcji notują największe kopalnie na świecie Escondida i Spence. Być może do nich dołączą wkrótce kolejne kopalnie. W maju rynek metali z obawą odebrał zapowiedzi Chin odnośnie chęci stabilizowania cen surowców. Naszym zdaniem jednak kraj ten nie może w tej kwestii wiele zmienić, a ceny wrócą na ścieżkę wzrostów w czerwcu.
- Najważniejszym źródłem zwiększającym zapotrzebowanie na miedź w najbliższych latach będzie wzrost floty samochodów elektrycznych. Większa świadomość w obszarze ochrony środowiska oraz coraz rygorystyczne normy emisji CO_2 powodować będą zwiększenie rejestracji samochodów elektrycznych (w Niemczech w końcówce 2020 roku ponad 30% rejestrowanych nowych aut było z napędem elektrycznym). O ile klasyczny samochód spalinowy średnio zużywa 23 kg miedzi, to w hybrydzie udział rośnie do 40 kg, plug-in 60 kg, to w aucie elektrycznym (EV) do 83 kg. W przypadku autobusów o napędzie hybrydowym te zużywają 89 kg miedzi, a autobus elektryczny 224-369 kg miedzi. Przykładowo na koniec 2020 roku globalnie zarejestrowanych było 10 mln samochodów elektrycznych (EV), a według Wood Mackenzie do 2040 roku flota wzrośnie do 323 milionów z roczną sprzedażą na poziomie 45 mln sztuk. Koncerny samochodowe, w tym między innymi VW, zapowiadają, że do 2030 roku udział samochodów elektrycznych w sprzedaży (EV) wzrośnie do 50%. Dodatkowym czynnikiem stymulującym wzrost zapotrzebowania na miedź jest konieczność instalacja stacji ładowania pojazdów, a klasyczna ładowarka zużywa 0,7 kg miedzi, z czego szybkiego ładowania nawet 8 kg miedzi. Bloomberg szacuje, że do 2040 roku na świecie potrzebnych będzie 12 mln komercyjnych punktów ładowania (każdy średnio zużywa 10 kg miedzi), a dotychczas zainstalowano 1 mln. W przypadku

nowoczesnego szybkiego transportu kolejowego – kolej dużych szybkości zużywa 2-4 tony miedzi na skład, przy 1-2 ton przy klasycznych składach. Perspektywiczną branżą, która również zgłasza zwiększone zapotrzebowanie na miedź są odnawialne źródła energii. Te zużywają 4-5x więcej miedzi w przeliczeniu na generowaną moc niż klasyczna „brudna energetyka". Według Freeport McMoRan zapotrzebowanie na miedź ze strony pojazdów elektrycznych oraz odnawialnych źródeł energii wzrośnie w ciągu najbliższych 5-ciu lat ponad dwukrotnie (z 0,6 mln ton w 2020 roku do 1,6 mln ton w 2025 roku ~ ponad 6% światowej produkcji miedzi w 2021 roku).

- Obecnie problemem po stronie podaży jest brak na horyzoncie znaczących nowych projektów górniczych w zakresie wydobycia miedzi. Poza kilkoma zaplanowanymi projektami na lata 2022-23 (Kamoa Kongo – obecnie 80% gotowe, pierwsza produkcja zaplanowana na VII'21 z docelowym wydobyciem 500 tys. ton rocznie za 2 lata; Oyu Tulgoi II w Mongolii, pierwsze wydobycie w 2022 roku, produkcja od 2028 roku ma wynieść 480 tys. ton rocznie; Quebrada Blanca Phase 2 w Chile ukończona w 40% ma docelowo produkować ponad 300 tys. ton miedzi rocznie) obecnie nie ma w fazie konstrukcji żadnych nowych projektów o zdolnościach produkcyjnych ponad 200 tys. ton miedzi rocznie.
- Wyniki KGHM za 1Q'21 okazały się lepsze od naszych oczekiwań oraz konsensusu. Wyniki produkcyjne za kwiecień również zaskoczyły pozytywnie względem naszych oczekiwań.
- Ceny węgla koksującego w Australii wyraźnie odbijają w ostatnich tygodniach zmierzając do poziomu 150 USD/t. Powodem jest duża aktywność kupujących z Europy, którzy z uwagi na wysokie ceny na Morzu Atlantyckim (ponad 180 USD/t) oraz problemy z dostawami koksu z Kolumbii szukają alternatywnych tańszych kierunków. Naszym zdaniem arbitraż na rynku węgla koksowego będzie dalej postępował na czym korzystać będzie JSW, dla której Australia jest bezpośrednim benchmarkiem cenowym. Na starym kontynencie dynamicznie rosną ceny koksu. Te jeszcze w XI'20 wynosiły 220 USD/t, a w VI'21 wzrosły do 395 USD/t. Argus donosi również, że ostatnie transakcje na koks realizowane w regionie Morza Czarnego przekraczają 450 USD/t, więc prawdopodobnie w maju ceny te będą zmierzać właśnie w tym kierunku.
- Ceny stali walcowanej na gorąco w regionie zagłębia Rury w Niemczech wciąż utrzymują się powyżej 1000 EUR/t. Odbiorcy stali wskazują jednak, że dostępność fizyczna stali w maju wyraźnie poprawiła się w Europie. To w zestawieniu z korektą cen rudy żelaza sprawia, że w czerwcu i okresie wakacyjnym raczej będziemy obserwować stabilizację cen stali lub ewentualną korektę. Późną jesienią w Europie uruchamiane będą programy stymulacyjne związane z odbudową gospodarki po COVID-19, co w perspektywie 2022 roku powinno pozytywnie przekładać się na popyt i ceny. W czerwcu Parlament Europejski może przedstawić mechanizmy działania ceł na import wyrobów stalowych do Europy od 2023 roku (Carbon TAX).
- Wyniki JSW za 1Q'21 zaskoczyły negatywnie, ale w związku z obserwowanym popytem i cenami Zarząd pozytywnie ocenił perspektywę nadchodzących kwartałów.
- **Kluczowe rekomendacje:** JSW (kupuj), KGHM (kupuj)

Paliwa

- Coraz bliższa perspektywa zwiększania podaży ze strony OPEC oraz bardzo prawdopodobne porozumienia na linii USA-Iran nie były w stanie popsuć sentymentu na rynku ropy i Brent zbliżył się do poziomu 70 USD/Bbl. Coraz wyraźniejsze sygnały odbudowywania się popytu, również na rynku średnich destylatów, pozwalają pomimo drożejącego surowca na wzrost marż rafineryjnych. Zapasy paliw zarówno w USA jak i Europie znajdują się blisko dolnego ograniczenia wahań z ostatnich 5 lat, a dynamika zużycia wraca do referencyjnych poziomów z roku 2019 (w Polsce natężenie ruchu samochodów osobowych w maju było już nieco wyższe niż w maju 2019 r.). Zgodnie z naszymi założeniami wraz z powrotem wyższej utylizacji mocy w rafineriach, systematycznie rośnie premia dla kompleksowych instalacji (spread diesel-HSFO).
- Jeśli chodzi o marże detaliczne na stacjach benzynowych to kwiecień przyniósł odbicie w stosunku do niskich odczytów z 1Q, ale wciąż w ujęciu r/r rentowność jest niższa. Wysokie ceny hurtowe raczej nie będą sprzyjały odwróceniu tej tendencji w kolejnych miesiącach, szczególnie że baza odniesienia jest bardzo wymagająca.
- W petrochemii marże zatrzymały się na maksimach z końca kwietnia, a w przypadku monomerów widać już pewną korektę. Napięcia podażowe powoli są rozładowywane i zbliża się termin uruchomienia nowych instalacji. Ceny frachtu kontenerowego nadal jeszcze utrzymują wysokie premie lądowe w Europie. Podtrzymujemy naszą opinię, że drugie półrocze będzie już mniej sprzyjające. Przypominamy o dużym przestoju remontowym w PKN, który uniemożliwi korzystanie na rekordowych benchmarkach.
- Ceny gazu wspięły się na nowe szczyty, co napędzają warunki pogodowe i bardzo niskie stany magazynowe w UE, zbliżone do poziomów z 2017-18. W tym kontekście trudno oczekiwać sezonowych spadków notowań, co potwierdza aktualna krzywa terminowa.
- W ostatnich tygodniach w ramach sektora paliwowego tylko europejskie rafinerie starały się dotrzymywać kroku szerokiemu rynkowi. Spółki petrochemiczne straciły już impet, podobnie jak koncerny wydobywcze, którym na pewno nie pomaga coraz większa presja ze strony ekologów (sprawa niekorzystnego wyroku dla Shell).
- W maju Orlen ogłosił szczegóły planowanych fuzji z Lotosem i PGNiG. Perspektywa 100% wymiany akcji i praktycznie braku możliwości negocjacji w przypadku akcjonariuszy mniejszościowych PGNiG odcisnęło swoje piętno na notowaniach gazowego koncernu, który przestał już reagować na rekordowe ceny gazu. Obecnie parytet PGN/PKN znacząco odchyla się w naszej opinii od wyceny fundamentalnej spółek, ale z uwagi na układ sił na WZA niewiele z tego wynika, choć wydaje się że w interesie Skarbu Państwa byłoby powalczenie o bardziej korzystną relację. W przypadku Lotosu nadal uważamy, że akcjonariusze mniejszości mają szansę na wywalczenie korzystniejszych warunków, szczególnie w kontekście obserwowanego odrodzenia w rafinerii.
- Obniżamy rekomendację dla PGNiG do trzymaj (bez zmiany prognoz i ceny docelowej), gdyż obecny kurs jest już zbliżony do naszej wyceny, a wspomniane warunki fuzji z PKN „uodporniają" spółkę na pozytywne dla niej otoczenie makro. W przypadku Lotosu wzrost kursu również zmniejsza potencjał wzrostowy w stosunku do naszej ceny docelowej i dlatego obniżamy zalecenie do akumuluj. W przypadku PKN Orlen nasza aktualna wycena implikuje znaczny potencjał spadkowy, ale perspektywa zapowiedzianej fuzji z PGN po aktualnym bardzo korzystnym parytecie istotnie wpływa na wartość akcji połączonego podmiotu (przy aktualnych parytetach wymiany akcji, bez uwzględniania synergii nasze wyceny 3 spółek implikują waluację „nowego" Orlenu na poziomie ~75 PLN/akcję). W tym kontekście na razie utrzymujemy neutralną rekomendację, choć wzrost cen gazu/CO_2 nie pomaga Spółce, a ogłoszony mega projekt petrochemiczny rozczarowuje parametrami finansowymi.
- **Kluczowe rekomendacje:** Lotos (akumuluj)

Energetyka

- Maj przyniósł kontynuację wzrostów cen energii w regionie i benchmark na rynku niemieckim oscyluje obecnie wokół 65 EUR/MWh. Ten trend to pochodna wzrostu zarówno na rynku surowców (węgiel ARA +5% m/m, a gaz 1Y FWD +11% m/m), jak i nadal drożejących uprawnień do emisji (już >50 EUR/t, co zakładaliśmy dopiero w perspektywie 2030 r.). W tym kontekście zdecydowaliśmy się na rewizję naszych założeń makro dla sektora i podnosimy krzywą cen energii 1Y FWD średnio o +10% dla okresu 2021-25, bazując na podniesionych ścieżkach notowań surowców (dla gazu i węgla zakładamy jednak korektę z obecnych bardzo wysokich poziomów). Przypominamy, że dla rynku uprawnień kluczowe może być zapowiedziane na lipiec ogłoszenie założeń reformy systemu ETS.
- W Polsce ceny również reagują na wyższe koszty certyfikatów CO_2 i aktualnie kontrakt 1Y FWD oscyluje na poziomie 330 PLN/MWh. Marże dla elektrowni węglowych nadal pozostają pod presją, szczególnie jeśli chodzi o „stare" bloki na węgiel kamienny oraz kompleksy oparte na węglu brunatnym (tutaj terminowy CDS jest już o połowę niższy niż realizacja w roku 2020). Nasze założenia cen dla rynku polskiego również podnosimy średnio o 9-10%, ale wspomniane CDS-y dla bloków na węgiel kamienny/ brunatny obniżamy odpowiednio o 6/13 PLN/MWh. Rewizja ta pociąga więc za sobą pogorszenie rentowności w wytwarzaniu konwencjonalnym, ale jest korzystna dla aktywów OZE.
- W 1Q'21 polskie spółki zaskoczyły pozytywnie wynikami na obrocie, gdzie spadki cen w kontraktacji na 2020 r. i luźniejsza polityka URE pozwoliła na skokowy wzrost marż. Zwracamy jednak uwagę, że w kontekście obecnych zwyżek na TGE, kolejny rok może być ponownie bardzo trudny dla tego obszaru, szczególnie jeśli znów politycy zaproponują zamrożenie taryf (obecny kontrakt 1Y FWD implikuje wzrost kosztów o 100 PLN/MWh, co na całym rachunku dla gospodarstwa domowego oznaczałoby podwyżkę rzędu +17% r/r). O ile spadek marż na wytwarzaniu konwencjonalnym jest przez rynek raczej ignorowany z/w na zapowiedziane wydzielenie aktywów węglowych do NABE, to presja na obrocie może mieć znaczenie dla notowań koncernów w przyszłości.
- W temacie wspomnianego procesu transformacji sektora rząd ogłosił rozpoczęcie konsultacji społecznych i pojawiły się informacje dotyczące harmonogramu: reorganizacja wewnętrzna spółek (4Q'21/1Q'22), wycena wydzielanych spółek (2Q'22), nabycie aktywów przez NABE (2Q'22-3Q'22). Nadal jednak nie ujawniono szczegółów finansowych tej operacji, a spółki enigmatycznie deklarują tylko chęć wydzielenia powiązanego z węglem długu, nie precyzując nawet rzędu wielkości swoich oczekiwań. Pozostawia to spore pole do spekulacji. Nasze szacunki oparte na racjonalnej metodologii wyceny aktywów powiązanej z ich rentownością przedstawiliśmy w naszym komentarzu specjalnym z 10 maja. W każdym z przedstawionych scenariuszy relatywnie największa wartość z transformacji ujawnia się w Enei. Oczywiście nie można jednak wykluczyć, że założenia finansowe procesu będą uznaniowe, szczególnie że mniejszościowi akcjonariusze nie mają wystarczającej siły na WZA, aby blokować ewentualne niekorzystne dla siebie decyzje rządu.
- Sentyment do sektora utilities na świecie jest obecnie głównie obciążony kontynuacją przeceny na spółkach odnawialnych, które rosły w geometrycznym tempie w roku poprzednim. Obecnie wzrost rentowności obligacji ciąży najbardziej tym podmiotom, w których rynek wyceniał bardziej odległą przyszłość (stopa zwrotu dla segmentu OZE w ujęciu YTD to około -15%). W przypadku klasycznych spółek energetycznych stopy zwrotu są dodatnie, choć YTD również poniżej szerokiego rynku. Rynek nie dyskontuje tu jeszcze znacznej poprawy rentowności związanej z trendami na cenach energii, co tworzy naszym zdaniem ciekawą okazję inwestycyjną.
- Aplikując nowe założenia makro, podwyższamy prognozy dla „czystych" spółek (CEZ, PEP) i obniżamy szacunki dla polskich zintegrowanych koncernów opartych na węglu.
- Ze względu na spadek kursu i rewizję naszej ceny docelowej zamykamy już negatywną rekomendację dla Polenergii.
- **Kluczowe rekomendacje:** CEZ (kupuj)

Telekomunikacja, media, IT

- Sentyment do telekomunikacji powinny pobudzić niedawne transakcje infrastrukturalne. OPL utworzyło 50/50% joint venture z APG. CAPEX na FTTH będzie przesunięty do spółki celowej i realizowany przede wszystkim z zaciągniętego przez nią długu. Wpłynie to korzystnie na wysokość generowanego FCFE przez OPL. Spółka po latach inwestycji w FTTx, rozgranicza interesy inwestorów giełdowych i infrastrukturalnych, co powinno znacznie poprawić sentyment do spółki. Z kolei CPS zawarło umowę sprzedaży pakietu 99,99 proc. udziałów Polkomtel Infrastruktura za 7,1 mld PLN. Wysokość przepływów pieniężnych nie zmieni się znacznie w wyniku transakcji. Spółka przejdzie jednak transformację do modelu „asset light", co powinno wspierać sentyment do CPS.
- Dodatkowo, zwracamy uwagę na podwyżkę cen taryf mobilnych w Orange Polsce (każda o 5 PLN, w trybie „more for more"). Spodziewamy się, że na taki ruch może odpowiedzieć Play, także podwyższając cennik.
- Wirtualna Polska zaraportowała bardzo dobre wyniki za 1Q'21. Wzrost EBITDA r/r po skorygowaniu o zdarzenia jednorazowe, barter i TV wyniósł 61,0 mln PLN, co oznacza wzrost aż o 49% r/r. Widoczny był efekt dźwigni operacyjnej: pomimo wzrostu przychodów o> 30 mln PLN baza kosztowa była stabilna r/r. Zarząd zaproponował wypłatę 1,55 PLN na akcję vs. 1,00 PLN w naszych założeniach. Choć DYield brutto to nadal 1,3%, wzrost dywidendy odbieramy jako wyraźny sygnał dla inwestorów: spółka odczuwa wyraźną poprawę po COVID-19 i z dużym komfortem patrzy na kolejne kwartały.
- Według szacunków AGO, wzrost wydatków na reklamę w 2021 r. może oscylować w przedziale 4-7%, w tym spodziewany jest wzrost wydatków w Internecie rzędu 6-9%. Internet był jedynym rosnącym medium w 2020 r. (+4,5% na tle rynku reklamy, który spadł o 9,0% r/r).
- Kończy się sezon wyników za 1Q'21. Dobre odczyty zaraportowały ACP i CMR, do których mamy pozytywne nastawienie.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania**: Asseco Poland (kupuj), Comarch (kupuj), Orange Polska (kupuj), Wirtualna Polska (kupuj).

Przemysł

- Lokalnie rekordowe wskaźniki PMI dla przemysłu oraz osłabienie PLN do EUR korzystnie wpływają na otoczenie dla polskich spółek przemysłowych w perspektywie 2Q'21 i 3Q'21. Z większą ostrożnością spoglądamy natomiast na wzrosty kosztów energii i pracy w perspektywie 2022 roku. Akcje spółek przemysłowych w Polsce są po znaczących wzrostach, dlatego obniżyliśmy nasze pozycjonowanie sektora do równoważ.
- W 1Q'21 71% spółek przemysłowych zanotowało poprawę r/r wyników finansowych, a 64% zaskoczyło pozytywnie względem oczekiwań. Wśród gwiazd wyników 1Q'21 wymienić należy Alumetal, Cognor, Kernel, Grupę Kęty, Mangatę i Stalprodukt. Relatywnie słabo wypadły rezultaty Famur i PKP Cargo.
- Dzięki niskiej bazie, kwietniowe dane rejestracyjne samochodów osobowych wykazały bardzo wysokie

dynamiki wzrostu r/r. W porównaniu do IV'19 główne marki nadal utrzymują mocne spadki: VW -17%, Stellantis -27%, Renault -40%, Daimler -22%, BMW -10%, Toyota -1% (patrz strona 8). W sektorze automotive utrzymuje się presja w związku z brakiem półprzewodników – Bosch oczekuje utrzymania się jej nawet do końca roku, a Renault mówi o ok. 20% dziurze pomiędzy popytem a podażą.

- Obecnie najbardziej przekonani jesteśmy do: AC (utrzymanie profilu dywidendowego, rozwój nowego segmentu – PV), Astarta (rekordowe wyniki w 2021 r. z uwagi na wysokie ceny cukru, zbóż, oleju sojowego i mleka – patrz nasz komentarz), Kernel (wyraźna poprawa wyników w 2020/21 r. i 2021/22, oczekiwany wzrost dywidend w przyszłości, zakończenie wieloletniego programu inwestycyjnego – patrz nasz raport).
- Unikalibyśmy Amica (niedoważaj) z uwagi na presję ze strony rosnących cen stali, kosztów frachtu morskiego, marketingu (więcej o wynikach za 1Q'21), a także PKP Cargo (w 2021 r. jedynie powolne odbudowywanie wolumenów, utrzymująca się ciągła presja kosztowa i inwestycyjna).
- **Kluczowe rekomendacje:** AC (przeważaj), Amica (niedoważaj), Astarta (przeważaj), Kernel (kupuj), PKP Cargo (sprzedaj)

E-commerce

- Allegro zaraportowało wyniki za 1Q'21 powyżej oczekiwań naszych i konsensusu rynkowego. Głównym powodem jest wysoki wskaźnik take rate (10,4% w 1Q'21 – istotnie powyżej oczekiwań). Spółka podniosła także guidance na cały rok na wyniki finansowe. Jednak przestrzegamy przed nadmiernym optymizmem. Po pierwsze, nowy guidance jest zbieżny z oczekiwaniami rynku na linii EBITDA, po drugie zakłada on ciągle silne ochłodzenie wzrostu GMV w pozostałej części roku (tj. po 1Q'21). Dynamika zarówno GMV, jak i wyniku EBITDA wyraźnie spadnie w kolejnych kwartałach, po okresie pandemii.
- **Kluczowe rekomendacje:** Allegro (sprzedaj)

Handel

- TIM w maju zaraportował wyśmienity zestaw wyników finansowych za 1Q'21: przychody 274,4 mln PLN (+14% r/r), EBITDA 24,7 mln PLN (+97% r/r), wynik netto 13,5 mln PLN (+170% vs. skorygowany wynik sprzed roku). Dodatkowo Grupa podała wyśmienite jednostkowe przychody z kwietnia (+50% r/r) oraz maja (+33% r/r) – baza zeszłego roku nie była zaniżona – co jest dobrym prognostykiem na wyniki 2Q'21. Pomimo bardzo dobrego zachowania kursu akcji w ostatnim czasie, nie zmieniamy naszego pozytywnego nastawienia do TIM. Grupa notuje bardzo dobre dynamiki sprzedaży i dobrze przeciwstawia się relatywnie wysokiej bazie z zeszłego roku. Utrzymujące się dobre otoczenie powoduje, że nasze całoroczne prognozy dla TIM wydają się konserwatywne.
- **Kluczowe rekomendacje:** TIM (przeważaj)

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

vs. konsensus	2018 1Q	2Q	3Q	4Q	2019 1Q	2Q	3Q	4Q	2020 1Q	2Q	3Q	4Q	21 1Q	+/=
in minus	8	11	13	22	11	13	15	20	21	9	7	12	5	**167**
brak zaskoczeń	32	18	23	20	28	26	26	15	13	15	24	17	8	**265**
in plus	16	28	22	18	22	23	23	29	30	40	36	30	36	**353**
suma	**56**	**57**	**58**	**60**	**61**	**62**	**64**	**64**	**64**	**64**	**67**	**59**	**49**	**785**
in minus (%)	14	19	22	37	18	21	23	31	33	14	10	20	10	**21**
in plus (%)	29	49	38	30	36	37	36	45	47	63	54	51	73	**45**

vs. r/r	2018 1Q	2Q	3Q	4Q	2019 1Q	2Q	3Q	4Q	2020 1Q	2Q	3Q	4Q	21 1Q	+/=
in minus	26	19	17	22	24	29	23	22	32	39	31	25	12	**321**
brak zaskoczeń	8	11	10	6	9	10	6	9	8	5	8	4	5	**99**
in plus	33	38	41	40	35	29	39	37	28	24	29	31	32	**436**
suma	**67**	**68**	**68**	**68**	**68**	**68**	**68**	**68**	**68**	**68**	**68**	**60**	**49**	**856**
in minus (%)	39	28	25	32	35	43	34	32	47	57	46	42	24	**38**
in plus (%)	49	56	60	59	51	43	57	54	41	35	43	52	65	**51**

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, BNP, PZU	PYPL US, SYF US, ALLY US, BLK US, BAC US	MONET, RBI, PBB GY, FTK GY
	Spółki na minus		FITB US	
	Kluczowe katalizatory:	Aktualizacja polityki dywidendowej, wyniki 1Q	Mocne wyniki 1Q'21, dobry outlook na sektor	Wyniki 1Q'21
Chemia	SENTYMENT	NEGATYWNY	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	CIE	DOW US, APD US, ASH US, LYB US	LIN GY, 1COV GY, FPE3 GY, SDF GY
	Spółki na minus	ATT		YAR NO
	Kluczowe katalizatory:	Wzrosty cen surowców, CO2	Wzrost popytu z sektora przemysłowego	Wzrosty cen surowców, CO2
Surowce	SENTYMENT	POZYTYWNY	POZYTYWNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	JSW, KGH	ALB US, PLL US, LTHM US, A US	0Q11 UK, AA US, ANTO US, MT US, BFSA GY, FCX US
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:	Utrzymanie luźnej polityki monetarnej, szoki podażowe		
Paliwa	SENTYMENT	POZYTYWNY	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	LTS	VLO US, PSX US, GTLS US, BKR US, LNG US, CHX US	TUPRAS, MOTOR OIL
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:	Oczekiwane mocne odbicie marż rafineryjnych	Wysokie ceny ropy, oczekiwania wyższej wartości planu infrastrukturalnego	
Energetyka	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	CEZ	VST US, AES US, AWK US, EVRG US, AEP US	RWE GY, EOAN GY
	Spółki na minus		HE US, ED US, AWR US,	VER AV
	Kluczowe katalizatory:	Wysokie spready dla czystych producentów	Oczekiwane zwiększenie wartości planu infrastrukturalnego vs. preferencja sektorów cyklicznych	
Telekomy	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	
	Spółki na plus	OPL	TMUS US, CMCSA US	
	Spółki na minus		DLR US, COR US	
	Kluczowe katalizatory:	Joint venture z APG - budowa sieci FTTx (+)	Sektor defensywny	
Media	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	WPL	DIS US, FB US, NFLX US	EVD GY
	Spółki na minus		FOXA US, WWE US	G24 GY
	Kluczowe katalizatory:	Odbicie na rynku reklamy online, odrodzenie turystyki	Otwarcie gospodarki może spowolnić rozrywkę online	
IT	SENTYMENT	POZYTYWNY	POZYTYWNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	ACP, CMR, ASE	NVDA US, AMAT US, MSFT US, LRCX US	ASML NA, IFX GY
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:	Dobre wyniki 1Q'21 w sektorze	Dobre wyniki i outlook na resztę roku	Pozytywny outlook
Przemysł	SENTYMENT	NEUTRALNY	POZYTYWNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	ACG, AST, KER	CAT US, PDL US, CSX US, CMI US, LUV US	G1A GY, RHM GY, JUN3 GY, DPW GY, LHA GY
	Spółki na minus	AMC, PKP		
	Kluczowe katalizatory:	Wysokie PMI, sprzyjająca słaba PLN, wzrost cen surowców	Popyt B2B skłania producentów do podnoszenia cen	Pozytywne trendy PMI
Automotive	SENTYMENT	NEUTRALNY	POZYTYWNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	MGT	GM US, F US, TSLA US, MGA US, APTV US, CRNC US	STLA IM, FR FP, DAI GY
	Spółki na minus	BRS		
	Kluczowe katalizatory:	Mizerna sprzedaż aut vs. 2019 r., wyzwania po stronie drożejących surowców i braku półproduktów	Wzrost penetracji sprzedaży aut EV, odbudowa produkcji po przestojach	Mizerna sprzedaż aut vs. 2019 r., wyzwania po stronie drożejących surowców i braku półproduktów
Konsument cykliczny	SENTYMENT		POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus		TSCO US, GOOS US, LEVI US, NKE US, HD US, TPR US, AAP US, KMX US, AZO US, FL US, BBY US, CMG US, MCD US	HFG GY, TUI1 GY, ADS GY, PUM GY, BOSS GY
	Spółki na minus			DHER GY
	Kluczowe katalizatory:		Historycznie wysoki poziom oszczędności konsumentów, poprawiający się rynek pracy	Szybsze tempo szczepień, otwarcie gospodarki
Konsument defensywny	SENTYMENT		POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus		EL US, CL US, KO US	HEN3 GY
	Spółki na minus		PG US	
	Kluczowe katalizatory:			

mBank Biuro maklerskie

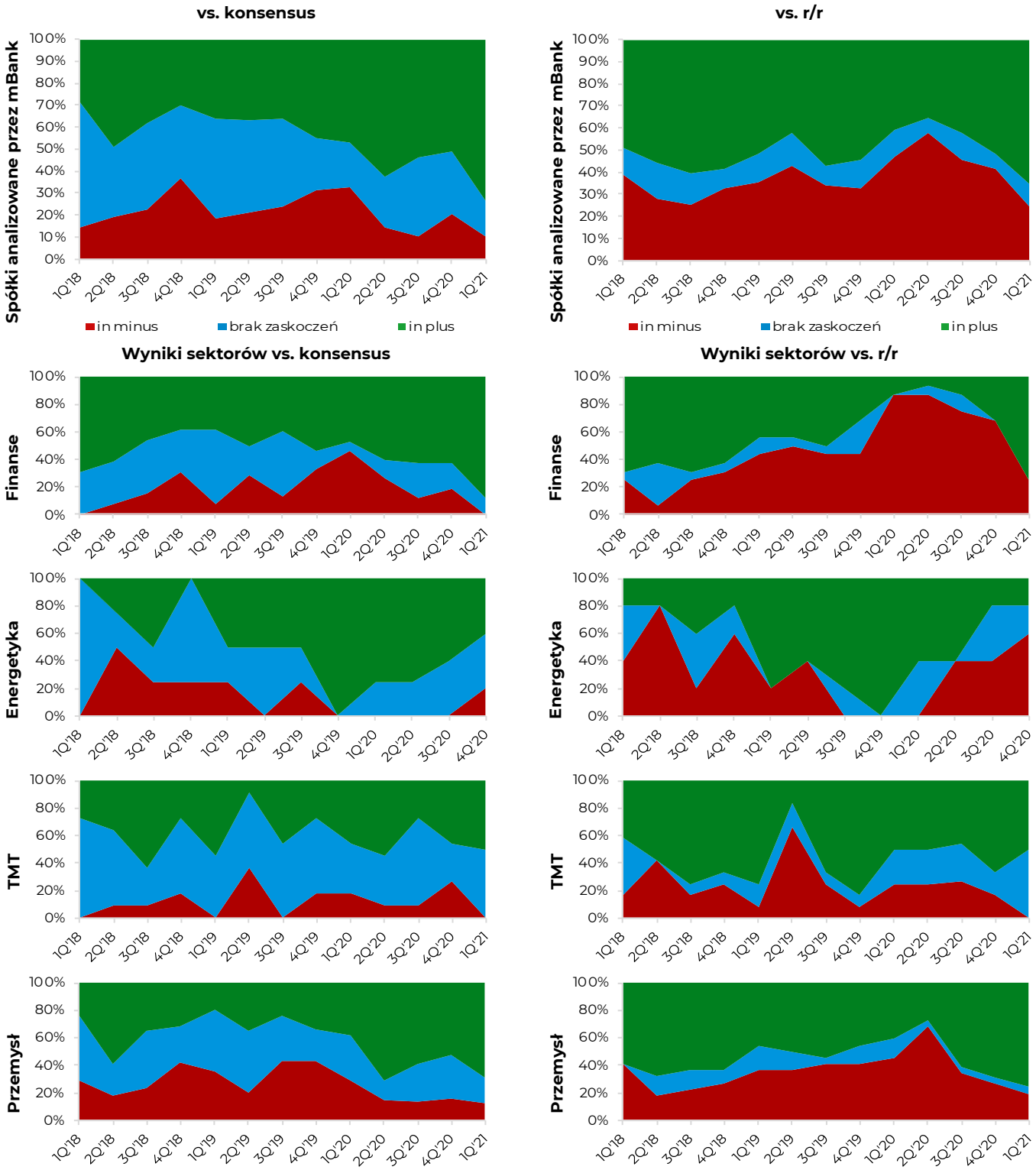
Zaskoczenia na wynikach spółek w poszczególnych kwartałach (vs. konsensus oraz vs. r/r)

vs. konsensus	2018 1Q	2Q	3Q	4Q	2019 1Q	2Q	3Q	4Q	2020 1Q	2Q	3Q	4Q	21 1Q	+/=
Finanse														
Alior Bank	=	+	=	=	=	-	+	-	+	-	+	+	+	77%
BNP Paribas											+	+	+	100%
Handlowy	+	+	-	-	-	-	-	+	-	+	+	-	+	46%
ING BSK	=	-	=	+	+	+	-	-	+	+	+	+	+	77%
Millennium	+	+	=	+	+	+	+	-	-	+	-	=	=	77%
Pekao	=	=	+	+	=	=	=	+	+	+	=	+	+	100%
PKO BP	+	=	=	=	=	+	=	+	+	+	=	=	+	100%
Santander BP	=	+	=	-	=	-	=	+	-	=	+	-	+	69%
Komercni	+	+	+	+	=	+	=	=	+	-	-	+	+	85%
Moneta						+	=		+	-	+	+	=	86%
Erste Group	+	+	+	+	+	+	=	+	-	-	+	+	+	85%
RBI						+	=	+	+	+	+	+	+	100%
OTP Bank	+	+	+	=	=	+	+	+	-	+	+	=	+	92%
PZU	+	=	+	=	+	=	=	+	-	+	+	+	+	92%
Kruk	+	+	+	-	+	-	+	-	-	+	=	+	+	69%
GPW	+	=	-	-	=	=	+	-	=	=	=	-	+	69%
Chemia														
Ciech	=	+	=	-	=	=	=	+	-	+	+	-	+	77%
Grupa Azoty	=	-	-	+	+	=	+	=	+	=	=	+	-	77%
Surowce														
JSW	=	+	=	-	+	+	+	+	-	=	=	+	-	77%
KGHM	=	+	-	-	+	=	+	-	-	+	=	=	+	69%
Paliwa														
Lotos	-	+	=	-	=	=	-	-	-	+	+	-	+	54%
MOL	=	=	+	+	=	+	=	+	+	+	+	=	+	100%
PGNiG	-	+	-	-	=	+	-	+	+	=	+	+	+	69%
PKN Orlen	=	-	=	+	=	+	=	-	+	=	+	=	+	85%
Energetyka														
CEZ	=	-	+	=	=	+	-	+	+	+	=	=	-	77%
Enea	=	-	=	=	+	+	+	+	+	+	+	+	=	92%
PGE	=	=	-	-	-	=	=	+	=	=	+	=	+	77%
Polenergia											=	-	+	67%
Tauron	=	+	+	=	+	=	+	+	+	+	+	+	+	100%
Telekomunikacja														
Cyfrowy	+	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=		100%
Netia	=	=	=	=	=	+	=	=	=	=	=	=	=	100%
Orange PL	=	+	+	+	=	=	=	+	+	+	=	+	+	100%
Media														
Agora	=	+	+	=	+	-	+	=	+	=	+	-		83%
Wirtualna	=	=	=	=	=	=	=	=	-	=	+	+		92%
IT														
Ailleron	=	=	-	-	+	-	=	-	-	+	-	-		42%
Asseco BS	=	=	+	+	=	=	+	+	=	+	=	=	=	100%
Asseco PL	+	+	+	=	+	=	+	=	+	+	+	+		100%
Asseco SEE	=	=	+	=	+	=	+	+	+	+	=	+	+	100%
Atende	=	-	+	-	+	-	=	=	=	+	=			73%
Comarch	+	+	+	+	+	-	+	-	+	-	=	+		75%
Sygnity												-		0%
Przemysł														
AC			=		=	-	+	+	=	=	=	=	=	90%
Alumetal	=	+	=	-	-	=	=	=	+	+	+	+	+	85%
Amica	-	+	+	+	=	=	+	=	+	=	+	-	+	85%
Apator	=	+	=	+	=	=	+	-	=	+	=	=	=	92%
Astarta						-	+	+	-	+	+		-	57%
Boryszew	-	=	-	-	-	=	-	-	-	=	-	=	-	31%
Cognor	+	+	=	-	-	+	-	-	+	+	+	+	+	69%
Famur	+	+	+	+	+	+	-	-	=	+	+	=	=	85%
Forte	=	+	-	-	+	-	+	+	+	+	+	+	+	77%
Grupa Kęty	=	+	=	=	=	=	=	+	+	+	=	+	+	100%
Kernel	=	-	+	+	-	=	+	+	+	+	+	+	+	85%
Mangata	+	+	+	-	+	=	=	+	-	+	-	+	+	77%
Mo-BRUK												=	+	100%
PKP Cargo	=	+	+	-	=	-	-	-	-	+	=	=	+	62%
Stalprodukt					-	-	-	-	=	+	+	+	+	56%
E-commerce														
Allegro											=	+		100%
Handel														
TIM				+	+	+	-	=	=	+	+	+	+	90%

vs. r/r	2018 1Q	2Q	3Q	4Q	2019 1Q	2Q	3Q	4Q	2020 1Q	2Q	3Q	4Q	21 1Q	+/=
Finanse														
Alior Bank	+	+	-	+	-	-	-	-	-	-	-	+	+	38%
BNP Paribas	+	+	+	-	+	+	-	+	-	=	+	+	+	77%
Handlowy	+	+	-	-	-	-	-	+	-	-	=	-	+	38%
ING BSK	+	=	=	+	=	+	+	=	-	-	+	-	+	77%
Millennium	+	+	+	+	=	-	=	-	-	-	-	-	-	46%
Pekao	+	=	+	-	-	+	+	=	-	-	-	-	+	54%
PKO BP	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	+	62%
Santander BP	=	=	-	+	-	-	+	-	-	-	-	-	-	31%
Komercni	-	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	-	38%
Moneta	+	-	+	+	-	+	+	=	+	-	-	-	-	54%
Erste Group	+	+	+	+	+	-	+	=	-	-	-	-	+	62%
RBI	+	=	+	-	-	=	-	+	-	-	-	+	+	54%
OTP Bank	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	+	69%
PZU	-	+	+	=	+	-	-	+	-	-	=	-	+	54%
Kruk	-	=	+	+	+	-	-	-	-	-	-	+	+	46%
GPW	-	+	-	-	-	-	+	-	+	+	-	+	+	46%
Chemia														
Ciech	-	=	-	-	-	=	+	+	-	+	+	-	+	54%
Grupa Azoty	-	-	-	-	+	+	+	=	-	+	-	+	-	46%
Surowce														
JSW	-	=	=	-	-	=	-	-	-	-	-	-	+	31%
KGHM	-	+	-	=	+	-	+	-	-	+	+	+	+	62%
Paliwa														
Lotos	-	+	=	+	+	=	=	-	+	-	-	-	-	54%
MOL	-	-	+	+	-	=	=	-	+	-	-	-	=	46%
PGNiG	-	+	+	-	-	-	-	+	+	+	+	+	+	62%
PKN Orlen	-	-	-	+	=	+	+	-	+	-	-	+	-	46%
Energetyka														
CEZ	-	-	+	=	+	+	=	+	+	-	=	-	-	62%
Enea	=	-	=	-	+	+	+	+	+	+	-	=	=	77%
PGE	+	+	=	-	-	-	+	+	=	-	=	-	+	62%
Polenergia	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	62%
Tauron	=	-	-	-	+	-	+	+	=	+	+	+	+	69%
Telekomunikacja														
Cyfrowy	=	-	=	=	=	=	=	=	=	-	+	+		83%
Netia	=	-	-	-	-	-	-	+	=	=	-	=	=	46%
Orange PL	=	-	+	+	=	=	+	+	+	=	=	=	+	92%
Media														
Agora	-	-	+	+	+	-	+	+	+	-	-	-		50%
Wirtualna	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	+		75%
IT														
Ailleron	=	+	-	-	+	-	-	+	-	+	+	+		58%
Asseco BS	+	+	+	+	+	-	+	+	=	=	=	+	=	92%
Asseco PL	+	+	+	+	+	-	+	-	+	+	+	+		83%
Asseco SEE	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
Atende	-	-	+	-	+	-	-	+	-	+	+	+		50%
Comarch	=	+	+	+	+	-	+	+	+	+	=	+		92%
Sygnity	+	+	+	+	+	-	+	+	+	+		-		82%
Przemysł														
AC	+	+	+	+	+	-	+	-	-	-	-	-	-	46%
Alumetal	+	+	+	-	-	-	-	=	+	-	+	+	+	62%
Amica	-	+	+	+	=	+	+	+	-	+	+	+	+	85%
Apator	-	+	=	+	+	-	-	-	=	=	+	+	=	69%
Astarta	-	-	-	-	-	+	-	+	+	-	+	+	-	38%
Boryszew	-	-	-	-	-	-	+	-	-	-	-	-	+	15%
Cognor	+	+	+	-	-	-	-	-	+	-	+	+	+	54%
Famur	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	-	46%
Forte	-	+	-	+	+	-	+	+	+	-	+	+	+	69%
Grupa Kęty	+	+	+	+	=	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
Kernel	-	+	+	+	-	+	=	-	+	+	+	+	+	77%
Mangata	+	+	+	=	+	=	-	=	-	-	-	+	+	69%
Mo-BRUK	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
PKP Cargo	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	=	+	54%
Stalprodukt	-	-	-	-	-	-	-	=	-	-	+	+	+	31%
E-commerce														
Allegro											+	+		100%
Handel														
TIM	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%

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

Zaskoczenia na wynikach wszystkich spółek analizowanych przez mBank oraz wybranych sektorów



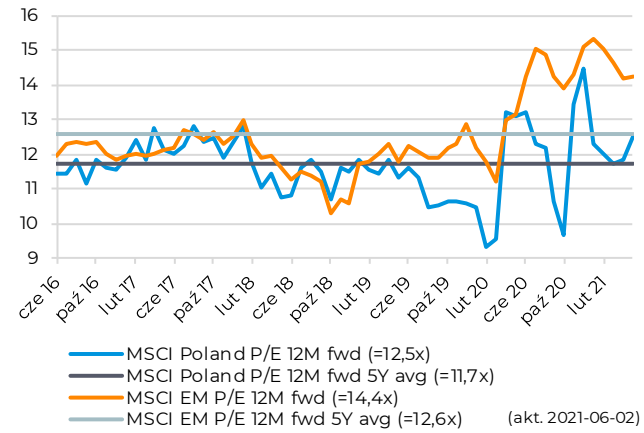
Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank

Zmiana prognozowanego zysku netto na 2021 rok dla spółek wchodzących w skład indeksu WIG30

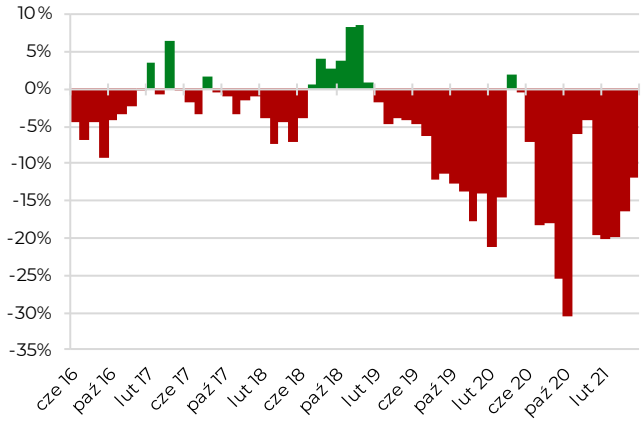
maj 20=0	WIG30		Finanse		Paliwa		Energetyka		Handel		TMT		Chemia		Surowce	
	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank
cze 20	-0%	-6%	-3%	+0%	-0%	-27%	+1%	-2%	-9%	+0%	+5%	+0%	+0%	-	+14%	+0%
lip 20	-6%	+2%	-15%	+0%	-7%	-23%	-5%	-2%	-19%	-0%	+6%	+5%	-57%	-	+71%	+331%
sie 20	-3%	+1%	-15%	+0%	-4%	-22%	-4%	-2%	-19%	-0%	+6%	+5%	-57%	-	+114%	+311%
wrz 20	-4%	+1%	-15%	-1%	-6%	-22%	-4%	-2%	-26%	-0%	+5%	+5%	-57%	-	+123%	+262%
paź 20	-7%	+2%	-22%	-1%	-14%	-22%	+4%	-2%	-31%	+1%	+4%	+17%	-21%	-	+136%	+236%
lis 20	-5%	+12%	-20%	+8%	-15%	-14%	-25%	-29%	-25%	+22%	+38%	+38%	-21%	-	+160%	+567%
gru 20	-1%	+10%	-13%	+8%	-19%	-14%	-20%	-29%	-17%	+22%	+30%	+20%	-55%	-	+205%	+567%
sty 21	+0%	+11%	-12%	+8%	-20%	-14%	-25%	-29%	-15%	+22%	+28%	+20%	-59%	-	+235%	+567%
lut 21	+0%	+12%	-9%	+8%	-22%	-14%	-23%	-29%	-27%	+22%	+25%	+20%	-59%	-	+238%	+644%
mar 21	+3%	+21%	-7%	+11%	-17%	-18%	-24%	-34%	-37%	+91%	+14%	+4%	-59%	-	+283%	+10,9x
kwi 21	+6%	-1%	-16%	-22%	-3%	-18%	-19%	-34%	-31%	-	+40%	-15%	-9%	-	+238%	+10,9x
maj 21	+15%	+3%	-1%	-22%	+3%	-18%	-15%	-22%	-31%	-	+36%	-15%	+26%	-	+273%	+11,9x

Źródło: Bloomberg, mBank; dane dla prognoz mBanku nie uwzględniają wyniku 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

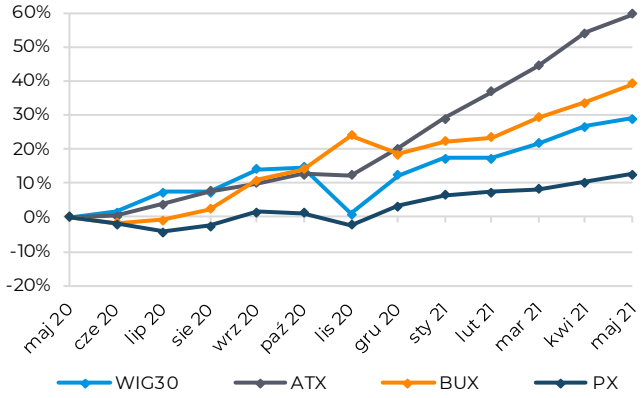


Źródło: Bloomberg, mBank



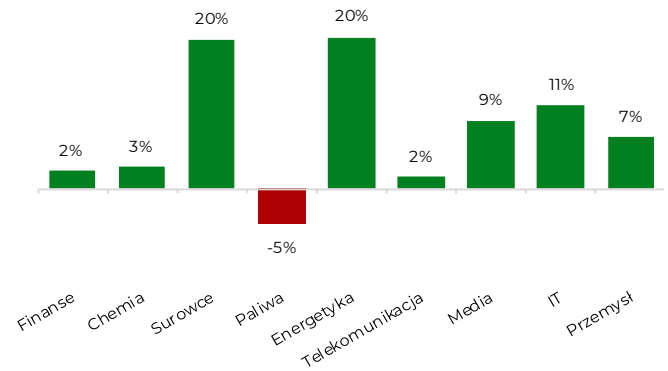
Źródło: Bloomberg, mBank

Zmiana prognozowanego EPS 12M fwd



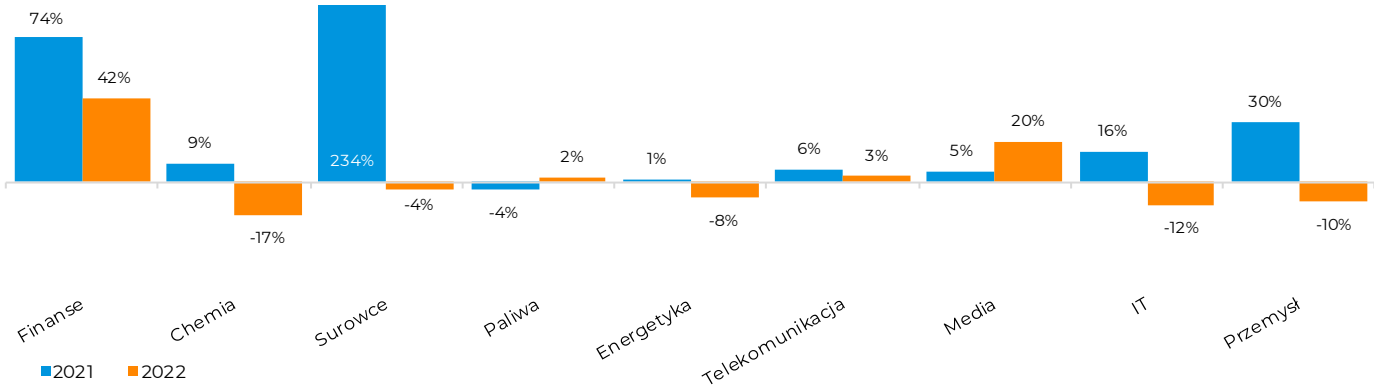
Źródło: Bloomberg, mBank

Potencjał zmiany cen dla sektorów



Źródło: mBank; na podstawie cen docelowych według mBanku

Dynamika zmian wyniku EBITDA prognozowanego przez mBank w latach 2021-22



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

Odchylenie prognoz mBanku od konsensusu

Spółka	Rekomendacja	TP	Rekomendacje[2]			TP	mBank/	ZN mBank/kons.			EBITDA mBank/kons.			Liczba
	mBank	mBank[1]	▲	►	▼	kons.[3]	kons. TP	2021	2022	2023	2021	2022	2023	prognoz[4]
Finanse														
Alior Bank	akumuluj	30,00	5	8	2	27,10	+10,7%	-16%	-24%	-25%				6
BNP Paribas Polska	kupuj	90,00	5	4	0	74,20	+21,3%	-25%	+19%	+14%				5
Handlowy	akumuluj	49,50	3	6	3	41,68	+18,8%	+3%	+13%	+12%				2
ING BSK	akumuluj	190,00	9	3	1	189,60	+0,2%	+13%	+4%	-4%				6
Millennium	trzymaj	4,20	4	5	5	4,27	-1,6%	-	-6%	-13%				5
Pekao	kupuj	102,00	12	6	2	90,78	+12,4%	-15%	+2%	+2%				10
PKO BP	kupuj	40,66	13	5	2	39,44	+3,1%	+5%	+4%	-3%				13
Santander Bank Polska	kupuj	283,70	5	10	2	238,78	+18,8%	-	+13%	+2%				6
Komercni Banka	trzymaj	804,77	12	7	0	800,51	+0,5%	+0%	+14%	+17%				9
Moneta Money Bank	kupuj	95,50	10	2	0	95,70	-0,2%	+2%	-0%	+2%				4
Erste Group	trzymaj	34,06	16	4	1	34,64	-1,7%	+24%	+20%	+19%				14
RBI	akumuluj	21,00	12	5	3	21,23	-1,1%	-14%	-18%	-21%				14
OTP Bank	trzymaj	15 143	12	5	0	16 781	-9,8%	-1%	-5%	-				14
PZU	akumuluj	40,63	9	3	0	38,62	+5,2%	+9%	+7%	+3%				6
Kruk	trzymaj	174,96	3	2	3	208,00	-15,9%	-25%	-19%	-13%				2
GPW	trzymaj	44,48	2	4	1	49,93	-10,9%	+9%	+5%	+2%	+4%	+2%	+3%	5/4
Chemia														
Ciech	trzymaj	47,47	7	2	0	41,56	+14,2%	+15%	+13%	+11%	+2%	+2%	+2%	5/5
Grupa Azoty	trzymaj	34,74	2	3	3	34,59	+0,4%	-9%	-91%	-26%	+7%	-32%	+1%	2/3
Surowce														
JSW	kupuj	48,09	2	0	6	23,47	+104,9%	-	+144%	+54%	+55%	+25%	+27%	5/3
KGHM	kupuj	245,39	7	4	3	208,51	+17,7%	+21%	+15%	+42%	+10%	+8%	+23%	11/10
Paliwa														
Lotos	akumuluj	53,39	6	5	1	56,77	-5,9%	-55%	-43%	-23%	-26%	-20%	-15%	4/5
MOL	trzymaj	2 294,0	5	9	0	2 538,6	-9,6%	-41%	-63%	-42%	-11%	-22%	-15%	11/11
PGNiG	trzymaj	6,84	6	4	0	6,97	-1,9%	-3%	+0%	-11%	+3%	+3%	+11%	8/7
PKN Orlen	trzymaj	60,64	7	7	3	72,80	-16,7%	-55%	-65%	-51%	-19%	-24%	-21%	9/9
Energetyka														
CEZ	kupuj	759,63	9	6	2	622,10	+22,1%	-8%	+1%	+2%	-1%	-1%	+1%	9/8
Enea	zawieszona	-	4	3	1	9,32	-	+4%	-4%	+6%	+2%	+6%	+15%	6/6
PGE	zawieszona	-	7	3	0	9,57	-	+25%	-65%	-28%	+4%	-11%	+1%	7/6
Polenergia	trzymaj	78,59	1	2	1	72,50	+8,4%	+27%	+3%	+26%	+11%	-2%	+10%	2/2
Tauron	zawieszona	-	8	1	0	4,10	-	+11%	-26%	-28%	+7%	-3%	-1%	6/5
Telekomunikacja														
Cyfrowy Polsat	trzymaj	27,90	10	3	1	32,26	-13,5%	-32%	-0%	+20%	-30%	+9%	+17%	5/5
Netia	trzymaj	4,70	3	4	0	4,89	-3,9%	+27%	+22%	+7%	-1%	-3%	-5%	2/2
Orange Polska	kupuj	8,20	6	8	1	7,57	+8,3%	+6%	+7%	-7%	+14%	+12%	+12%	6/5
Media														
Wirtualna Polska	kupuj	126,00	10	0	0	97,99	+28,6%	+9%	+9%	+4%	+8%	+6%	+4%	5/4
IT														
Asseco Poland	kupuj	80,70	6	2	0	77,54	+4,1%	-4%	-1%	-1%	-4%	-3%	-6%	5/4
Asseco SEE	przeważaj	-	4	1	0	45,17	-	+3%	-	-	+2%	-	-	4/4
Comarch	kupuj	267,00	5	2	0	247,17	+8,0%	-9%	-7%	-7%	-3%	-2%	-3%	4/4
Gaming														
11 bit studios	zawieszona	-	7	1	0	550,90	-	-	-	-	-	-	-	6/6
CD Projekt	zawieszona	-	6	7	9	206,59	-	-	-	-	-	-	-	17/16
PlayWay	zawieszona	-	4	1	0	634,10	-	-	-	-	-	-	-	5/5
Ten Square Games	zawieszona	-	9	0	0	708,43	-	-	-	-	-	-	-	7/6
Przemysł														
AC	przeważaj	-	2	1	0	44,00	-	-5%	-2%	-1%	-6%	-3%	+2%	2/2
Alumetal	równoważ	-	3	2	0	57,05	-	+52%	+22%	-	+32%	+14%	-	5/5
Amica	niedoważaj	-	2	0	1	180,00	-	-4%	-4%	-	-9%	-10%	-	3/3
Apator	równoważ	-	1	1	0	28,00	-	-2%	+2%	-	+1%	+2%	-	2/2
Astarta	przeważaj	-	1	3	0	49,00	-	+34%	+28%	+29%	+9%	+8%	+4%	3/3
Boryszew	równoważ	-	0	1	0	-	-	+160%	+75%	-	+16%	+16%	-	2/2
Cognor	trzymaj	3,19	0	1	0	3,19	+0,0%	-15%	-18%	-16%	-15%	-16%	-15%	2/2
Famur	trzymaj	2,50	0	5	0	2,56	-2,3%	-6%	-4%	-9%	-6%	-7%	-11%	5/4
Forte	równoważ	-	1	3	0	57,50	-	+0%	+7%	-	+8%	+5%	-	3/3
Grupa Kęty	trzymaj	553,55	6	3	0	634,66	-12,8%	+0%	-5%	-10%	+1%	-5%	-8%	6/6
Kernel	kupuj	71,84	4	1	0	72,01	-0,2%	-1%	-15%	-6%	-5%	-9%	-7%	5/4
Mangata	równoważ	-	3	0	0	120,00	-	+19%	-4%	-	+8%	-5%	-	3/3
Mo-BRUK	trzymaj	429,25	1	1	0	430,63	-0,3%	-1%	-2%	+0%	-0%	-1%	+1%	2/2
PKP Cargo	sprzedaj	16,21	0	2	2	14,69	+10,3%	-	-	-57%	+4%	-2%	-1%	5/5
Stalprodukt	trzymaj	403,06	3	0	0	404,90	-0,5%	+28%	+1%	+21%	+17%	-1%	+8%	2/2
E-commerce														
Allegro	sprzedaj	54,00	8	6	2	77,82	-30,6%	-5%	-8%	-5%	-5%	-9%	-10%	10/9
Handel														
VRG	akumuluj	3,65	4	1	0	3,65	+0,0%	+15%	-1%	+4%	-33%	-23%	-28%	4/4

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 2021 (zysk netto/EBITDA)

Aktualne rekomendacje mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Potencjał zmiany	P/E 2021	P/E 2022	EV/EBITDA 2021	EV/EBITDA 2022
Finanse						**+2,4%**	**13,3**	**11,6**		
Alior Bank	akumuluj	2021-05-07	28,80	30,00	34,48	-13,0%	18,0	13,3		
BNP Paribas Polska	kupuj	2021-04-19	66,60	90,00	71,60	+25,7%	17,3	8,8		
Handlowy	akumuluj	2021-04-19	43,25	49,50	46,80	+5,8%	8,4	13,8		
ING BSK	akumuluj	2021-05-07	176,40	190,00	195,80	-3,0%	15,1	14,1		
Millennium	trzymaj	2021-04-19	3,80	4,20	5,05	-16,8%	-	9,8		
Pekao	kupuj	2021-04-19	76,24	102,00	96,70	+5,5%	17,6	12,0		
PKO BP	kupuj	2021-04-23	32,91	40,66	39,95	+1,8%	11,4	11,4		
Santander Bank Polska	kupuj	2021-04-19	211,80	283,70	269,00	+5,5%	-	12,5		
Komercni Banka	trzymaj	2021-06-02	798,50	804,77 CZK	798,50	+0,8%	16,2	11,8		
Moneta Money Bank	kupuj	2021-04-09	78,20	95,50 CZK	77,90	+22,6%	13,6	10,7		
Erste Group	trzymaj	2021-06-02	34,05	34,06 EUR	34,05	+0,0%	11,0	9,3		
RBI	akumuluj	2021-04-09	18,52	21,00 EUR	19,88	+5,6%	10,3	8,8		
OTP Bank	trzymaj	2021-06-02	15 865	15 143 HUF	15 865	-4,6%	10,8	9,8		
PZU	akumuluj	2021-06-02	37,29	40,63	37,29	+9,0%	10,1	10,1		
Kruk	trzymaj	2021-02-02	168,30	174,96	262,00	-33,2%	16,9	15,4		
GPW	trzymaj	2021-04-09	45,76	44,48	49,26	-9,7%	13,1	13,9		
Chemia						**+2,8%**	**10,2**	**13,3**	**6,2**	**8,0**
Ciech	trzymaj	2021-06-02	46,70	47,47	46,70	+1,6%	10,5	13,3	5,5	5,7
Grupa Azoty	trzymaj	2021-05-07	37,68	34,74	33,52	+3,6%	10,0	-	6,8	10,4
Surowce						**+19,7%**	**6,8**	**7,7**	**3,2**	**3,2**
JSW	kupuj	2021-04-09	31,88	48,09	34,80	+38,2%	6,3	6,7	2,3	2,0
KGHM	kupuj	2021-06-02	208,80	245,39	208,80	+17,5%	7,3	8,7	4,1	4,4
Paliwa						**-4,7%**	**16,4**	**17,7**	**5,6**	**5,0**
Lotos	akumuluj	2021-06-02	52,80	53,39	52,80	+1,1%	21,5	14,1	6,7	4,9
MOL	trzymaj	2021-04-09	2 150	2 294 HUF	2 330	-1,5%	13,3	21,4	4,5	5,0
PGNiG	trzymaj	2021-06-02	6,47	6,84	6,47	+5,8%	11,3	9,9	4,3	3,9
PKN Orlen	trzymaj	2021-03-25	62,82	60,64	81,68	-25,8%	19,5	22,3	7,0	7,3
Energetyka						**+20,0%**	**12,3**	**16,7**	**5,5**	**5,1**
CEZ	kupuj	2021-06-02	631,00	759,63 CZK	631,00	+20,4%	17,9	16,7	7,7	7,8
Enea	zawieszona	2021-06-02	8,76	-	8,76	-	3,5	3,8	3,2	2,9
PGE	zawieszona	2021-06-02	9,94	-	9,94	-	12,3	22,9	3,7	3,7
Polenergia	trzymaj	2021-06-02	70,20	78,59	70,20	+12,0%	32,7	33,1	16,1	15,3
Tauron	zawieszona	2021-06-02	3,40	-	3,40	-	6,2	5,8	5,5	5,1
Telekomunikacja						**+1,6%**	**29,6**	**19,2**	**5,4**	**5,2**
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2020-12-08	27,84	27,90	30,76	-9,3%	13,2	12,7	7,4	7,2
Netia	trzymaj	2020-12-08	4,50	4,70	5,88	-20,1%	34,2	32,9	5,4	5,2
Orange Polska	kupuj	2020-12-08	6,52	8,20	6,68	+22,8%	29,6	19,2	4,6	4,5
Media						**+9,0%**	**23,9**	**20,1**	**11,3**	**9,0**
Agora	akumuluj	2020-12-08	6,96	7,60	10,25	-25,9%	-	-	10,3	7,6
Wirtualna Polska	kupuj	2021-05-06	99,20	126,00	112,20	+12,3%	23,9	20,1	12,3	10,5
IT						**+11,0%**	**16,1**	**14,4**	**7,2**	**4,9**
Ailleron	równoważ	2020-05-05	6,26	-	12,95	-	20,1	-	7,2	-
Asseco BS	równoważ	2020-09-02	36,00	-	37,10	-	16,1	-	10,5	-
Asseco Poland	kupuj	2020-09-02	70,20	80,70	73,20	+10,2%	15,3	14,4	4,8	4,5
Asseco SEE	przeważaj	2020-08-07	43,70	-	39,60	-	15,7	-	7,9	-
Atende	przeważaj	2020-11-27	3,44	-	5,94	-	20,1	-	9,6	-
Comarch	kupuj	2021-03-30	219,00	267,00	236,00	+13,1%	17,3	16,9	6,8	6,5
Sygnity	trzymaj	2021-03-18	11,10	11,60	10,30	+12,6%	5,0	8,9	4,3	4,9
Gaming						**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
11 bit studios	zawieszona	2021-05-07	501,00	-	496,80	-	-	-	-	-
CD Projekt	zawieszona	2021-05-07	156,52	-	153,38	-	-	-	-	-
PlayWay	zawieszona	2021-05-07	430,20	-	466,40	-	-	-	-	-
Ten Square Games	zawieszona	2021-05-07	420,00	-	430,00	-	-	-	-	-
Przemysł						**+8,4%**	**11,0**	**12,2**	**6,2**	**7,0**
AC	przeważaj	2021-04-29	37,00	-	37,40	-	14,4	12,1	9,4	8,2
Alumetal	równoważ	2021-05-31	68,00	-	66,80	-	8,1	12,2	6,2	8,9
Amica	niedoważaj	2021-04-09	153,20	-	169,60	-	12,4	12,3	7,0	7,0
Apator	równoważ	2021-04-29	23,90	-	23,90	-	9,1	12,5	5,5	7,1
Astarta	przeważaj	2021-04-26	38,20	-	43,40	-	2,6	3,3	1,9	1,8
Boryszew	równoważ	2021-05-31	3,29	-	3,32	-	20,3	13,7	7,0	6,1
Cognor	trzymaj	2021-04-09	3,16	3,19	3,29	-2,9%	7,3	11,0	4,2	5,1
Famur	trzymaj	2021-04-09	2,53	2,50	2,35	+6,6%	10,6	12,7	2,3	2,1
Forte	równoważ	2021-05-31	59,90	-	59,70	-	13,5	12,3	8,1	8,0
Grupa Kęty	trzymaj	2021-06-02	610,00	553,55	610,00	-9,3%	15,4	15,0	10,4	10,1
Kernel	kupuj	2021-03-12	54,00	71,84	57,00	+26,0%	4,3	5,3	3,7	4,3
Mangata	równoważ	2021-05-31	87,80	-	87,80	-	11,3	12,1	7,3	7,6
Mo-BRUK	trzymaj	2021-05-04	409,00	429,25	343,00	+25,1%	12,5	11,5	9,0	8,2
PKP Cargo	sprzedaj	2021-04-09	19,08	16,21	21,20	-23,5%	-	-	4,6	4,0
Stalprodukt	trzymaj	2021-06-02	382,00	403,06	382,00	+5,5%	10,7	10,5	4,4	3,8
E-commerce						**-8,8%**	**56,1**	**45,2**	**32,0**	**27,2**
Allegro	sprzedaj	2020-11-18	67,89	54,00	59,21	-8,8%	56,1	45,2	32,0	27,2
Answear	zawieszona	2021-05-07	32,01	-	31,90	-	-	-	-	-
Handel						**-4,1%**	**24,2**	**17,7**	**11,5**	**9,8**
AmRest	zawieszona	2020-12-08	25,80	-	32,26	-	-	-	-	-
CCC	zawieszona	2021-05-07	111,80	-	118,80	-	-	-	-	-
Dino	zawieszona	2021-05-07	247,30	-	283,80	-	-	-	-	-
Eurocash	zawieszona	2021-05-07	14,32	-	15,26	-	-	-	-	-
Jeronimo Martins	zawieszona	2021-05-07	15,38	-	15,88	-	-	-	-	-
LPP	zawieszona	2021-05-07	10 640,00	-	11 320,00	-	-	-	-	-
TIM	przeważaj	2020-12-08	18,90	-	33,05	-	18,5	18,9	10,4	10,5
VRG	akumuluj	2021-04-23	3,33	3,65	3,81	-4,1%	30,0	16,5	12,6	9,2

Zmiany rekomendacji w przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa		Data wydania
CEZ	kupuj	kupuj	759,63	CZK	2021-06-02
Ciech	trzymaj	trzymaj	47,47	PLN	2021-06-02
Enea	zawieszona	zawieszona	-	-	2021-06-02
Erste Group	trzymaj	kupuj	34,06	EUR	2021-06-02
Grupa Kęty	trzymaj	trzymaj	553,55	PLN	2021-06-02
KGHM	kupuj	kupuj	245,39	PLN	2021-06-02
Komercni Banka	trzymaj	kupuj	804,77	CZK	2021-06-02
Lotos	akumuluj	kupuj	53,39	PLN	2021-06-02
OTP Bank	trzymaj	akumuluj	15143,00	HUF	2021-06-02
PGE	zawieszona	zawieszona	-	-	2021-06-02
PGNiG	trzymaj	akumuluj	6,84	PLN	2021-06-02
Polenergia	trzymaj	redukuj	78,59	PLN	2021-06-02
PZU	akumuluj	kupuj	40,63	PLN	2021-06-02
Stalprodukt	trzymaj	kupuj	403,06	PLN	2021-06-02
Tauron	zawieszona	zawieszona	-	-	2021-06-02

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa		Data wydania
11 bit studios	zawieszona	sprzedaj	-	-	2021-05-07
Alior Bank	akumuluj	kupuj	30,00	PLN	2021-05-07
Alumetal	równoważ	równoważ	-	-	2021-05-31
Answear	zawieszona	kupuj	-	-	2021-05-07
Boryszew	równoważ	równoważ	-	-	2021-05-31
CCC	zawieszona	trzymaj	-	-	2021-05-07
CD Projekt	zawieszona	redukuj	-	-	2021-05-07
Ciech	trzymaj	trzymaj	40,97	PLN	2021-05-07
Dino	zawieszona	akumuluj	-	-	2021-05-07
Eurocash	zawieszona	trzymaj	-	-	2021-05-07
Forte	równoważ	równoważ	-	-	2021-05-31
Grupa Azoty	trzymaj	trzymaj	34,74	PLN	2021-05-07
ING BSK	akumuluj	trzymaj	190,00	PLN	2021-05-07
Jeronimo Martins	zawieszona	trzymaj	-	-	2021-05-07
LPP	zawieszona	akumuluj	-	-	2021-05-07
Mangata	równoważ	przeważaj	-	-	2021-05-31
Mo-BRUK	trzymaj	akumuluj	429,25	PLN	2021-05-04
PlayWay	zawieszona	akumuluj	-	-	2021-05-07
Polenergia	redukuj	sprzedaj	72,69	PLN	2021-05-07
Ten Square Games	zawieszona	kupuj	-	-	2021-05-07
Wirtualna Polska	kupuj	akumuluj	126,00	PLN	2021-05-06

Statystyki rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Biurem maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	2	3,6%	0	0,0%
redukuj	0	0,0%	0	0,0%
niedoważaj	1	1,8%	1	4,5%
trzymaj	20	35,7%	9	40,9%
równoważ	7	12,5%	1	4,5%
akumuluj	8	14,3%	5	22,7%
kupuj	13	23,2%	5	22,7%
przeważaj	5	8,9%	1	4,5%

Kalendarium wydarzeń

Data		Spółka	Wydarzenie
7 cze	9:00	**Boryszew**	Spotkanie z Zarządem (Foksal 6, Warszawa)
7 cze	11:00	**Ferro**	Telekonferencja z Zarządem
10 cze	11:00	**11 bit studios**	Telekonferencja z Zarządem (https://www.live.tvip.pl/live/11bit-konferencja-pl/)
24 cze		**LPP**	Publikacja wyników za 1Q'21/22

Makroekonomia

Produkt Krajowy Brutto w 1Q

PKB w I kwartale spadł o 0,9% r/r. Wynik okazał się lepszy zarówno od wcześniejszego szybkiego szacunku GUS jak i konsensusu prognoz (choć bliski naszej prognozy). Największą niespodziankę sprawiły jednak inwestycje, które wzrosły o 1,3% r/r (spodziewano się wyniku na sporym minusie). Szczegóły poniedziałkowego odczytu skłaniają nas do rewizji w górę prognozy PKB na cały 2021 rok – wzrośnie on naszym zdaniem o 5,7% r/r.

Prześledźmy szczegóły odczytu za I kw. Nieco słabiej niż prognozowaliśmy (choć lepiej niż szacował konsensus prognoz) wypadła konsumpcja, która odnotowała wzrost o 0,2% r/r w I kwartale. Nieco gorszy wynik konsumpcji to efekt niedoszacowania części spadku PKB w sekcjach usługowych (zamkniętych lub ograniczonych w pandemii). Przed konsumpcją teraz jednak miesiące silnego wzrostu wraz z otwierającymi się usługami i powrotem konsumentów do zwiększonej aktywności. Konsumpcję wspierać będzie silny rynek pracy, gdzie jak do tej pory brak wyraźnych sygnałów spowolnienia czy choćby lekkiej zadyszki.

Bohater odczytu jest jednak jeden – to inwestycje, które dodały do wzrostu PKB 0,2 pp. Odbicie rocznej dynamiki do 1,3% r/r to spora niespodzianka – zarówno konsensus, jak i my spodziewaliśmy się sporych minusów (nasza prognoza wynosiła -10% r/r, konsensus -7,9% r/r). Cykl inwestycyjny ruszył wcześniej niż zakładaliśmy (i wcześniej niż wskazywały na to szacunki oparte na danych o produkcji przemysłowej i produkcji budowlano-montażowej). Nawet jeśli jest w tym sporo elementów jednorazowych, to wynik za I kw. przesuwa całą ścieżkę inwestycji na ten rok w górę – w efekcie przesuwa też naszą prognozę PKB. Bardzo dobry wynik inwestycji, plus na konsumpcji i wciąż dobry rezultat spożycia publicznego przełożyły się na łączny dobry wynik popytu krajowego, który wzrósł w I kw. o 1% r/r.

Zaskoczeniem in minus był natomiast eksport netto. Szacowaliśmy wkład do PKB na lekkim plusie, jednak saldo obrotów z zagranicą odjęło od wzrostu 1,9 pp. To w pierwszej kolejności efekt dobrego wyniku inwestycji, wyższa prognozowana przez nas ścieżka inwestycji skutkuje niższą prognozą wkładu eksportu netto.

Jak w obliczu coraz bardziej przyspieszającej gospodarki zachowa się RPP? Poniedziałkowe dane zwiększają ryzyko szybszego rozpoczęcia procesu podwyżek stóp procentowych. Na razie nasza prognoza to pierwsza podwyżka w 1. kw. 2022. Rada musi zobaczyć ugruntowanie ożywienia i wysoką inflację, aby rozpocząć cykl podwyżek. Kwestia inflacji jest naszym zdaniem jasna od paru miesięcy: szanse na powrót inflacji nawet do dopuszczalnego przedziału wahań są nikłe. Listopadowa projekcja powinna pokazać silny wzrost gospodarczy w ciągu kolejnych lat (już w zasadzie projekcje to pokazują). To sprawia, że RPP mogłaby już ruszyć w listopadzie i tam właśnie rozpoczyna się okres zagrożenia rozpoczęciem zacieśnienia. Na razie (w czerwcu i lipcu) prezes Glapiński zachowa umiarkowanie optymistyczny ton.

Produkcja przemysłowa w kwietniu

Potężne wyniki produkcji to oczywiście baza statystyczna. W szerszym ujęciu produkcja "zwalnia" do dość stromego trendu. Realizacja odłożonego popytu i odbudowa zapasów wskazują, że ma szansę na pozostanie w nim wiele miesięcy (kwartałów). Produkcja przemysłowa wzrosła w kwietniu o 44,5% r/r, nieco powyżej naszej prognozy (41,6 % r/r), ale zgodnie z szacunkami konsensusu (44% r/r). Za gros wzrostu rocznej dynamiki odpowiada efekt bazy (zeszłoroczny kwiecień przyniósł znaczące obniżenie produkcji). Można śmiało stwierdzić, że takie dynamiki nie powtórzą się już przez lata. Kolejne miesiące przyniosą obniżenie wskaźników rocznych z uwagi na wchodzenie w coraz wyższą bazę statystyczną. Najsilniejszy wzrost odnotowano w przetwórstwie przemysłowym: +50,6% r/r. Ogólny wynik zbijały pozostałe kategorie (w szczególności górnictwo i wytwarzanie energii). Szczegóły prezentują się jeszcze bardziej imponująco – produkcja samochodów wzrosła o 470,5% r/r, produkcja skór o 249,7%, a produkcja mebli o 225,8% r/r. To ponownie kategorie najsilniej tracące w zeszłym roku. Z uwagi na wspomniane, potężne efekty bazy, lepiej jednak patrzeć na produkcję przez pryzmat danych odsezonowanych. I tu w pierwszej kolejności chcielibyśmy zwrócić uwagę na spektakularne, V-kształtne odbicie produkcji, które do tej pory się wykreśliło. W ubiegłym roku trudno było o formułowanie tak optymistycznych prognoz. W porównaniu do poprzedniego miesiąca zaobserwowaliśmy obniżenie strumienia produkcji (-0,4% m/m). Lekkie spowolnienie może być efektem uwypuklających się problemów z zakłóceniami w łańcuchach dostaw (to powszechny problem w przemyśle zarówno w Europie jak i Stanach) czy, w mniejszym stopniu, trudnościami związanymi z nieobecnościami pracowników (dane o przeciętnym zatrudnieniu wskazywały, że liczba zwolnień opiekuńczych i zdrowotnych przybrała na sile). Z dwojga potencjalnych przyczyn, głównego hamulcowego upatrywalibyśmy jednak w problemach podażowych. Wskaźniki koniunktury wskazywały na podaż nienadążającą za popytem i rosnące zaległości produkcyjne. Lekkie spowolnienie w ujęciu m/m nie oznacza, że przemysł zaczął gwałtownie hamować. Wciąż produkcja znajduje się znacząco powyżej trendów sprzed pandemii (zarówno niższego wieloletniego, jak i tego z ostatnich lat). Odczyt można więc traktować jako kolejny optymistyczny obraz polskiego przemysłu. Kompozycja wskaźników koniunktury wskazuje wyraźnie, że na razie trudno oczekiwać złamania dotychczasowego trendu wzrostowego.

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna wzrosła w kwietniu o 21,1% r/r (poprzednio 15,2%, konsensus 25,4% BBG). Prognozowaliśmy 21% i sam wynik nie jest dla nas zaskoczeniem. Przyspieszenie w ujęciu rocznym to przede wszystkim wynik efektów bazowych z poprzedniego roku. W kwietniu 2020 roku sprzedaż notowała historyczne spadki. Gdyby skupić się tylko i wyłącznie na porównaniu do marca, widać ograniczenie sprzedaży o 6,8% (ujęcie odsezonowane). To oczywiście efekt restrykcji epidemicznych (odwróci się w maju) oraz dostosowanie po Wielkanocy (większość zakupów – jakkolwiek skromnych – wypadła w tym roku w marcu). Z uwagi na połączenie efektów silnej bazy i restrykcji, rozpisywanie się o poszczególnych elementach składowych sprzedaży nie jest celowe. Można śmiało zakładać, że obecne wychylenie (miesięcznej) sprzedaży względem trendu jest w tegorocznym apogeum. W maju zobaczymy już solidne wybicie w górę i odległość do trendu zostanie istotnie zmniejszona. Cała konsumpcja również powinna powoli zbliżać się w kierunku poprzedniego trendu, aczkolwiek jest to kategoria, która zawiera w sobie najwięcej ryzyk i nie są to bynajmniej ryzyka w dół. Stworzyliśmy sobie prosty, statyczny model konsumpcji "epidemicznej", w którym rozważamy (i ilustrujemy) różne warianty powrotu konsumpcji do normalności. Główne założenie modelu dotyczy dochodów: przed pandemią rosną, potem stoją w miejscu, potem znów rosną w takim samym tempie jak przed pandemią. Założenie banalnie proste, ale nadmiernie nie odbiegające od rzeczywistości (i nie psujące niczego w rozumowaniu). Konsument może konsumować lub oszczędzać, a oszczędności odkłada w depozycie.

To teraz przyjrzyjmy się, jak wygląda trajektoria konsumpcji, którą przyjęliśmy za scenariusz bazowy (on daje średnioroczne tempo wzrostu na poziomie 5,8%). Nie jest to niska, średnioroczna prognoza. Raczej przedstawia typowe wartości. I nie można oprzeć się wrażeniu, że "dochodzenie" do trendu odbywa się powoli. Biorąc pod uwagę inne, prawdopodobne metody realizacji odłożonej konsumpcji można stwierdzić, że tu ryzyka rozkładają się w górę i nie rozchodzi się o dziesiąte części procenta, lecz raczej o grube liczby. Oczywiście wszystko sprowadzi się do tego, jak bardzo skumulowany będzie popyt, który się uwolni. Im bardziej, tym tymczasowo bliżej trendu się znajdziemy. Im mniej, tym proces ten będzie silniej rozciągnięty w czasie. Konsumenci mają środki, aby pchnąć konsumpcję nawet o kilka procent w krótkim czasie. Pytanie tylko, czy to zrobią. Przed nami bardzo ciekawe miesiące "otwierania" gospodarki.

Inflacja

Finalny odczyt inflacji nie przyniósł niespodzianek. GUS potwierdził ją na poziomie 4,3% r/r. Nieco zaskoczyła nas natomiast jej struktura, która wskazuje, że inflacja bazowa utrzyma się na poziomie 3,9% r/r. RPP przystąpi w 2022 roku do podwyżek stóp procentowych. Tak jak wskazywał odczyt flash, żywność podrożała w kwietniu o 1% m/m. W miarach rok do roku żywność dodała 0,27 pp. do inflacji. Drugim największy wkład miały paliwa, które dodały 0,21 pp. Wzrost cen paliw o o 3,6% m/m przełożył się na dynamikę +28,1% r/r. Te dwie kategorie poskutkowały silnym wzrostem cen towarów. Siłą napędową inflacji ogółem była więc baza statystyczna oraz ceny nie-bazowe.

Kategorie odpowiedzialne za inflację bazową zaskoczyły nas jednak nieco w górę. Inflacja bazowa wyniosła naszym zdaniem 3,9% r/r (czyli tyle samo co przed miesiącem). Pozostaje ona wysoka i obstawiamy, że jeszcze podskoczy wraz z otwieraniem gospodarki. Nasze modele sugerują, że przed nami okres łagodnego wyhamowania inflacji bazowej. Pomimo wyhamowywania, będzie ona wciąż na wysokich poziomach. Inflacja bazowa nie będzie miała wiele miejsca na cykliczne spadki, bo mniej więcej w ich miejsce pojawi się szok związany z dużym popytem i otwieraniem gospodarki (modeli nie korygowaliśmy o efekty "ponownego otwarcia" w usługach, ryzyko dla prognoz przechyla się w górę). Później nie będzie z kolei wiele miejsca na spadki, bo wkraczamy w terytorium silnego, systematycznego wzrostu gospodarczego (co już jest wprost widoczne w modelowych wynikach).

Oceniamy, że efekty bazy w 2022 roku są przereklamowane. Nie ma szans na istotny spadek inflacji w tym roku i trudno będzie się zmieścić w celu NBP (a nawet w przedziale dopuszczalnych wahań). Sekwencja podwyżek cen gazu i energii (biorąc pod uwagę opóźnienia kontraktowania i bieżące ceny spot uprawnień CO2) sugeruje, że z tego tytułu możemy zobaczyć większe podwyżki niż w 2021 roku. Percepcja wysokiej inflacji zostanie prawdopodobnie wykorzystana w negocjacjach płacowych, przyczyniając się do większego prawdopodobieństwa zbudowania presji płacowej. Podatkowe elementy "Nowego Ładu" ogłoszone w sobotę są sprzyjające dla konsumpcji i tym samym będą też kolejnym czynnikiem podwyższającym inflację.

Rynek pracy

Dane o przeciętnym zatrudnieniu i wynagrodzeniu za kwiecień okazały się słabsze od konsensusowych oczekiwań – nie jest to jednak naszym zdaniem powód do niepokoju, czy sygnał słabości rynku pracy. Słabszy wynik zatrudnienia przypisujemy w pierwszej kolejności nieobecnościom pracowników pobierających świadczenia opiekuńcze w obliczu zamknięcia żłobków i przedszkoli. Dynamika przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w kwietniu wyniosła +0,9% r/r. To negatywna niespodzianka w odniesieniu do konsensusu prognoz (+1,1% r/r) – my jednak nie jesteśmy zaskoczeni, a nawet spodziewaliśmy się nieco gorszego wyniku (nasza prognoza wynosiła +0,8% r/r). W ujęciu r/r to pierwszy "plus" na dynamice zatrudnienia od wybuchu pandemii. Jest to jednak w pierwszej kolejności efekt bazy (solidne spadki rok temu), w ujęciu miesięcznym przeciętne zatrudnienie obniżyło się o 13,4 tys. etatów. Wśród przyczyn obniżenia się przeciętnego zatrudnienia w ujęciu miesięcznym GUS wymienia zmniejszanie wymiaru etatów, zakończenie i nieprzedłużanie umów terminowych (niekiedy z powodu sytuacji epidemicznej), rozwiązywanie umów o pracę z pracownikami (...) i pobieranie przez pracowników zasiłków opiekuńczych i chorobowych – co w zależności od ogólnej długości ich trwania mogło także zaważyć na sposobie ujmowania tych osób w przeciętnym zatrudnieniu i zarazem w wynagrodzeniach.

Naszym zdaniem głównego powodu spadku przeciętnego zatrudnienia należy upatrywać w ostatnim z wymienionych czynników. Wskaźniki koniunktury nie wskazywały na plany istotnej redukcji zatrudnienia, a produkcja w kwietniu wzrosła zgodnie z oczekiwaniami. Część spadku zatrudnienia można natomiast przypisać skutkom restrykcji (zamknięcie galerii handlowych, żłobków, części usług), ale naszym zdaniem nie zaważyły one istotnie na indeksie, a jeśli już to wpływ ten będzie krótkotrwały (te sektory już działają i aktualnie zaczynają się rozpędzać). Kwiecień nie był jeszcze miesiącem, w którym moglibyśmy odnotować zwolnienia po rozliczeniu pierwszej tarczy finansowej (jeszcze za wcześnie). Nie spodziewamy się też jednak by efekt ten był znaczący w najbliższych miesiącach, choćby ze względu na późniejsze modyfikacje zasad zwrotu dotacji w kolejnych wersjach tarcz, czy rozpędzającą się gospodarkę. Ten drugi aspekt przykryje naszym zdaniem wszelkie krótkoterminowe przetasowania strukturalne.

Efekt wpływu nieobecności pracowników ze względu na świadczenia opiekuńcze widzieliśmy już w pierwszych miesiącach pandemii (dysproporcje w zmianach liczby pracujących i przeciętnego wynagrodzenia w miesiącach z zamkniętymi szkołami, przedszkolami, żłobkami widać na wykresie powyżej). W kwietniu ten scenariusz powtórzył się, choć w mniejszym stopniu. Dodatkowo komentarz GUS wskazuje na nieobecności ze względu na zwolnienia chorobowe, co mogło być związane ze wzrostem zachorowań na COVID-19 (szczyt zachorowań odnotowywano na przełomie marca i kwietnia). W naszej ocenie, gdyby odfiltrować dane z rynku pracy o wpływ powyższych świadczeń otrzymalibyśmy wciąż stosunkowo optymistyczny obraz.

Większych zaskoczeń nie przyniosły dane o przeciętnym wynagrodzeniu. Odczyt 9,9% r/r był zbliżony do rynkowych prognoz (konsensus: 10,3% r/r, nasza prognoza: 10,4% r/r). W odczycie starły się dwa aspekty: poszukiwanie pracowników na wypełnienie tymczasowych wakatów i efekty bazowe. Nie jesteśmy w stanie odfiltrować obu efektów indywidualnie. Zastosujemy więc brzytwę Ockhama i stwierdzimy, że skoro bardzo się nie pomyliliśmy przygotowując prognozę, to nie ma co szukać dziury w całym. W ujęciu miesięcznym odnotowano spadki wynagrodzeń – nie jest to jednak powód do niepokoju, a cecha sezonowa. Marzec jest miesiącem wypłat premii i nagród w niektórych sektorach, więc robi "bazę" miesięczną.

Kolejne miesiące powinny przynieść dalsze wzrosty zatrudnienia. Powód jest prosty – otwierająca się gospodarka. Wzrok kieruje się w szczególności w kierunku branży hotelarskiej i gastronomicznej. Możliwe problemy podażowe (anegdotyczne sygnały o przebranżowieniu części pracowników, którzy nie chcą teraz wracać do pracy np. w gastronomii) mogą skutkować silniejszym silną presją na

wzrost wynagrodzeń. Tu zaczynają się jednak interpretacyjne schody, bo w świecie bardzo silnych efektów bazowych trzeba będzie te wzrosty wynagrodzeń umiejętnie łowić.

Gdyby wynagrodzenia w ujęciu miesiąc do miesiąca rosły od maja tak jak w roku ubiegłym (tj. od maja 2020 roku), można byłoby spodziewać się dynamiki płac stale w okolicach 9-10% do końca roku. To jednak naszym zdaniem zdecydowanie zbyt optymistyczny szacunek – nawet biorąc pod uwagę powrót części sektorów do funkcjonowania i wspomniane problemy podażowe. W takim liczeniu uwzględnione są bowiem bardzo silne wzrosty po istotnym spadku płac w zeszłym roku (3 fala pandemii takich spadków nie przyniosła). W świecie dynamik zmiennych filtrowanie takich efektów ma bardzo duże znaczenie. Z kolei utrzymanie średniego tempa wzrostu płac z poprzednich lat skutkowałoby dynamiką w okolicach 7-8% r/r w drugiej połowie roku, która stopniowa obniżałyby się do 5-6% r/r z końcem roku. To już dużo bardziej prawdopodobny scenariusz.

Reasumując, roczne dynamiki wynagrodzeń w tym roku należy wyobrażać sobie jako grzbiet wielbłąda jednogarbnego (dromadera). Jesteśmy teraz w okolicach szczytu garbu. Przejściowe problemy podażowe w związku z brakiem pracowników mogą ten szczyt nieco wydłużać, ale bardzo byśmy się zdziwili, gdyby okolice 10% (rocznego!) wzrostu płac rozgościły się na dobre. Tym niemniej, nawet utrzymanie wariantu bazowego, o którym wspominamy powyżej, to bardzo dobry wynik, który poskutkował rewizją naszych prognoz w ubiegłym miesiącu. To jeszcze nie jest ostatnie słowo rynku pracy i w miarę "nabierania" wiatru w żagle przez gospodarkę będziemy tam obserwować coraz lepsze wyniki. Obstawiamy, że lata 2022-2023 będą dla płac jeszcze lepsze.

mBank Research
(M. Mazurek, M. Zdrolik, A. Wytrykowska, J. Kownacki)
research@mbank.pl

Chemia

Ciech

trzymaj (podtrzymana)

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

Wyniki 1Q'21 zaskoczyły pozytywnie względem naszych prognoz i konsensusu mimo relatywnej słabości segmentu sodowego. Na konferencji po wynikach 1Q'21 Zarząd Ciech przedstawił, że oczekuje wzrostu cen sody na rynku w 2022 roku w związku z wyższymi kosztami cen surowców. Z drugiej strony zwraca uwagę na duże zapasy sody u klientów, które w 1Q'21 przełożyły się na niższe o 6% r/r wolumeny sprzedaży. Uruchamianie zakładu soli warzonej w Niemczech postępuje bez większych zakłóceń, podtrzymano plany rozpoczęcia komercyjnej sprzedaży produktów w 3Q'21. Podnosimy nasze oczekiwania cen sody na 2022 rok o 10 EUR/t (+4% r/r) oraz aktualizujemy nasze prognozy dla Grupy Ciech o poziom zadeklarowanej dywidendy z zysku za 2020 rok. Aktualizujemy naszą wycenę porównawczą oraz podnosimy naszą cenę docelową z 40,97 PLN do 47,47 PLN oraz podtrzymujemy zalecenie trzymaj dla Grupy Ciech.

Cena bieżąca	46,70 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	47,47 PLN	+1,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**trzymaj**	**47,47 PLN**	**2021-06-02**
poprzednia	trzymaj	40,97 PLN	2021-05-07

Podstawowe dane			CIE PW	vs. WIG
ticker	CIE PW	zmiana 1M	+19,7%	+10,8%
ISIN	PLCIECH00018	zmiana YTD	+45,0%	+28,8%
liczba akcji (mln)	52,7	średni obrót 1M		4,4 mln PLN
MC (mln PLN)	2 461,1	średni obrót 6M		3,7 mln PLN
EV (mln PLN)	4 030,9	EV/EBITDA 12M fwd	6,0	+8,0%
free float	33,0%	EV/EBITDA 5Y avg	5,5	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	3 549	2 976	3 323	3 528	3 575
EBITDA skor.	654	604	659	704	708
marża EBITDA	18,4%	20,3%	19,8%	20,0%	19,8%
EBIT skor.	344	266	294	324	313
zysk netto skor.	179	142	195	222	215
P/E skor.	13,7	17,3	12,6	11,1	11,5
P/BV	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1
EV/EBITDA skor.	6,0	6,7	6,1	5,5	5,4
DPS	0,00	0,00	3,00	2,67	2,94
DYield	0,0%	0,0%	6,4%	5,7%	6,3%

Zmiana prognoz	2021P	2022P	2021P
EBITDA adj.	0,0%	+7,2%	+7,2%
zysk netto adj.	-0,3%	+19,4%	+20,1%
soda (USD/t)	0,0%	+4,1%	+4,1%
soda Ciech (PLN/t)	0,0%	+4,1%	+4,1%
soda vol (tys. ton)	0,0%	0,0%	0,0%
węgiel do celów energetycznych (PLN/t)	0,0%	0,0%	0,0%
węgiel koksowy (USD/t)	0,0%	0,0%	0,0%
gaz ziemny (PLN/m3)	0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA soda	488	507	559	590	598
EBITDA organika	72	76	139	96	90
EBITDA krzemiany	40	47	48	61	62
EBITDA pozostałe	-34	-48	-39	-42	-42
EBITDA norm.	654	604	659	704	708
przepływy oper.	**532**	**767**	**682**	**666**	**654**
amortyzacja	310	339	365	380	396
kapitał obrotowy	56	354	38	22	5
przepływy inw.	**-407**	**-834**	**-458**	**-345**	**-366**
CAPEX	385	708	458	345	366
przepływy fin.	**-17**	**216**	**-304**	**-284**	**-296**
dywidenda/buyback	0	0	-158	-141	-155
FCF	171	167	224	321	288
FCF/EBITDA	30%	28%	32%	46%	41%
CFO/EBITDA	92%	130%	96%	95%	92%

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
aktywa	5 046	5 708	5 991	6 050	6 027
aktywa trwałe	3 734	4 251	4 513	4 478	4 450
kapitał własny	1 978	2 121	2 197	2 278	2 338
udział mniejszości	-1	-2	-2	-2	-2
dług netto	1 490	1 597	1 572	1 435	1 344
dług netto/EBITDA (x)	2,6	2,7	2,2	2,0	1,9
dług netto/kap. wł. (x)	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	5,8	5,6	4,2	4,4	4,5	4,0
maksimum	38,7	23,2	18,3	13,8	12,5	11,7
mediana	10,9	10,6	10,3	7,7	7,2	6,6
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
soda (EUR/t)	244	254	254	254	254	254	254	254	254	254	254
soda Ciech (PLN/t)	931,0	937,9	937,9	937,9	937,9	937,9	937,9	937,9	937,9	937,9	937,9
soda vol (tys. ton)	1 470	1 550	1 550	1 550	1 550	1 550	1 550	1 550	1 550	1 550	1 550
przychody	3 323	3 528	3 575	3 610	3 635	3 661	3 688	3 716	3 745	3 775	3 806
EBITDA	708	704	708	700	682	706	732	712	693	680	675
marża EBITDA	21,3%	20,0%	19,8%	19,4%	18,8%	19,3%	19,8%	19,2%	18,5%	18,0%	17,7%
EBIT	343	324	313	296	289	324	367	356	340	323	315
podatek	63	60	59	55	54	62	72	70	66	63	61
CAPEX	-458	-345	-366	-389	-406	-406	-357	-349	-350	-356	-360
kapitał obrotowy	38	22	5	4	3	3	3	3	3	3	3
FCF	224	321	288	259	224	241	306	296	280	265	259
PV FCF	215	288	241	202	163	163	193	174	152	134	
WACC	7,0%	7,1%	7,1%	7,2%	7,2%	7,2%	7,3%	7,3%	7,3%	7,4%	7,4%
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	2,0%
zdyskontowana wartość FCF	1 926
dług netto	1 597
inne korekty	-202
wycena DCF na akcję (PLN)	48,33

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	40,98
DCF	50%	48,33
cena wynikowa		44,66
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		**47,47**

mBank Biuro maklerskie

Surowce

KGHM

kupuj (podtrzymana)

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

Widmo kolejnego programu stymulacyjnego w USA (6 bilionów USD) oraz problemy podażowe w Ameryce Południowej (słabsza produkcja w największej kopalni Escondida i Spence w efekcie strajku) pozwalają z większym optymizmem spojrzeć na surowce na nadchodzące miesiące. W maju mimo rosnących obaw inflacyjnych wypowiedzi banków centralnych wskazywały, że do końca luzowania monetarnego jeszcze daleko, co naszym zdaniem wspierać będzie na nadchodzący czas outlook dla surowców. W czerwcu rozstrzygną się wybory prezydenckie w Peru, gdzie lewicowy kandydat propagujący podatki od wydobycia wyraźnie zwiększa swoje szanse na wygraną. Nastroje w kierunku zwiększenia opodatkowania wydobycia podnoszone są również w Chile, co naszym zdaniem prowadzić będzie do wzrostu krzywej kosztu wydobycia na świecie i w efekcie wzrostu cen. Wyższe ceny surowców zwracają uwagę górników, co przekłada się na lokalne strajki i problemy w produkcji. Podnosimy nasze prognozy cen miedzi oraz szacunki wyników KGHM. W efekcie nasza cena docelowa rośnie do 245,39 PLN (wcześniej 222,05 PLN) oraz podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj.

Cena bieżąca	208,80 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	245,39 PLN	+17,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**245,39 PLN**	**2021-06-02**
poprzednia	kupuj	222,05 PLN	2021-04-09

Podstawowe dane			KGH PW	vs. WIG
ticker	KGH PW	zmiana 1M	+7,3%	-1,7%
ISIN	PLKGHM000017	zmiana YTD	+14,1%	-2,1%
liczba akcji (mln)	200,0	średni obrót 1M	151,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	41 760,0	średni obrót 6M	112,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	40 227,7	EV/EBITDA 12M fwd	4,7	+0,5%
free float	63,2%	EV/EBITDA 5Y avg	4,6	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	22 723	23 632	32 865	32 883	32 665
EBITDA skor.	5 229	6 623	10 815	10 209	9 851
marża EBITDA	23,0%	28,0%	32,9%	31,0%	30,2%
EBIT skor.	3 309	4 660	8 723	8 088	7 806
zysk netto skor.	1 817	2 126	6 284	5 771	5 543
P/E skor.	23,0	19,6	6,6	7,2	7,5
P/BV	2,1	2,0	1,5	1,4	1,3
EV/EBITDA skor.	9,3	7,0	3,7	3,6	3,5
DPS	0,00	0,00	1,50	10,00	17,31
DYield	0,0%	0,0%	0,7%	4,8%	8,3%

Zmiana prognoz	2021P	2022P	2023P
EBITDA (skor.)	+7,9%	+15,4%	+15,0%
zysk netto (skor.)	+10,1%	+20,6%	+19,9%
miedź (USD/t)	+5,6%	+11,1%	+11,1%
srebro (USD/oz)	0,0%	0,0%	0,0%
molibden (USD/t)	0,0%	0,0%	0,0%
prod. miedź (tys. ton)	0,0%	0,0%	0,0%
prod. srebro (ton)	0,0%	0,0%	0,0%
prod. molibden (mln lb)	0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Cu KGHM Pol (tys. ton)	418	413	385	382	382
Cu KGHM Int (tys. ton)	77	67	75	75	73
Cu Sierra Gorda (tys. ton)	60	82	98	103	102
Ago Grupa (ton)	1 417	1 352	1 224	1 231	1 233
Au Grupa (tys. troz)	220	181	215	215	213
przepływy oper.	**5 048**	**5 656**	**9 687**	**8 038**	**7 704**
amortyzacja	1 920	1 963	2 092	2 121	2 045
kapitał obrotowy	1 227	1 172	1 167	2	-28
przepływy inw.	**-3 643**	**-3 661**	**-2 806**	**-2 710**	**-1 957**
CAPEX	3 336	3 675	2 806	2 710	1 957
przepływy fin.	**-1 346**	**-489**	**-447**	**-2 147**	**-3 609**
dywidenda/buyback	0	0	-300	-2 000	-3 462
FCF	2 298	3 258	6 881	5 327	5 747
FCF/EBITDA	50%	72%	64%	52%	58%
CFO/EBITDA	97%	85%	90%	79%	78%

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
aktywa	39 409	42 780	53 989	57 764	59 760
aktywa trwałe	31 669	34 047	36 557	37 146	37 057
kapitał własny	20 110	20 992	26 976	30 746	32 826
udział mniejszości	92	89	89	89	89
dług netto	6 857	4 813	-1 621	-4 802	-6 940
dług netto/EBITDA (x)	1,5	1,1	-0,1	-0,5	-0,7
dług netto/kap. wł. (x)	0,3	0,2	-0,1	-0,2	-0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	6,5	6,5	8,2	1,6	1,7	2,6
maksimum	28,1	17,8	102,3	9,4	9,9	22,4
mediana	11,8	10,1	12,6	5,5	5,5	5,7
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
miedź (USD/t)	9 500	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000
srebro (USD/oz)	26,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0
molibden (USD/t)	26 000	24 000	24 000	24 000	24 000	24 000	24 000	24 000	24 000	24 000	24 000
przychody	32 865	32 883	32 665	32 536	32 214	30 381	30 337	30 285	30 126	29 984	29 993
EBITDA	10 815	10 209	9 851	9 580	9 170	8 348	8 139	7 908	7 642	7 346	7 294
marża EBITDA	26,5%	24,6%	23,9%	23,3%	22,2%	20,7%	19,9%	19,1%	17,9%	17,0%	16,8%
EBIT	8 723	8 088	7 806	7 576	7 164	6 291	6 042	5 770	5 390	5 090	5 037
podatek	2 296	2 174	2 119	2 073	1 992	1 823	1 774	1 720	1 642	1 579	1 569
CAPEX	-2 806	-2 710	-1 957	-1 994	-2 032	-2 069	-2 107	-2 145	-2 258	-2 258	-2 258
kapitał obrotowy	1 167	2	-28	-16	-41	-232	-6	-7	-20	-18	1
FCF	6 881	5 327	5 747	5 497	5 105	4 223	4 253	4 037	3 723	3 492	3 470
PV FCF	6 130	4 374	4 349	3 834	3 282	2 502	2 322	2 032	1 727	1 493	
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	0,0%
zdyskontowana wartość FCF	32 045
dług netto	4 813
inne korekty	366
wycena DCF na akcję (PLN)	225,24

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	236,41
DCF	50%	225,24
cena wynikowa		230,83
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		**245,39**

Energetyka

CEZ

kupuj (podtrzymana)

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

Kontynuacja wzrostów cen na rynku energii skłania nas do kolejnej rewizji scenariusza makro, co przekłada się na wzrost prognoz wyników EBITDA dla Spółki. Niski wskaźnik emisji (<0,3 t/MWh) i integracja pionowa wytwarzania pozwala w obecnym otoczeniu drożejących uprawnień i surowców na wzrost modelowej marży koncernu. Szacujemy, że od początku roku terminowa marża 1Y FWD zwiększyła się już o prawie 10 EUR/MWh, ale ten efekt będzie stopniowo wpływał na wyniki CEZ z/w na politykę zabezpieczeń (obecnie ekspozycja na rok 2022 jest już zabezpieczona w 60%). Wyniki za 1Q'21 były co prawda rozczarowujące (stąd nieznaczna korekta naszych szacunków dla tego roku), ale nie mają większych implikacji na kolejne okresy (słabsze wytwarzanie jest kompensowane przez lepszy wynik w dystrybucji) i nadal nasza prognoza EBITDA zawiera się w przedziale Zarządu. Propozycja hojnej dywidendy za 2020 (DYield >8%), choć trudno zakładać jej powtarzalność, jasno wskazuje na priorytety alokacji nadwyżek gotówki i pozwala na podwyższenie wskaźnika wypłaty w naszym modelu. Średni FCF/EV yield w okresie 2021-25 szacujemy na poziomie 5,4% (FCFE yield 6,0%), co pozwoli na dostarczenie w kolejnych latach stopy dywidendy rzędu 6%, przy utrzymaniu obecnych bezpiecznych poziomów DN/EBITDA. Wsparciem dla notowań powinna być także zapowiadana szybsza ścieżka odchodzenia od węgla (obecna kontrybucja wytwarzania węglowego do EBITDA to już <10%) i dbałości o ratingi ESG. Po uwzględnieniu nowych wyższych prognoz wyników oraz podniesionej wyceny porównawczej podwyższamy cenę docelową do 759,63 CZK i utrzymujemy rekomendację kupuj.

Cena bieżąca	631,00 CZK	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	759,63 CZK	+20,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**759,63 CZK**	**2021-06-02**
poprzednia	kupuj	693,24 CZK	2021-04-09

Podstawowe dane			CEZ CP	vs. WIG
ticker	CEZ CP	zmiana 1M	+5,3%	-3,7%
ISIN	CZ0005112300	zmiana YTD	+22,5%	+6,3%
liczba akcji (mln)	538,0	średni obrót 1M	137,4 mln CZK	
MC (mln PLN)	339,5	średni obrót 6M	129,0 mln CZK	
EV (mln PLN)	464,2	EV/EBITDA 12M fwd	8,1	+10,9%
free float	30,2%	EV/EBITDA 5Y avg	7,3	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln CZK)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	206 192	213 737	194 992	180 340	191 686
EBITDA	60 305	64 931	58 212	60 587	62 961
marża EBITDA	29,2%	30,4%	29,9%	33,6%	32,8%
EBIT	26 429	12 585	28 011	31 106	33 322
zysk netto	14 373	5 438	18 187	21 557	23 350
P/E	23,6	62,4	18,7	15,7	14,5
P/BV	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5
EV/EBITDA	8,4	7,5	8,0	7,7	7,4
DPS	23,86	33,67	52,00	33,81	40,07
DYield	3,8%	5,3%	8,2%	5,4%	6,4%

Zmiana prognoz	**2021P**	**2022P**	**2023P**
EBITDA	-1,6%	+2,9%	+4,0%
zysk netto	-4,3%	+6,0%	+8,3%
energia (EUR/MWh)	+13,4%	+12,0%	+10,6%
EUR/CZK	0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)	+18,8%	+21,9%	+19,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln CZK)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA skor.	**61 605**	**64 931**	**58 212**	**60 587**	**62 961**
EBITDA	60 305	64 931	58 212	60 587	62 961
wytwarzanie	29 576	33 918	28 116	31 825	33 297
wydobycie	5 021	3 457	4 161	3 980	3 668
dystrybucja	20 588	21 540	19 169	18 054	18 744
obrót	3 748	4 650	5 452	5 406	5 865
pozostałe	1 372	1 366	1 315	1 322	1 388
saldo finansowe	**-8 018**	**-4 679**	**-5 495**	**-4 493**	**-4 494**
produkcja energii TWh	**64,6**	**60,9**	**55,5**	**55,0**	**54,7**
w tym OZE	5,0	5,3	4,7	4,2	4,4
wolumen obrotu TWh	**35,6**	**33,3**	**25,2**	**17,2**	**17,3**
dynamika r/r	-5,4%	-6,6%	-24,1%	-31,8%	0,5%
marża obrotu CZK/MWh	105,3	139,8	216,0	314,2	339,2
WRA w mld CZK	**121,1**	**127,6**	**136,0**	**138,6**	**149,1**
zwrot na WRA (EBIT)	9,2%	5,4%	9,3%	8,5%	8,0%

Bilans i CF

(mln CZK)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF operacyjny	**42 931**	**72 157**	**55 926**	**57 815**	**60 957**
CFO/EBITDA	71%	111%	96%	95%	97%
CAPEX	**29 802**	**31 558**	**34 703**	**36 796**	**37 354**
kapitał obrotowy	70 553	63 471	57 905	53 553	56 923
kapitał własny	250 761	233 871	224 084	227 454	229 249
dług netto	**159 987**	**141 658**	**123 624**	**123 717**	**124 622**
dług netto/EBITDA (x)	2,7	2,2	2,1	2,0	2,0

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	23,1	20,7	19,3	11,8	11,8	11,9
maksimum	12,8	12,0	11,3	6,5	6,1	6,0
mediana	16,3	15,8	14,5	9,1	9,0	8,9
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln CZK)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
energia (EUR/MWh)	62,4	61,9	61,3	60,7	60,1	59,5	59,0	58,4	57,9	57,9	57,9
EUR/CZK	26,4	26,4	26,4	26,4	26,4	26,4	26,4	26,4	26,4	26,4	26,4
CO2 (EUR/t)	47,5	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
przychody	194 992	180 340	191 686	200 963	205 735	208 548	212 506	216 927	221 867	227 362	227 362
EBITDA	62 549	65 032	67 518	69 330	69 856	69 530	69 583	69 130	69 218	69 337	69 337
marża EBITDA	32,1%	36,1%	35,2%	34,5%	34,0%	33,3%	32,7%	31,9%	31,2%	30,5%	30,5%
EBIT	28 011	31 106	33 322	34 872	36 371	35 800	35 419	34 364	33 707	32 970	33 435
podatek	5 321	5 908	6 328	6 622	6 905	6 796	6 723	6 521	6 395	6 254	6 353
CAPEX	-34 703	-36 796	-37 354	-37 354	-37 210	-36 026	-35 730	-35 841	-35 899	-35 903	-35 903
kapitał obrotowy	-758	-593	459	375	193	114	160	179	200	222	179
FCF	50 511	21 735	24 294	25 729	25 933	26 822	27 291	26 947	27 124	27 402	27 261
PV FCF	48 865	19 863	20 974	20 985	19 982	19 524	18 767	17 505	16 645	15 883	
WACC	5,8%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	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	604 340
dług netto	131 489
inne korekty	-75 845
wycena DCF na akcję (CZK)	737,94

Wycena

(CZK)	waga	cena
porównawcza	34%	619,90
DYield-porównawcza	16%	842,55
DCF	50%	737,94
koszt kapitału 9M		5,6%
cena docelowa za 9M		**759,63**

mBank Biuro maklerskie

Enea

zawieszona (podtrzymana)

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

Aktualizacja naszego scenariusza cen energii i CO_2 tylko nieznacznie wpływa na prognozy EBITDA dla Enei w kolejnych latach (-4% dla 2022-23), co wynika z relatywnie niskiego na tle sektora współczynnika emisyjności aktywów wytwórczych (0,85 tCO_2/MWh). Oczywiście obecnie w centrum uwagi jest temat transformacji sektora i tutaj z puntu widzenia rynku, Enea nie jest faworytem, co odzwierciedla zachowanie kursu w porównaniu do PGE czy Tauronu. Tymczasem według naszych kalkulacji (patrz nasz komentarz specjalny z 10 maja) w większości racjonalnych scenariuszy (powiązanie wyceny aktywów węglowych z ich rentownością) to właśnie Enea ma największy potencjał uwolnienia dodatkowej wartości: wspomniana niższa wrażliwość na drogie uprawnienia do emisji, dodatnia pozycja netto na zapasie CO_2, mniej zidentyfikowane przez rynek aktywa OZE (zielony blok w Połańcu i elektrownie wodne/wiatrowe skonsolidowane w segmencie wytwarzania). Głównym ryzykiem pozostaje obecnie brak jasnych perspektyw dla kopalni Bogdanka. Wydaje się, że głównym celem całego procesu jest oczyszczenie profilu ryzyka spółek ze śladu węglowego, więc trudno sobie wyobrazić pozostawienie tego aktywa w Grupie (szczególnie w kontekście zapowiadanej konsolidacji energetyki w kolejnym kroku po transformacji), ale na razie ten temat nie został w ogóle zaadresowany. Wypowiedzi Zarządu dotyczące transferu zadłużenia do NABE również pozostawiają wiele miejsca na spekulacje („proporcjonalnie do udziału w finansowaniu poszczególnych projektów inwestycyjnych"). Na ten moment trudno więc o wybór jednego wiodącego scenariusza dla wyceny i dlatego utrzymujemy zawieszenie rekomendacji.

Cena bieżąca	8,76 PLN
Cena docelowa	-

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**zawieszona**		**2021-06-02**
poprzednia	zawieszona		2021-04-09

Podstawowe dane			**ENA PW**	**vs. WIG**
ticker	ENA PW	zmiana 1M	+4,0%	-5,0%
ISIN	PLENEA000013	zmiana YTD	+34,0%	+17,8%
liczba akcji (mln)	441,4	średni obrót 1M	4,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 867,0	średni obrót 6M	4,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	10 620,1	EV/EBITDA 12M fwd	3,3	-15,8%
free float	48,5%	EV/EBITDA 5Y avg	3,9	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	16 401	18 195	16 524	20 358	20 616
EBITDA	3 338	3 302	3 308	3 066	3 053
marża EBITDA	20,4%	18,1%	20,0%	15,1%	14,8%
EBIT	1 784	-1 706	1 698	1 448	1 436
zysk netto	423	-2 268	1 099	901	913
P/E	9,1	-	3,5	4,3	4,2
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	3,5	3,4	3,2	2,9	2,7
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,41
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,7%

Zmiana prognoz	**2021P**	**2022P**	**2023P**
EBITDA	-0,7%	-4,2%	-3,4%
zysk netto	-1,6%	-10,8%	-8,6%
energia (PLN/MWh)	0,0%	+9,4%	+10,9%
węgiel (PLN/t)	0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)	+18,8%	+21,9%	+19,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA skor.	**3 285**	**3 220**	**3 308**	**3 066**	**3 053**
EBITDA	3 338	3 302	3 308	3 066	3 053
wytwarzanie	1 594	1 530	1 209	986	850
wydobycie	771	470	627	697	697
dystrybucja	1 092	1 313	1 282	1 235	1 254
obrót	-50	-15	220	121	224
pozostałe	-45	20	-12	43	43
saldo finansowe	**-913**	**-897**	**-253**	**-224**	**-199**
produkcja energii TWh	**25,9**	**22,5**	**23,1**	**23,1**	**23,1**
w tym OZE	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4
wolumen obrotu TWh	**19,3**	**19,8**	**20,0**	**20,2**	**20,4**
dynamika r/r	-5,9%	2,6%	1,0%	1,0%	1,0%
marża obrotu PLN/MWh	-2,6	-0,8	11,0	6,0	11,0
WRA w mld PLN	**8,4**	**8,7**	**9,0**	**9,4**	**9,7**
zwrot na WRA (EBIT)	5,9%	7,8%	7,0%	6,1%	6,1%

Bilans i CF

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF operacyjny	**2 145**	**3 158**	**3 189**	**3 927**	**2 951**
CFO/EBITDA	64%	96%	96%	128%	97%
CAPEX	**2 077**	**2 383**	**2 156**	**1 936**	**1 884**
kapitał obrotowy	1 586	1 224	1 112	1 370	1 387
kapitał własny	14 456	12 037	13 135	14 037	14 769
dług netto	**6 669**	**6 403**	**5 623**	**3 856**	**3 168**
dług netto/EBITDA (x)	2,0	1,9	1,7	1,3	1,0

PGE

zawieszona (podtrzymana)

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

Ostatnie tygodnie były dla PGE dość turbulentne: awaryjne odłączenie od sieci Elektrowni Bełchatów, wyrok TSUE w sprawie Turowa czy pożar na bloku 860 MW. Problemy z produkcją w Bełchatowie oczywiście obciążą wyniki 2Q, ale znacznie większym ryzykiem było potencjalne wyłączenie kopalni Turów (straty bieżące i potencjalne konsekwencja dla wyceny kompleksu turoszowskiego na potrzeby transakcji z NABE). Dziś wiemy już, że Polska nie wykona postanowienia Trybunału i dąży do porozumienia ze stroną czeską, co oznacza że z punktu widzenia PGE „pożar" został ugaszony. W tym kontekście uwaga inwestorów ponownie skupiła się na temacie transformacji i zmiany profilu inwestycyjnego Spółki. Na ten moment trudno jednak o jednoznaczne wskazania skali wzrostu wartości Grupy (rekomendacja pozostaje zawieszona), tym bardziej że tak jak pokazaliśmy w naszym komentarzu specjalnym z 10 maja w skrajnie skrupulatnym procesie wyceny (uwzględnienie rezerwy rekultywacyjnej) wpływ transakcji z NABE byłby marginalny. Zwracamy też uwagę, iż zgodnie z harmonogramem MAP, wycena wydzielanych aktywów jest zaplanowana na 2Q'22, co w kontekście obecnych trendów na CO_2 nie jest korzystne dla PGE (najwyższa emisyjność w sektorze). Dobrze obrazuje to fakt, iż aplikacja naszego nowego scenariusza makro (wyższe ceny energii i CO_2) obniża prognozę EBITDA Spółki na lata 2022-23 o 7%. Szacunki dla roku bieżącego podnosimy jednak o 6% z/w na pozytywne zaskoczenie w 1Q w obszarze obrotu i ciepła.

Cena bieżąca	9,94 PLN
Cena docelowa	-

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**zawieszona**		**2021-06-02**
poprzednia	zawieszona		2021-04-09

Podstawowe dane			PGE PW	vs. WIG
ticker	PGE PW	zmiana 1M	-1,6%	-10,6%
ISIN	PLPGER000010	zmiana YTD	+52,9%	+36,6%
liczba akcji (mln)	1 869,8	średni obrót 1M	29,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	18 578,2	średni obrót 6M	25,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	24 650,3	EV/EBITDA 12M fwd	4,3	+2,8%
free float	42,6%	EV/EBITDA 5Y avg	4,1	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	37 627	45 766	41 053	52 038	52 687
EBITDA	7 141	5 966	7 096	5 353	5 964
marża EBITDA	19,0%	13,0%	17,3%	10,3%	11,3%
EBIT	-4 175	1 408	2 724	912	1 539
zysk netto	-3 961	110	1 809	414	938
P/E	-	168,9	10,3	44,8	19,8
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	4,3	4,5	3,5	3,7	3,5
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,11
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,1%

Zmiana prognoz	2021P	2022P	2023P
EBITDA	+5,9%	-9,1%	-4,7%
zysk netto	+20,2%	-49,0%	-18,2%
energia (PLN/MWh)	0,0%	+9,4%	+10,9%
węgiel (PLN/t)	0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)	+18,8%	+21,9%	+19,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA skor.	**6 636**	**6 177**	**7 096**	**5 353**	**5 964**
energetyka konw.	2 698	1 905	1 777	624	862
ciepłownictwo	926	928	1 311	931	1 078
OZE	519	597	778	932	963
dystrybucja	2 340	2 331	2 415	2 258	2 334
sprzedaż	181	637	777	558	679
pozostałe	-28	-221	38	49	49
saldo finansowe	**-528**	**-1 094**	**-385**	**-353**	**-308**
produkcja energii TWh	**58,3**	**58,1**	**65,3**	**67,0**	**67,2**
w tym OZE	2,8	3,1	3,4	3,7	4,0
wolumen obrotu TWh	**44,0**	**40,6**	**42,3**	**42,6**	**43,0**
dynamika r/r	3,4%	-7,7%	4,0%	0,8%	0,8%
marża obrotu PLN/MWh	6,4	15,1	18,4	13,1	15,8
WRA w mld PLN	**16,9**	**17,6**	**18,9**	**19,3**	**19,6**
zwrot na WRA (EBIT)	6,5%	6,2%	6,3%	5,3%	5,6%

Bilans i CF

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF operacyjny	**6 820**	**10 256**	**8 015**	**10 859**	**5 763**
CFO/EBITDA	103%	166%	113%	203%	97%
CAPEX	**6 907**	**5 930**	**5 414**	**5 734**	**6 354**
kapitał obrotowy	7 818	6 578	6 134	7 515	7 646
kapitał własny	42 289	42 518	44 327	44 741	45 472
dług netto	**10 995**	**7 220**	**5 004**	**232**	**1 339**
dług netto/EBITDA (x)	1,5	1,2	0,7	0,0	0,2

mBank Biuro maklerskie

Polenergia

trzymaj (podwyższona)

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

Od wydania naszej negatywnej rekomendacji notowania Polenergii spadły o ~20%, co wpisało się w generalne pogorszenie globalnego sentymentu do spółek z sektora OZE. Przy obecnych poziomach kursu podnosimy już nasze zalecenie do trzymaj, szczególnie że w międzyczasie pojawiło się kilka informacji wspierających perspektywy rentowności i wyceny Spółki. Po pierwsze w związku z pozytywnymi trendami na rynku energii, napędzanymi przez CO_2, podnosimy nasze ścieżki cen na kolejne lata. Ze względu na politykę zabezpieczeń nie przekłada się to na rentowność generacji z dnia na dzień, ale przykładowo nasz szacunek EBITDA na rok 2023 podnosimy już o 12%. Po drugie raport za 1Q'21 zaskoczył in plus w kilku obszarach (obrót, elektrociepłownia Nowa Sarzyna), co pozwala na większy optymizm na kolejne lata (marża na sprzedaży energii do klientów strategicznych). Po trzecie po otrzymaniu decyzji URE ws. wsparcia dla projektów offshore, Polenergia zyskała prawo do dodatkowych płatności od Equinor (50 mln EUR), które możemy uwzględnić w wycenie (nadal inwestycje w offshore uwzględniamy po wartości księgowej z/w na konieczność emisji akcji na sfinansowanie projektu). W efekcie powyższych korekt naszych prognoz podnosimy cenę docelową do 78,59 PLN/akcję. Obecnie premia do grupy porównywalnych spółek z ekspozycją na segment OZE wynosi na wskaźniku EV/EBITDA'21-23 około 16%, ale ma to swoje uzasadnienie w potencjale projektu offshore (NPV pierwszego etapu przy założeniu wymaganej emisji akcji na wkład własny można szacować na około 10-15 PLN/akcję), który wykracza poza horyzont tych wskaźników.

Cena bieżąca	70,20 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	78,59 PLN	+12,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**trzymaj**	**78,59 PLN**	**2021-06-02**
poprzednia	redukuj	72,69 PLN	2021-05-07

Podstawowe dane			**PEP PW**	**vs. WIG**
ticker	PEP PW	zmiana 1M	-16,2%	-25,2%
ISIN	PLPLSEP00013	zmiana YTD	+29,5%	+13,3%
liczba akcji (mln)	45,4	średni obrót 1M	0,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 190,1	średni obrót 6M	0,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	4 120,4	EV/EBITDA 12M fwd	15,4	+94,8%
free float	32,4%	EV/EBITDA 5Y avg	7,9	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	2 597	1 811	2 369	2 827	2 975
EBITDA	262	262	294	314	421
marża EBITDA	10,1%	14,5%	12,4%	11,1%	14,1%
EBIT	160	165	194	196	285
zysk netto	109	111	120	116	183
P/E	29,3	28,9	26,6	27,5	17,5
P/BV	2,5	2,3	2,1	1,9	1,7
EV/EBITDA	14,3	15,0	14,0	13,7	10,5
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Zmiana prognoz	**2021P**	**2022P**	**2023P**
EBITDA	+8,4%	+4,6%	+12,4%
zysk netto	+23,0%	+20,2%	+34,6%
energia (PLN/MWh)	0,0%	+9,4%	+10,9%
zielony certyfikat (PLN/MWh)	0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)	0,0%	+21,9%	+19,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA skor.	**275**	**256**	**294**	**314**	**421**
onshore	175	212	239	280	359
fotowoltaika	0	2	2	2	8
gaz	81	19	25	4	24
dystrybucja	15	14	17	18	19
obrót	15	22	24	23	25
pozostałe	-10	-13	-13	-14	-14
saldo finansowe	**-24**	**-37**	**-46**	**-53**	**-59**
produkcja energii TWh	**1,49**	**1,47**	**1,54**	**1,80**	**2,05**
wiatr	0,74	0,71	0,74	1,00	1,21
PV	0,00	0,01	0,01	0,01	0,04
gaz	0,75	0,75	0,79	0,79	0,79
moce wiatrowe w MW	249	249	268	365	442
moce PV w MW	0	8	8	8	38
WRA w mln PLN	**92**	**96**	**117**	**129**	**140**

Bilans i CF

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF operacyjny	**263**	**204**	**262**	**283**	**377**
CFO/EBITDA	95%	80%	89%	90%	90%
CAPEX	**87**	**332**	**633**	**424**	**419**
kapitał obrotowy	50	14	18	22	23
kapitał własny	1 294	1 417	1 538	1 654	1 836
dług netto	**543**	**740**	**929**	**1 123**	**1 224**
dług netto/EBITDA (x)	2,1	2,8	3,2	3,6	2,9

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
mediana	**21P**	**22P**	**23P**	**21P**	**22P**	**23P**
wiatr	24,3	23,8	21,0	13,5	13,0	11,1
PV	64,1	48,7	32,0	16,0	14,7	12,9
energ. konw.	15,4	14,9	13,9	8,9	8,8	8,7
wsk. ważony	23,8	23,1	20,3	13,0	12,6	10,9

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
energia (PLN/MWh)	232,9	314,3	316,1	316,1	293,9	293,9	293,9	293,9	293,9	293,9	293,9
zielony certyfikat	148,6	157,7	167,3	177,6	188,5	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0
CO2 (EUR/t)	47,5	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
przychody	2 369	2 827	2 975	3 063	2 888	2 969	3 014	3 087	3 119	3 143	3 143
EBITDA	294	314	421	472	468	515	521	558	550	529	529
marża EBITDA	12,4%	11,1%	14,1%	15,4%	16,2%	17,3%	17,3%	18,1%	17,6%	16,8%	16,8%
EBIT	194	196	285	323	308	347	340	365	344	310	334
podatek	37	37	54	61	59	66	65	69	65	59	64
CAPEX	-633	-424	-419	-389	-410	-410	-410	-410	-356	-195	-195
kapitał obrotowy	-4	-4	-1	-1	1	-1	0	-1	0	0	0
FCF	-380	-150	-53	21	1	38	46	79	129	275	271
PV FCF	-369	-139	-46	17	1	28	32	52	79	159	
WACC	5,6%	5,2%	5,3%	5,5%	5,7%	5,9%	6,1%	6,4%	6,6%	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
wzrost FCF po prognozie	2,5%
zdyskontowana wartość FCF	3 595
dług netto	740
inne korekty	403
wycena DCF na akcję (PLN)	71,67

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	76,18
DCF	50%	71,67
średnia		73,93
koszt kapitału 9M		8,5%
cena docelowa za 9M		**78,59**

Tauron

zawieszona (podtrzymana)

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

Bardzo dobre wyniki za 1Q skłaniają nas do rewizji tegorocznych prognoz, szczególnie jeśli chodzi o segment obrotu i wytwarzania, ale zwracamy uwagę że czynniki wspierające rentowność na początku roku nie są powtarzalne (zyski na transakcjach na CO_2, korzystny hedging z początku pandemii w ubiegłym roku). Dodatkowo w przyszłym roku segment obrotu może być pod presją obecnej zwyżki cen na TGE (ryzyko powtórzenia scenariusza mrożenia cen przez rząd). Jednocześnie aplikujemy też nasze nowe założenia dla cen energii, paliw i CO_2, co lekko negatywnie wpływa na nasze szacunki na kolejne lata (ubytki na elektrowniach węglowych kompensuje segment OZE). Zwracamy uwagę, iż w rozbiciu segmentowym dane dla wytwarzania i obrotu są zniekształcone przez rozliczenia umowy off-take dla nowego bloku w Jaworznie (około 240 mln PLN dodatkowej marży na wytwarzaniu kosztem wyniku w sprzedaży). Bieżące wyniki oczywiście mają od dłuższego już czasu drugorzędne znaczenie i rynek czeka na rozstrzygnięcia związane z procesem transformacji. Szerzej o potencjalnej skali wzrostu wartości Tauronu (od +25% do nawet x3) piszemy w naszym komentarzu specjalnym z 10 maja. Na ten moment nie jesteśmy jednak jeszcze w stanie wybrać jednego wiodącego scenariusza dla wyceny i rekomendacja pozostaje zawieszona.

Cena bieżąca	3,40 PLN
Cena docelowa	-

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**zawieszona**		**2021-06-02**
poprzednia	zawieszona		2020-12-08

Podstawowe dane			**TPE PW**	**vs. WIG**
ticker	TPE PW	zmiana 1M	+0,7%	-8,3%
ISIN	PLTAURN00011	zmiana YTD	+24,9%	+8,7%
liczba akcji (mln)	1 752,5	średni obrót 1M	13,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	5 958,7	średni obrót 6M	14,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	20 244,4	EV/EBITDA 12M fwd	5,2	+11,5%
free float	59,6%	EV/EBITDA 5Y avg	4,7	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	20 065	20 434	19 639	22 799	23 171
EBITDA	3 421	4 052	4 202	3 778	3 868
marża EBITDA	17,1%	19,8%	21,4%	16,6%	16,7%
EBIT	199	-1 015	1 979	1 488	1 560
zysk netto	-11	-2 485	1 334	949	1 023
P/E	-	-	4,5	6,3	5,8
P/BV	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA	5,8	5,1	4,8	5,1	4,9
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Zmiana prognoz	**2021P**	**2022P**	**2023P**
EBITDA	+12,3%	-2,7%	-1,8%
zysk netto	+39,3%	-7,4%	-4,4%
energia (PLN/MWh)	0,0%	+9,4%	+10,9%
węgiel (PLN/t)	0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)	+18,8%	+21,9%	+19,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

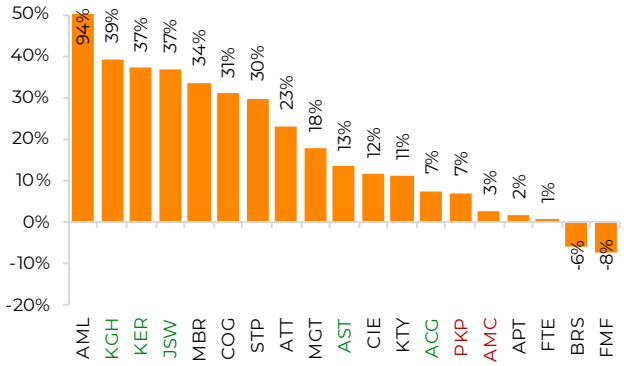
(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA skor.	**3 352**	**3 766**	**3 838**	**3 778**	**3 868**
wytwarzanie+ciepło	616	343	991	565	549
wydobycie	-500	-157	-136	106	96
dystrybucja	2 606	2 598	2 580	2 509	2 574
obrót	429	683	423	218	259
OZE	368	297	329	385	394
pozostałe	80	34	15	-4	-4
saldo finansowe	**-312**	**-641**	**-332**	**-316**	**-297**
produkcja energii TWh	**13,9**	**12,5**	**15,0**	**15,0**	**15,0**
w tym OZE	1,4	1,9	1,8	1,8	1,8
wolumen obrotu TWh	**33,7**	**32,4**	**32,9**	**33,4**	**33,9**
dynamika r/r	-2,3%	-3,8%	1,5%	1,5%	1,5%
marża obrotu PLN/MWh	11,6	13,4	17,0	12,0	13,0
WRA w mld PLN	**17,5**	**18,3**	**18,7**	**19,1**	**19,4**
zwrot na WRA (EBIT)	8,2%	10,1%	7,3%	6,4%	6,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF operacyjny	**2 036**	**4 042**	**3 741**	**4 174**	**3 621**
CFO/EBITDA	59%	100%	89%	110%	94%
CAPEX	**4 035**	**3 908**	**3 123**	**2 921**	**2 807**
kapitakł obrotowy	1 370	1 337	1 284	1 490	1 515
kapitał własny	18 192	15 519	16 852	17 802	18 824
dług netto	**13 076**	**13 678**	**13 392**	**12 456**	**11 939**
dług netto/EBITDA (x)	3,0	2,6	2,5	2,5	2,3

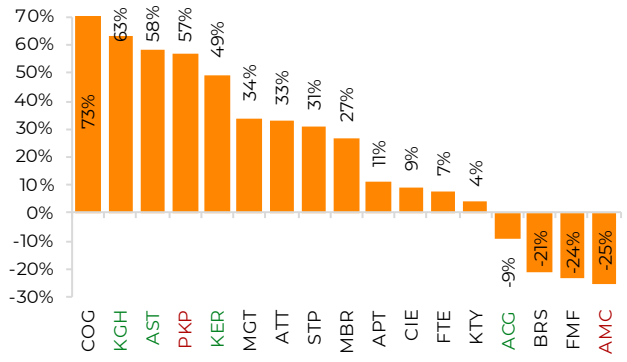
Przemysł

Prognozowana zmiana sprzedaży w 2021 r.



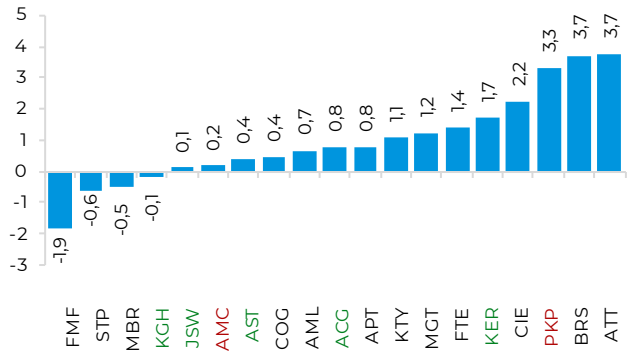
Źródło: mBank; *zielony – pozytywne rekomendacje, czerwony – negatywne

Prognozowana zmiana EBITDA w 2021 r.

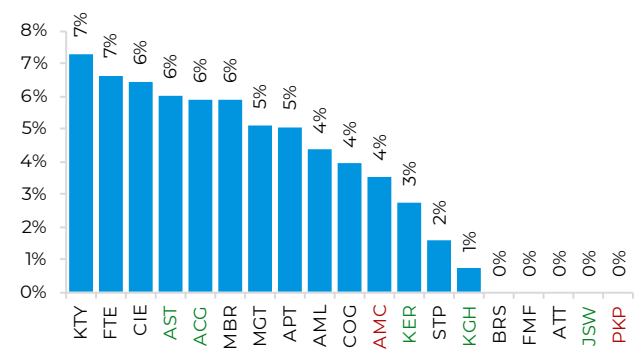


Źródło: mBank; *zielony – pozytywne rekomendacje, czerwony – negatywne

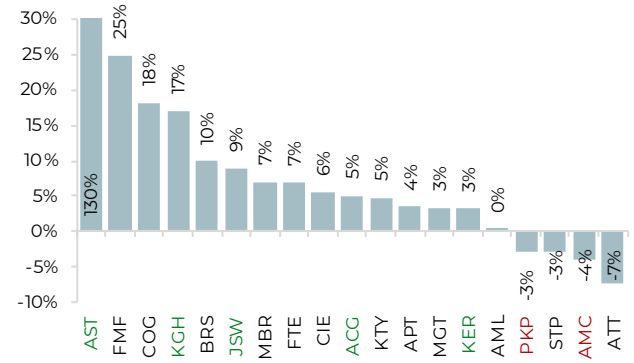
Prognozowany dług netto/EBITDA na koniec ‘21



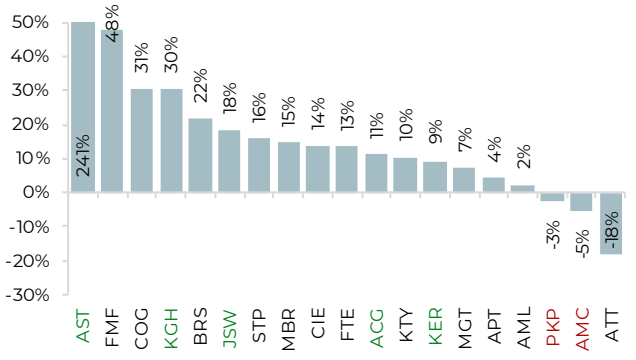
Prognozowany DYield w 2021 r.



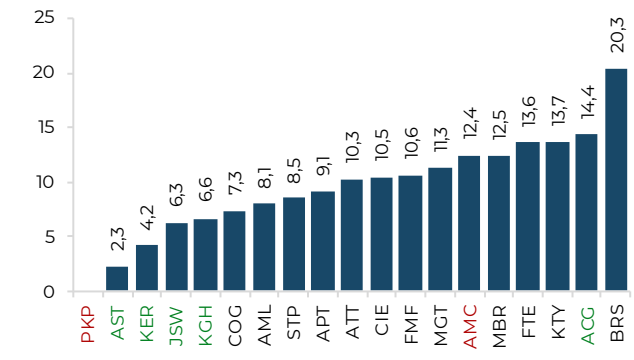
Prognozowany poziom wolnych przepływów pieniężnych (FCF) do wartości przedsiębiorstwa (EV) w 2021 r.



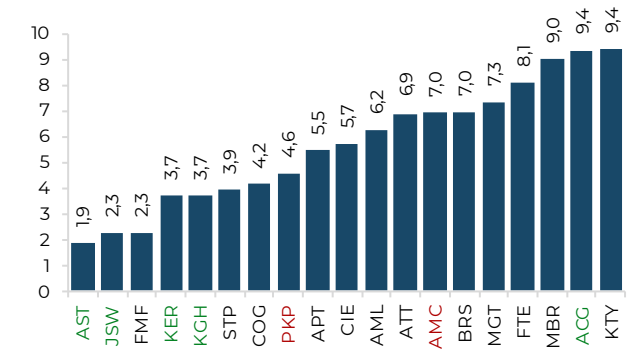
Prognozowany średni poziom wolnych przepływów pieniężnych w latach 2021-22 (FCF) do wartości przedsiębiorstwa (EV)



Prognozowany poziom wskaźnika P/E’21



Prognozowany poziom wskaźnika EV/EBITDA’21



Źródło: mBank; *zielony – pozytywne rekomendacje, czerwony – negatywne, brak wartości – wskaźnik ujemny

Grupa Kęty

trzymaj (podtrzymana)

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

Bardzo dobre wyniki za Q1'21 oraz rewizja w górę całorocznej prognozy Zarządu skłaniają nas do podwyższenia naszych szacunków wyników na najbliższe lata. Wciąż pozostajemy ostrożni odnośnie perspektyw dla segmentu systemów aluminiowych, który z jednej strony musi przenosić rosnące ceny aluminium (1/3 kosztów systemu) na klientów, a z drugiej strony w najbliższych miesiącach będzie musiał się zmierzyć z istotnie mniejszą ilością realizowanych projektów w zakresie budowy obiektów handlowych, biurowych i hotelowych. Również obecnie realizowana ponadnormatywna rentowność segmentu opakowań giętkich może naszym zdaniem znaleźć się pod presją w kolejnych latach. Segment skorzystał na wzroście wolumenów i cen sprzedaży w okresie epidemii COVID-19, a obecnie mierzy się ze wzrostem cen produktów petrochemicznych. Podwyższamy nasze prognozy na lata 2021-2023 oraz podwyższamy założone ceny aluminium oraz premii wlewkowej. W efekcie nasza cena docelowa rośnie 534,23 PLN do 553,55 PLN (z uwzględnieniem wypłaconej dywidendy). Pootrzymujemy naszą neutralną rekomendację dla Grupy Kęty.

Cena bieżąca	610,00 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	553,55 PLN	-9,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**trzymaj**	**553,55 PLN**	**2021-06-02**
poprzednia	trzymaj	534,23 PLN	2021-04-09

Podstawowe dane			**KTY PW**	**vs. WIG**
ticker	KTY PW	zmiana 1M	+4,5%	-4,5%
ISIN	PLKETY000011	zmiana YTD	+32,5%	+16,3%
liczba akcji (mln)	9,6	średni obrót 1M	9,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	5 844,9	średni obrót 6M	4,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	6 586,5	EV/EBITDA 12M fwd	9,5	+5,2%
free float	42,0%	EV/EBITDA 5Y avg	9,0	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	3 204	3 533	3 923	4 121	4 264
EBITDA	523	672	698	687	703
marża EBITDA	16,3%	19,0%	17,8%	16,7%	16,5%
EBIT	385	526	543	526	532
zysk netto	295	430	428	412	417
P/E	19,7	13,6	13,7	14,2	14,0
P/BV	3,9	3,7	3,7	3,7	3,7
EV/EBITDA	12,5	9,5	9,4	9,7	9,5
DPS	23,99	35,13	44,57	44,65	40,89
DYield	3,9%	5,8%	7,3%	7,3%	6,7%

Zmiana prognoz	**2021P**	**2022P**	**2023P**
EBITDA	+9,3%	+4,3%	+4,3%
zysk netto	+12,7%	+5,7%	+5,7%
aluminium (PLN/t)	+4,5%	+4,2%	+4,2%
premia producencka (USD/t)	+33,3%	+33,3%	+33,3%
EBITDA SOG	+13,0%	+1,1%	+1,1%
EBITDA SWW	+11,6%	+8,0%	+8,0%
EBITDA SSA	+4,7%	+3,9%	+4,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA SOG	148	233	234	207	205
EBITDA SWW	152	163	185	193	202
EBITDA SSA	237	279	296	304	314
EBITDA pozostałe	-14	-16	-17	-17	-17
EBITDA/użyte aluminium	6	6	6	6	6
przepływy oper.	**563**	**637**	**463**	**551**	**573**
amortyzacja	138	147	155	161	171
kapitał obrotowy	86	7	-79	-35	-27
przepływy inw.	**-244**	**-144**	**-200**	**-200**	**-200**
CAPEX	244	144	200	200	200
przepływy fin.	**-316**	**-445**	**-342**	**-394**	**-359**
dywidenda/buyback	-229	-337	-427	-428	-392
FCF	296	459	319	355	379
FCF/EBITDA	57%	70%	46%	52%	54%
CFO/EBITDA	108%	95%	66%	80%	81%

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
aktywa	2 779	2 889	3 042	3 096	3 184
aktywa trwałe	1 680	1 672	1 773	1 816	1 851
kapitał własny	1 477	1 586	1 587	1 572	1 596
udział mniejszości	1	1	1	1	2
dług netto	703	562	741	834	870
dług netto/EBITDA (x)	1,3	0,8	1,1	1,2	1,2
dług netto/kap. wł. (x)	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	4,1	3,6	3,5	3,6	3,3	2,4
maksimum	40,3	23,8	25,3	13,8	11,1	17,5
mediana	16,0	11,2	10,3	9,2	6,3	5,9
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
aluminium (USD/t)	2 300	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500
prem. prod. (USD/t)	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200
użyte alum. (tys. t)	113	118	123	128	130	132	132	132	132	132	132
przychody	3 923	4 121	4 264	4 409	4 505	4 589	4 637	4 687	4 737	4 790	4 790
EBITDA	698	687	703	720	731	740	744	749	753	759	759
marża EBITDA	17,8%	16,7%	16,5%	16,3%	16,2%	16,1%	16,0%	16,0%	15,9%	15,9%	15,8%
EBIT	543	526	532	538	540	538	536	537	543	551	551
podatek	100	97	98	99	99	99	98	99	100	102	101
CAPEX	-200	-200	-200	-200	-200	-200	-204	-208	-208	-208	-208
kapitał obrotowy	-79	-35	-27	-27	-20	-18	-13	-13	-13	-13	-5
FCF	319	355	379	394	412	423	428	429	432	436	445
PV FCF	307	316	313	301	291	276	259	239	223	208	
WACC	8,1%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
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	2,0%
zdyskontowana wartość FCF	2 732
dług netto	898
inne korekty	1
wycena DCF na akcję (PLN)	551,02

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	490,38
DCF	50%	551,02
cena wynikowa		520,70
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		**553,55**

mBank Biuro maklerskie

Stalprodukt

trzymaj (obniżona)

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

Fenomenalne wyniki za 1Q'21 skłaniają nas do podwyższenia naszych całorocznych prognoz (EBITDA'21 +13%, zysk netto'21 +26%). Naszym zdaniem jednak w perspektywie okresu wakacyjnego w Europie czeka nas stabilizacja / korekta cen stali, co wynika z większej fizycznej dostępności stali wskazywanej przez spółki oraz korekty cen rudy żelaza. W efekcie w 2Q'21 efekt FIFO na zapasach będzie wyraźnie niższy i całkowicie zniknie w kolejnych kwartałach. Wyzwaniem na drugą połowę roku dla Stalprodukt będzie obserwowany spadek premii hutniczej na cynku oraz zakończenie flotacji urobku z kopalni Olkusz-Pomorzany (zakończenie w połowie 2021 roku). Podwyższamy nasze prognozy cen cynku oraz koszty cen gazu i certyfikatów CO_2. W efekcie wyższych kosztów mediów zakładamy normalizację wyników w 2022 roku na poziomie nieco ponad 400 mln PLN. Po ponad 105% wzroście kursu akcji od wydania naszej pozytywnej rekomendacji obniżamy nasze zalecenie z kupuj do trzymaj, a cenę docelową podwyższamy do 403,06 PLN/akcja (wcześniej 397,79 PLN).

Cena bieżąca	382,00 PLN	**potencjał zmiany**
Cena docelowa	403,06 PLN	+5,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**trzymaj**	**403,06 PLN**	**2021-06-02**
poprzednia	kupuj	397,79 PLN	2021-03-05

Podstawowe dane			**STP PW**	**vs. WIG**
ticker	STP PW	zmiana 1M	+9,3%	+0,3%
ISIN	PLSTLPD00017	zmiana YTD	+27,1%	+10,9%
liczba akcji (mln)	5,6	średni obrót 1M		1,8 mln PLN
MC (mln PLN)	2 131,7	średni obrót 6M		1,3 mln PLN
EV (mln PLN)	1 960,0	EV/EBITDA 12M fwd	5,1	+36,1%
free float	-	EV/EBITDA 5Y avg	3,7	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	3 816	3 321	4 310	3 721	3 644
EBITDA	372	363	498	409	408
marża EBITDA	9,7%	10,9%	11,6%	11,0%	11,2%
EBIT	204	196	338	248	253
zysk netto	143	173	250	181	185
P/E	15,0	12,3	8,5	11,8	11,5
P/BV	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA	5,7	5,3	3,9	4,4	4,1
DPS	6,37	0,00	6,00	22,36	19,49
DYield	1,7%	0,0%	1,6%	5,9%	5,1%

Zmiana prognoz	**2021P**	**2022P**	**2023P**
EBITDA (skor.)	+13,0%	-8,4%	4,8%
zysk netto (skor.)	+25,5%	-10,8%	12,3%
blacha trans. (PLN/t)	+6,4%	0,0%	4,8%
cynk (PLN/t)	+7,6%	4,2%	4,3%
ołów (PLN/t)	+3,6%	0,0%	0,0%
blachy trans. (tys. t)	0,0%	0,0%	0,0%
cynk (tys. t)	+5,8%	5,4%	5,3%
profile (tys. T)	0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
blachy trans. (tys. t)	132	111	130	133	135
pyły cynkowe (tys. t)	0	110	150	175	195
cynk (tys. t)	154	154	152	129	136
kształtowniki (tys. t)	184	164	171	165	160
bariery drog. (tys. t)	21	19	20	25	18
przepływy oper.	**370**	**350**	**140**	**402**	**357**
amortyzacja	168	167	160	161	155
kapitał obrotowy	33	-7	-368	108	-8
przepływy inw.	**-235**	**-241**	**-120**	**-100**	**-105**
CAPEX	243	225	120	100	105
przepływy fin.	**-203**	**-78**	**-36**	**-127**	**-111**
dywidenda/buyback	-36	0	-33	-125	-109
FCF	141	113	-57	367	245
FCF/EBITDA	36%	30%	-11%	90%	60%
CFO/EBITDA	93%	92%	28%	98%	88%

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
aktywa	4 345	4 360	4 716	4 585	4 645
aktywa trwałe	2 407	2 424	2 383	2 323	2 274
kapitał własny	2 650	2 802	3 095	3 083	3 163
udział mniejszości	108	112	130	146	161
dług netto	-134	-318	-302	-477	-618
dług netto/EBITDA (x)	-0,3	-0,8	-0,6	-1,2	-1,5
dług netto/kap. wł. (x)	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	8,0	8,2	7,8	4,3	4,1	3,7
maksimum	8,4	7,9	7,1	4,3	3,8	3,2
mediana	13,2	12,7	12,6	6,1	5,7	5,2
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
blacha trans. (PLN/t)	8 579	7 920	7 920	7 920	7 920	7 920	7 920	7 920	7 920	7 920	7 920
cynk (PLN/t)	10 071	9 000	8 640	8 280	8 280	8 280	8 280	8 280	8 280	8 280	8 280
ołów (PLN/t)	7 460	7 560	7 560	7 560	7 560	7 560	7 560	7 560	7 560	7 560	7 560
przychody	4 310	3 721	3 644	3 631	3 628	3 626	3 624	3 624	3 625	3 639	3 655
EBITDA	498	409	408	359	364	370	361	351	351	340	330
marża EBITDA	11,6%	11,0%	11,2%	9,9%	10,0%	10,2%	10,0%	9,7%	9,7%	9,3%	9,0%
EBIT	338	248	253	208	216	223	220	209	207	198	189
podatek	67	49	50	41	43	44	44	41	41	39	37
CAPEX	-120	-100	-105	-110	-116	-122	-128	-134	-141	-141	-141
kapitał obrotowy	-368	108	-8	-27	-30	-31	-31	0	0	-4	-5
FCF	-57	367	245	180	175	174	159	175	169	155	147
PV FCF	-54	318	194	130	116	105	87	88	78	65	
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	1 813
dług netto	-318
inne korekty	112
wycena DCF na akcję (PLN)	361,79

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	391,29
DCF	50%	361,79
cena wynikowa		376,54
koszt kapitału 9M		7,0%
cena docelowa za 9M		**403,06**

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:
EV: wartość rynkowa + dług netto; **EBIT:** zysk operacyjny; **EBITDA:** zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją; **dług netto:** kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent; **P/E:** (cena/zysk), cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję; **P/CE:** cena do zysku wraz z amortyzacją; **P/BV:** (cena/wartość księgowa), cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję; **P/CF:** wartość rynkowa / przepływy pieniężne operacyjne; **ROE:** (Return on Equity), zysk netto / średni poziom kapitałów własnych; **ROCE:** (Return on Capital Employed), EBIT x (średni poziom aktywów - średni poziom zobowiązań krótkoterminowych); **ROIC:** (Return on Invested Capital), EBIT x (1-stopa podatkowa) / (średni poziom kapitałów własnych + średni poziom kapitałów mniejszości + średni poziom długu netto); **FCFF:** przepływy pieniężne operacyjne - nakłady inwestycyjne - rata leasing; **FCFE:** FCFF - odsetki netto (dług + leasing) - rata leasing

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 2 czerwca 2021 o godzinie 8:00.
Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 2 czerwca 2021 o godzinie 8:35.

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

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Answear, Asseco Poland, ATM, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BNP Paribas Bank Polska, Boryszew, BOŚ, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, Cognor, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, GPW, Groclin, i2 Development, ING BSK, Kruk, Lokum Deweloper, LW Bogdanka, Mennica Polska, Mo-BRUK, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWAI Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, 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, Unibep, Vistal Gdynia, Wittchen, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

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
Answear	Alibaba Group, Amazon.com, Asos, Boohoo, Ebay, Global Fashion Group, Lojas Americanas, Overstock.com, Via Varejo, Zalando, Zozo
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
Mo-BRUK	Advenced Disposla Services, Alumetal, Ambipar Participacoes, Asahi Holdings, Befesa, Biffa, Bingo Industries, Charah Solutions, China Resource and Enviro, Cleacaway Waste Management, Cognor, Comercial Metals, Daiseki, GFL Environmental, Insun, Lassila & Tikanoja, Renewi, Schnitzer Steel, Seche Environment, Sims Metal, Tervita, US Ecology, Waste Management, Wolverine Energy
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	zawieszona	sprzedaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2021-05-07	2021-03-02	2020-09-02	2020-06-03
cena docelowa (PLN)	-	493,00	493,00	476,00
kurs z dnia rekomendacji	501,00	558,00	482,00	475,00

AC

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	równoważ
data wydania	2021-04-29	2020-12-08	2020-06-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	37,00	36,40	38,50

Agora

rekomendacja	akumuluj	trzymaj
data wydania	2020-12-08	2020-06-03
cena docelowa (PLN)	7,60	8,60
kurs z dnia rekomendacji	6,96	8,36

Ailleron

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

Alior Bank

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2021-05-07	2021-04-19	2020-11-19	2020-11-05	2020-06-03
cena docelowa (PLN)	30,00	30,00	18,78	14,98	14,98
kurs z dnia rekomendacji	28,80	24,13	17,50	13,39	15,19

Allegro

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

Alumetal

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	niedoważaj	niedoważaj	równoważ
data wydania	2021-05-31	2021-04-09	2021-02-26	2021-01-29	2021-01-15	2020-12-08	2020-10-19	2020-09-30	2020-07-30	2020-06-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	68,00	59,00	52,80	53,20	52,00	44,50	36,00	35,90	38,00	40,10

Amica

rekomendacja	niedoważaj	niedoważaj	równoważ	równoważ	przeważaj	przeważaj	równoważ
data wydania	2021-04-09	2021-02-26	2021-01-18	2020-12-08	2020-09-30	2020-07-30	2020-06-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	153,20	145,00	145,80	149,60	136,60	145,00	120,00

AmRest

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	25,80

Answear

rekomendacja	zawieszona	kupuj
data wydania	2021-05-07	2021-02-04
cena docelowa (PLN)	-	44,50
kurs z dnia rekomendacji	32,01	28,51

Apator

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2021-04-29	2020-12-08	2020-09-30	2020-06-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	23,90	22,40	20,60	20,80

Asseco BS

rekomendacja	równoważ
data wydania	2020-09-02
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	36,00

Asseco Poland

rekomendacja	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2020-09-02	2020-08-04	2020-06-03
cena docelowa (PLN)	80,70	68,39	68,39
kurs z dnia rekomendacji	70,20	66,50	72,60

Asseco SEE

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2020-08-07
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	43,70

Astarta

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2021-04-26	2021-01-28	2020-12-08	2020-10-27
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	38,20	36,20	25,20	21,80

Atende

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2020-11-27
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	3,44

BNP Paribas Polska

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2021-04-19	2020-12-08	2020-11-19
cena docelowa (PLN)	90,00	64,45	64,45
kurs z dnia rekomendacji	66,60	55,00	46,40

Boryszew

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	niedoważaj
data wydania	2021-05-31	2020-12-08	2020-09-09	2020-06-08
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,29	2,87	3,39	3,59

CCC

rekomendacja	zawieszona	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2021-05-07	2021-04-09	2021-03-02	2021-02-02	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	-	96,00	89,00	89,00	89,00
kurs z dnia rekomendacji	111,80	99,76	97,88	85,70	71,38

CD Projekt

rekomendacja	zawieszona	redukuj	trzymaj	sprzedaj	redukuj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2021-05-07	2021-04-09	2021-03-02	2021-02-02	2020-12-23	2020-12-08	2020-11-05	2020-10-02	2020-09-02	2020-06-03
cena docelowa (PLN)	-	172,60	232,00	232,00	232,00	445,10	421,60	429,10	429,10	388,10
kurs z dnia rekomendacji	156,52	183,00	240,30	305,80	267,70	425,10	381,20	382,60	440,70	388,20

CEZ

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2021-06-02	2021-04-09	2020-11-20	2020-10-02	2020-06-03
cena docelowa (CZK)	759,63	693,24	601,40	514,80	514,80
kurs z dnia rekomendacji	631,00	565,00	468,00	438,00	489,00

Ciech

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	kupuj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2021-06-02	2021-05-07	2020-12-08	2020-11-05	2020-10-02	2020-07-02
cena docelowa (PLN)	47,47	40,97	32,59	34,27	30,10	34,09
kurs z dnia rekomendacji	46,70	41,30	30,35	27,45	27,25	32,30

Cognor

rekomendacja	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-04-09	2021-03-05	2021-02-10	2020-12-08	2020-09-25	2020-08-04
cena docelowa (PLN)	3,19	3,19	2,89	2,29	2,03	1,98
kurs z dnia rekomendacji	3,16	2,55	2,15	1,25	1,10	0,93

Comarch

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2021-03-30	2020-09-29
cena docelowa (PLN)	267,00	247,60
kurs z dnia rekomendacji	219,00	204,00

Cyfrowy Polsat

rekomendacja	trzymaj	trzymaj
data wydania	2020-12-08	2020-09-02
cena docelowa (PLN)	27,90	26,30
kurs z dnia rekomendacji	27,84	26,92

Dino

rekomendacja	zawieszona	akumuluj	akumuluj	trzymaj	sprzedaj	redukuj
data wydania	2021-05-07	2021-04-09	2021-03-02	2020-12-08	2020-07-02	2020-06-03
cena docelowa (PLN)	-	290,80	263,10	263,10	155,60	155,60
kurs z dnia rekomendacji	247,30	266,60	248,80	269,80	199,10	185,70

Enea

rekomendacja	zawieszona	zawieszona	zawieszona	zawieszona
data wydania	2021-06-02	2021-04-09	2020-12-08	2020-06-23
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	8,76	6,83	5,60	7,90

Energa

rekomendacja	zawieszona	zawieszona	zawieszona
data wydania	2021-04-09	2020-12-08	2020-06-03
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	7,81	7,80	8,19

Erste Group

rekomendacja	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-06-02	2021-04-09	2020-12-08	2020-08-10
cena docelowa (EUR)	34,06	34,06	30,58	26,00
kurs z dnia rekomendacji	34,05	29,27	24,95	19,85

Eurocash

rekomendacja	zawieszona	trzymaj	kupuj	akumuluj
data wydania	2021-05-07	2021-04-09	2020-07-02	2020-06-03
cena docelowa (PLN)	-	16,50	19,90	19,90
kurs z dnia rekomendacji	14,32	15,77	17,34	18,50

Famur

rekomendacja	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-04-09	2020-12-08	2020-08-04
cena docelowa (PLN)	2,50	3,30	2,86
kurs z dnia rekomendacji	2,53	1,90	1,70

Forte

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	przeważaj	przeważaj
data wydania	2021-05-31	2021-01-29	2020-12-08	2020-09-30	2020-08-28	2020-06-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	59,90	43,50	38,80	32,40	28,85	20,25

GPW

rekomendacja	trzymaj	redukuj	redukuj	sprzedaj
data wydania	2021-04-09	2020-12-08	2020-11-05	2020-09-30
cena docelowa (PLN)	44,48	40,60	39,19	39,19
kurs z dnia rekomendacji	45,76	43,00	44,80	47,10

Grupa Azoty

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	sprzedaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2021-05-07	2021-04-09	2021-01-14	2020-12-08	2020-09-02	2020-07-02
cena docelowa (PLN)	34,74	30,23	23,65	24,54	25,83	29,90
kurs z dnia rekomendacji	37,68	31,00	28,95	26,85	25,30	30,45

Handlowy

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	kupuj	trzymaj
data wydania	2021-04-19	2020-11-19	2020-11-05	2020-06-03
cena docelowa (PLN)	49,50	36,45	37,64	37,64
kurs z dnia rekomendacji	43,25	35,60	29,60	38,00

ING BSK

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	redukuj	trzymaj	sprzedaj
data wydania	2021-05-07	2021-04-19	2020-11-19	2020-10-02	2020-06-03
cena docelowa (PLN)	190,00	190,00	143,10	117,78	117,78
kurs z dnia rekomendacji	176,40	181,00	155,20	124,40	145,20

Jeronimo Martins

rekomendacja	zawieszona	trzymaj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2021-05-07	2021-04-09	2020-08-04	2020-06-03
cena docelowa (EUR)	-	14,50	15,30	15,30
kurs z dnia rekomendacji	15,38	14,42	14,29	15,46

JSW

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2021-04-09	2021-02-03	2020-12-08	2020-11-05	2020-10-02	2020-09-02	2020-08-04
cena docelowa (PLN)	48,09	46,40	36,58	20,14	25,96	15,82	16,41
kurs z dnia rekomendacji	31,88	34,80	25,53	18,20	25,00	15,18	17,40

Kernel

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2021-03-12	2021-01-27	2020-12-08	2020-11-05	2020-09-23	2020-06-03
cena docelowa (PLN)	71,84	62,93	57,39	53,66	56,35	44,58
kurs z dnia rekomendacji	54,00	54,50	46,75	39,00	39,90	43,80

Grupa Kęty

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2021-06-02	2021-04-09	2020-12-08	2020-11-05	2020-09-02	2020-06-25
cena docelowa (PLN)	553,55	534,23	472,99	422,81	465,74	453,70
kurs z dnia rekomendacji	610,00	569,00	449,50	410,00	482,50	432,00

KGHM

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj	redukuj	trzymaj	sprzedaj
data wydania	2021-06-02	2021-04-09	2021-03-24	2020-12-08	2020-10-02	2020-07-29	2020-06-03
cena docelowa (PLN)	245,39	222,05	230,25	152,27	103,84	124,67	62,94
kurs z dnia rekomendacji	208,80	199,20	177,05	177,20	115,15	129,45	88,10

Komercni Banka

rekomendacja	trzymaj	kupuj	trzymaj	akumuluj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2021-06-02	2021-04-09	2021-02-02	2020-12-08	2020-10-02	2020-09-02	2020-08-10
cena docelowa (CZK)	804,77	804,77	682,02	682,02	618,97	618,97	618,97
kurs z dnia rekomendacji	798,50	680,00	659,00	616,00	484,50	534,00	529,00

Kruk

rekomendacja	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-02-02	2020-12-08	2020-09-03
cena docelowa (PLN)	174,96	174,96	183,17
kurs z dnia rekomendacji	168,30	142,30	156,70

Kruszwica

rekomendacja	zawieszona	niedoważaj	równoważ	przeważaj	równoważ
data wydania	2021-02-26	2021-01-12	2020-12-08	2020-10-29	2020-06-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	65,80	66,00	56,60	53,20	60,40

Lotos

rekomendacja	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2021-06-02	2021-04-09	2021-03-25	2020-12-08	2020-10-02	2020-09-02	2020-07-02	2020-06-03
cena docelowa (PLN)	53,39	53,39	54,00	49,01	47,09	47,09	55,87	60,39
kurs z dnia rekomendacji	52,80	45,15	42,44	37,30	34,00	39,22	60,14	60,52

LPP

rekomendacja	zawieszona	akumuluj	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2021-05-07	2021-04-09	2021-02-02	2020-12-08	2020-11-05	2020-10-02	2020-08-04	2020-07-02	2020-06-03
cena docelowa (PLN)	-	9 300,00	8 500,00	8 500,00	7 600,00	7 900,00	7 900,00	6 900,00	6 900,00
kurs z dnia rekomendacji	10 640,00	8 615,00	7 700,00	7 285,00	5 995,00	6 800,00	7 105,00	6 110,00	6 980,00

Mangata

rekomendacja	równoważ	przeważaj	przeważaj	równoważ	równoważ
data wydania	2021-05-31	2021-04-09	2020-12-08	2020-09-30	2020-06-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	87,80	70,60	55,50	47,00	50,50

Millennium

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	kupuj
data wydania	2021-04-19	2020-11-19	2020-06-03
cena docelowa (PLN)	4,20	2,88	3,72
kurs z dnia rekomendacji	3,80	2,93	2,64

Mo-BRUK

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2021-05-04	2021-04-09	2021-01-11
cena docelowa (PLN)	429,25	426,72	387,49
kurs z dnia rekomendacji	409,00	396,00	246,00

MOL

rekomendacja	trzymaj	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2021-04-09	2021-03-25	2021-02-02	2020-12-08	2020-09-02	2020-08-04	2020-07-02	2020-06-03
cena docelowa (HUF)	2 294,00	2 571,00	2 379,00	2 379,00	1 976,00	2 158,00	2 158,00	2 072,00
kurs z dnia rekomendacji	2 150,00	2 184,00	2 220,00	2 002,00	1 686,00	1 722,00	1 821,00	1 916,00

Moneta Money Bank

rekomendacja	kupuj	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-04-09	2021-03-02	2020-12-08	2020-08-10
cena docelowa (CZK)	95,50	82,70	82,70	79,68
kurs z dnia rekomendacji	78,20	78,70	67,00	54,20

Netia

rekomendacja	trzymaj	trzymaj
data wydania	2020-12-08	2020-08-04
cena docelowa (PLN)	4,70	4,40
kurs z dnia rekomendacji	4,50	4,46

Orange Polska

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2020-12-08	2020-07-30	2020-06-03
cena docelowa (PLN)	8,20	8,30	6,90
kurs z dnia rekomendacji	6,52	7,07	6,49

OTP Bank

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2021-06-02	2021-04-09	2021-02-02	2020-12-08	2020-09-02	2020-08-10
cena docelowa (HUF)	15 143,00	15 143,00	13 800,00	13 800,00	11 039,00	11 039,00
kurs z dnia rekomendacji	15 865,00	13 565,00	13 500,00	12 000,00	9 950,00	10 430,00

Pekao

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-04-19	2020-11-19	2020-06-03
cena docelowa (PLN)	102,00	75,93	68,90
kurs z dnia rekomendacji	76,24	57,94	52,40

PGE

rekomendacja	zawieszona	zawieszona	zawieszona
data wydania	2021-06-02	2021-04-09	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	9,94	7,25	5,77

PGNiG

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-06-02	2021-04-09	2021-02-02	2020-12-08	2020-09-22	2020-09-02	2020-08-04	2020-07-02	2020-06-03
cena docelowa (PLN)	6,84	6,84	6,39	6,39	5,97	5,94	5,94	5,23	4,91
kurs z dnia rekomendacji	6,47	6,45	5,72	5,21	4,56	5,15	5,10	4,63	4,31

PKN Orlen

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2021-03-25	2020-12-08	2020-09-02	2020-07-02	2020-06-03
cena docelowa (PLN)	60,64	58,40	56,37	67,72	66,85
kurs z dnia rekomendacji	62,82	59,60	50,32	63,28	67,80

PKO BP

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2021-04-23	2021-04-19	2020-11-19	2020-11-05	2020-06-03
cena docelowa (PLN)	40,66	40,00	32,40	22,58	22,58
kurs z dnia rekomendacji	32,91	33,15	27,23	20,44	22,06

PKP Cargo

rekomendacja	sprzedaj	trzymaj	trzymaj	redukuj
data wydania	2021-04-09	2020-12-08	2020-09-02	2020-07-02
cena docelowa (PLN)	16,21	13,97	12,80	12,37
kurs z dnia rekomendacji	19,08	13,20	12,38	14,04

Play

rekomendacja	zawieszona	redukuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2020-12-08	2020-10-02	2020-09-18	2020-08-04
cena docelowa (PLN)	-	35,20	35,20	35,70
kurs z dnia rekomendacji	38,52	38,72	26,16	32,54

PlayWay

rekomendacja	zawieszona	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2021-05-07	2021-04-09	2020-12-08	2020-10-02	2020-08-25
cena docelowa (PLN)	-	590,00	590,00	549,00	549,00
kurs z dnia rekomendacji	430,20	548,00	599,00	527,00	484,00

Polenergia

rekomendacja	trzymaj	redukuj	sprzedaj	trzymaj	kupuj
data wydania	2021-06-02	2021-05-07	2021-04-09	2021-03-02	2020-10-30
cena docelowa (PLN)	78,59	72,69	72,69	62,99	62,99
kurs z dnia rekomendacji	70,20	79,10	100,00	63,00	42,60

Pozbud

rekomendacja	zawieszona	równoważ	równoważ
data wydania	2020-12-08	2020-09-30	2020-06-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,91	1,65	1,70

PZU

rekomendacja	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-06-02	2021-04-09	2020-12-03
cena docelowa (PLN)	40,63	40,63	39,33
kurs z dnia rekomendacji	37,29	34,09	26,45

RBI

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	kupuj
data wydania	2021-04-09	2020-12-08	2020-08-10
cena docelowa (EUR)	21,00	18,22	17,67
kurs z dnia rekomendacji	18,52	16,69	15,20

Santander Bank Polska

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2021-04-19	2020-11-19	2020-08-04	2020-07-02	2020-06-03
cena docelowa (PLN)	283,70	238,14	179,37	179,37	179,37
kurs z dnia rekomendacji	211,80	175,20	152,50	174,50	163,60

Skarbiec Holding

rekomendacja	zawieszona	kupuj	akumuluj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2021-04-09	2020-12-08	2020-09-11	2020-07-02	2020-06-03
cena docelowa (PLN)	-	30,74	26,86	21,20	21,20
kurs z dnia rekomendacji	44,50	24,80	24,70	21,40	19,05

Stalprodukt

rekomendacja	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-06-02	2021-03-05	2020-12-08	2020-08-07
cena docelowa (PLN)	403,06	397,79	370,99	336,15
kurs z dnia rekomendacji	382,00	321,50	210,50	186,00

Stelmet

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2020-07-02
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	8,55

Sygnity

rekomendacja	trzymaj	kupuj
data wydania	2021-03-18	2020-09-01
cena docelowa (PLN)	11,60	10,70
kurs z dnia rekomendacji	11,10	7,20

Tauron

rekomendacja	zawieszona	zawieszona
data wydania	2021-06-02	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,40	2,17

Ten Square Games

rekomendacja	zawieszona	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj
data wydania	2021-05-07	2021-04-09	2020-12-08	2020-11-05	2020-09-02	2020-07-02	2020-06-03
cena docelowa (PLN)	-	702,00	724,00	722,00	623,00	592,00	592,00
kurs z dnia rekomendacji	420,00	496,60	525,00	640,00	548,00	548,00	505,00

TIM

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2020-12-08	2020-10-29	2020-06-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	18,90	13,70	10,90

VRG

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2021-04-23	2020-09-23	2020-07-02	2020-06-03
cena docelowa (PLN)	3,65	3,14	2,43	2,43
kurs z dnia rekomendacji	3,33	2,51	2,33	2,40

Wirtualna Polska

rekomendacja	kupuj	akumuluj
data wydania	2021-05-06	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	126,00	93,00
kurs z dnia rekomendacji	99,20	82,00

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

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

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka-wilim@mbank.pl

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
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl