

wtorek, 6 lipca 2021 | opracowanie cykliczne

# Przegląd miesięczny: lipiec 2021

Rynek akcji, makroekonomia

## Rynek akcji

Rynki akcji będą kontynuowały trend wzrostowy, czemu sprzyja dalsza poprawa sytuacji makro i lepsze od oczekiwań wyniki spółek. Tego scenariusza nie burzy Delta, ani narastające ryzyko *taperingu* w USA.

## Ze spółek

### Finanse

Cały czas przeważamy sektor bankowy w oczekiwaniu na potwierdzenie dobrych wyników z początku roku w prognozach 2Q'21. Silne wolumeny kredytów hipotecyjnych i poprawiająca się sytuacja w kredytach gotówkowych powinny wspierać wynik odsetkowy, który trochę zawiódł w 1Q. Czwarta fala pandemii w skali, która mogłaby spowodować ponowne zamrożenie gospodarki jest ryzykiem dla naszego scenariusza.

### Chemia

Rosnące ceny surowców (gaz, węgiel koksujący), to wyzwanie dla polskich spółek chemicznych. Z niepokojem spoglądamy na rosnące ceny CO<sub>2</sub> oraz zapowiedzi KE na zmniejszanie darmowej alokacji. Relatywnie lepiej niż Grupa Azoty pozycjonujemy Ciech.

### Surowce

Wzrost zachorowań na wariant Delta COVID-19 studzi nastroje do spółek wydobywczych. Długoterminowe fundamenty dla KGHM pozostają bardzo silne, z kolei JSW sprzyjają wzrosty cen węgla koksowego i koksu.

### Paliwa

Po ostatnich wzrostach PKN zalecamy odwracanie dysparytetu na parze PKN/PGN. Trendy w sektorze paliwowym nadal wspierają naszą pozytywną rekomendację dla Lotosu. W obecnym otoczeniu podwyższamy też nasze szacunki dla MOL-a i podnosimy rekomendację do kupuj.

## Energetyka

Wysokie ceny paliw, energii i CO<sub>2</sub> to niezmiennie bardzo sprzyjające otoczenie dla CEZ. W temacie transformacji polskiej energetyki to w najbliższych miesiącach spodziewamy się słabszych komunikatów (dyskusja z KE ws. górnictwa, spory ze związkami, identyfikacja wyzwań w realizacji procesu).

## Telekomunikacja, Media, IT

Atrakcyjne poziomy wycen oraz dobre momentum wynikowe powinny wspierać notowania ACP i CMR. W sektorze telco stawiamy na OPL. Strategia Grow stawia na wzrost wyników, dywidendę i ograniczony CAPEX na FTTx, co rynek powinien pozytywnie dyskutować. Pomimo niepewności związanej z rozwojem wariantu Delta, pozostawiamy nasze pozytywne podejście do WPL (słabsza turystyka powinna być nadrabiana przez mocną reklamę online).

## Przemysł

Lokalnie rekordowe wskaźniki PMI dla przemysłu oraz osłabienie PLN do EUR korzystne wpływają na otoczenie dla polskich spółek przemysłowych w perspektywie 2Q'21 i 3Q'21. Z większą ostrożnością natomiast spoglądamy natomiast na wzrosty kosztów energii i pracy w perspektywie 2022 roku. Najbardziej przekonani jesteśmy do AC, Astarta, Cognor, Kernel i Mo-BRUK. Unikamy Amica i PKP Cargo.

## Kluczowe rekomendacje

**Pozytywne:** AC, Asseco Poland, Astarta, BNP Paribas Bank Polska, CEZ, Cognor, Comarch, JSW, KGHM, Kernel, Kruk, Lotos, Mo-BRUK, MOL, Moneta Money Bank, Orange Polska, Pekao, PGNiG, TIM

**Negatywne:** Allegro, Amica, PKN Orlen, PKP Cargo

| Indeksy | Kurs bieżący | 1M    | YTD  |
|---------|--------------|-------|------|
| WIG     | 67 350       | +0,7% | +18% |
| ATX     | 3 488        | -0,5% | +28% |
| BUX     | 47 424       | -1,8% | +13% |
| PX      | 1 152        | +0,1% | +16% |

| Indeksy sektorowe WIG |        | 1M     | YTD  |
|-----------------------|--------|--------|------|
| WIG20                 | 2 259  | +0,5%  | +14% |
| mWIG40                | 4 898  | +0,5%  | +26% |
| sWIG80                | 20 907 | +1,0%  | +32% |
| Banki                 | 6 632  | -3,8%  | +39% |
| Budownictwo           | 4 195  | -2,7%  | +15% |
| Chemia                | 10 374 | +3,9%  | +35% |
| Energia               | 2 671  | -10,8% | +31% |
| Gaming                | 24 194 | +6,7%  | -15% |
| Górnictwo             | 6 067  | -4,7%  | +8%  |
| Informatyka           | 4 516  | +8,6%  | +17% |
| Media                 | 7 875  | +2,7%  | +30% |
| Odzież                | 7 855  | +15,1% | +52% |
| Paliwa                | 6 392  | -2,4%  | +29% |
| Spożywczy             | 4 337  | -5,3%  | +19% |
| Telekomunikacja       | 1 016  | +1,3%  | +4%  |

| Top 5 / Worst 5   |         | 1M     | YTD   |
|-------------------|---------|--------|-------|
| CPD               | 13,50   | +65,6% | +113% |
| Erbud             | 97,60   | +50,6% | +254% |
| Ryvu Therapeutics | 66,00   | +23,1% | +34%  |
| LPP               | 12930,0 | +21,9% | +61%  |
| Netia             | 6,92    | +21,0% | +37%  |
| PGE               | 9,09    | -14,8% | +40%  |
| Rainbow Tours     | 27,25   | -15,6% | +15%  |
| Enter Air         | 35,20   | -15,8% | -10%  |
| AmRest            | 26,94   | -18,4% | -3%   |
| Photon Energy     | 7,95    | -30,9% | -37%  |

## Nowe rekomendacje

| Spółka         | Rekomendacja | Cena docelowa |
|----------------|--------------|---------------|
| Agora          | trzymaj ▼    | 10,60 PLN ▲   |
| CEZ            | kupuj ►      | 722,14 CZK ▼  |
| Erste Group    | akumuluj ▲   | 34,06 EUR ►   |
| Grupa Kęty     | trzymaj ►    | 599,16 PLN ▲  |
| Kernel         | kupuj ►      | 75,85 PLN ▲   |
| Komercni Banka | akumuluj ▲   | 804,77 CZK ►  |
| Kruk           | akumuluj ►   | 288,46 PLN ▼  |
| Lotos          | akumuluj ►   | 60,75 PLN ▲   |
| Mo-BRUK        | kupuj ▲      | 379,61 PLN ▼  |
| MOL            | kupuj ▲      | 2816,00 HUF ▲ |
| Netia          | zawieszona - | -             |
| PGNiG          | akumuluj ▲   | 7,45 PLN ▲    |
| PKN Orlen      | redukuj ▼    | 70,59 PLN ▲   |
| VRG            | zawieszona - | -             |

## Spis treści

|                                                                                 |           |
|---------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>1. Rynek akcji</b>                                                           | <b>3</b>  |
| <b>2. Sektory</b>                                                               | <b>5</b>  |
| <b>3. Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu</b> | <b>9</b>  |
| <b>4. Zaskoczenia na wynikach spółek w poszczególnych kwartałach</b>            | <b>10</b> |
| <b>5. Prognozy i rekomendacje Biura maklerskiego mBanku na tle konsensusu</b>   | <b>13</b> |
| <b>6. Aktualne rekomendacje Biura maklerskiego mBanku</b>                       | <b>14</b> |
| <b>7. Statystyki rekomendacji</b>                                               | <b>15</b> |
| <b>8. Kalendarium wydarzeń</b>                                                  | <b>16</b> |
| <b>9. Makroekonomia</b>                                                         | <b>17</b> |
| <b>10. Finanse</b>                                                              | <b>19</b> |
| 10.1. Alior Bank                                                                | 19        |
| 10.2. BNP Paribas Polska                                                        | 20        |
| 10.3. Handlowy                                                                  | 21        |
| 10.4. ING BSK                                                                   | 22        |
| 10.5. Millennium                                                                | 23        |
| 10.6. Pekao                                                                     | 24        |
| 10.7. PKO BP                                                                    | 25        |
| 10.8. Santander Bank Polska                                                     | 26        |
| 10.9. Komercni Banka                                                            | 27        |
| 10.10. Moneta Money Bank                                                        | 28        |
| 10.11. Erste Group                                                              | 29        |
| 10.12. RBL                                                                      | 30        |
| 10.13. OTP Bank                                                                 | 31        |
| 10.14. PZU                                                                      | 32        |
| 10.15. Kruk                                                                     | 33        |
| 10.16. GPW                                                                      | 34        |
| <b>11. Chemia</b>                                                               | <b>35</b> |
| 11.1. Ciech                                                                     | 35        |
| 11.2. Grupa Azoty                                                               | 36        |
| <b>12. Surowce</b>                                                              | <b>37</b> |
| 12.1. JSW                                                                       | 37        |
| 12.2. KGHM                                                                      | 38        |
| <b>13. Paliwa</b>                                                               | <b>39</b> |
| 13.1. Lotos                                                                     | 39        |
| 13.2. MOL                                                                       | 40        |
| 13.3. PGNiG                                                                     | 41        |
| 13.4. PKN Orlen                                                                 | 42        |
| <b>14. Energetyka</b>                                                           | <b>43</b> |
| 14.1. CEZ                                                                       | 43        |
| 14.2. Enea                                                                      | 44        |
| 14.3. PGE                                                                       | 45        |
| 14.4. Polenergia                                                                | 46        |
| 14.5. Tauron                                                                    | 47        |
| <b>15. Telekomunikacja</b>                                                      | <b>48</b> |
| 15.1. Cyfrowy Polsat                                                            | 48        |
| 15.2. Orange Polska                                                             | 49        |
| <b>16. Media</b>                                                                | <b>50</b> |
| 16.1. Agora                                                                     | 50        |
| 16.2. Wirtualna Polska                                                          | 51        |
| <b>17. IT</b>                                                                   | <b>52</b> |
| 17.1. Asseco Poland                                                             | 52        |
| 17.2. Comarch                                                                   | 53        |
| 17.3. Sygnity                                                                   | 54        |
| <b>18. Przemysł</b>                                                             | <b>55</b> |
| 18.1. Cognor                                                                    | 56        |
| 18.2. Famur                                                                     | 57        |
| 18.3. Grupa Kęty                                                                | 58        |
| 18.4. Kernel                                                                    | 59        |
| 18.5. Mo-BRUK                                                                   | 60        |
| 18.6. PKP Cargo                                                                 | 61        |
| 18.7. Stalprodukt                                                               | 62        |
| <b>19. E-commerce</b>                                                           | <b>63</b> |
| 19.1. Allegro                                                                   | 63        |

## Rynek akcji

W czerwcu polski rynek akcji wszedł w trend boczny, tym samym kończąc 1,5-miesięczny okres relatywnej siły w porównaniu do S&P500 (nadal lepiej niż MSCI EM). Spadek oczekiwań inflacyjnych, a w efekcie oczekiwań na podwyżki stóp procentowych (szczególnie w strefie euro) przyniósł korektę całego sektora bankowego zarówno w Europie, jak i w USA, co nie pozostało bez wpływu na WIG20. Nie bez znaczenia jest tu rozwój mutacji Delta koronawirusa, który w percepcji inwestorów osłabia tempo odbudowywania się rynku pracy (dodatkowo gołębie nastawienie ECB), a jednocześnie „podbija” notowania części spółek technologicznych. Takie otoczenie może utrzymywać się w kolejnych tygodniach. Naszym zdaniem, Delta ponownie przyspieszy proces wyszczepiania (prawdopodobne są rozwiązania systemowe) w efekcie czego jesienią wzrost zachorowań nie będzie skutkował znaczącym wzrostem hospitalizacji. To z kolei oznacza ograniczony zakres ograniczeń społecznych (zbyt wysokie koszty, mniejsze ryzyko przeciążenia systemu opieki zdrowotnej), a w efekcie niewielki wpływ na gospodarkę. Obawy o inflację powrócą (zaskoczenia w górę), przy jednocześnie szybkim wzroście gospodarczym wspierającym wyniki spółek. ISI Evercore zakłada, że tegoroczny wzrost realnego PKB w USA wyniesie +8,1%, a EPS dla spółek z S&P500 zwiększy się do 263 USD (167 USD na koniec 2020). Dyskusja o taperingu w USA już się rozpoczęła i przed każdym posiedzeniem FED będzie wywoływać nerwowość inwestorów (oczekiwane ograniczenie skupu aktywów na przełomie roku), ale trend wzrostowy na rynku akcji zostanie utrzymany.

W Polsce sytuacja makro również pozostaje bardzo dobra i sprzyja rynkowi akcji. PMI dla przemysłu wzrósł do najwyższego poziomu w historii odczytów (59,4 pkt), szybko rośnie konsumpcja. W czerwcu utrzymywała się niekorzystna relacja „nowe środki w funduszach dedykowane na rynek polski” / „podaż akcji na rynku pierwotnym”, co negatywnie wpływało na rynek wtórny. Kolejne tygodnie powinny przynieść poprawę.

Nadal istotnym czynnikiem ryzyka pozostaje konflikt USA-Chiny – szczególnie rywalizacja w Azji Południowo-Wschodniej. Zmiana retoryki m.in. Japonii co do statusu Tajwanu (niepodległy kraj) zaostrza stanowisko Chin, czemu wyraz dał Xi Jinping na ostatnim zjeździe Partii, a co skutkuje m.in. coraz większą skalą wojskowych prowokacji na wyspie.

### Makro w USA nadal wspierające dla rynku akcji

Jak pisaliśmy w poprzednim raporcie miesięcznym, gospodarka amerykańska najprawdopodobniej apogeum dynamiki wzrostu ma już za sobą, co oznacza coraz niższe odczyty wskaźników wyprzedzających, ale nadal potwierdzających silny wzrost gospodarczy. Taki scenariusz potwierdza m.in. ostatni odczyt ISM w przemyśle (60,6 vs. 61,2 poprzednio). Firmy stopniowo „rozładowują” zaległości produkcyjne (-6,1 p.p. m/m), zmniejszają się niedobory podaży i rośnie bieżąca produkcja. Nowe zamówienia chociaż nadal na bardzo wysokich poziomach (66 vs. 67 poprzednio) również maksimum odczytów mają za sobą. Jedynym subindeksem, który nadal nie może wzrosnąć powyżej 50 pkt. jest zatrudnienie (ważne w kontekście decyzji o polityce monetarnej). Dane z rynku pracy są niezłe (nowe miejsca pracy w czerwcu: +865 tys. z czego +188 tys. w sektorze rządowym), ale najczęściej poniżej konsensusu rynkowego (np. czerwcowe payrolle w sektorze prywatnym), a gospodarka nadal jest daleka od osiągnięcia stanu zatrudnienia sprzed pandemii (146 mln vs. 153 mln). Czynnikiem, który w długim okresie będzie wspierał koniunkturę w USA jest pakiet infrastrukturalny (579 mld

USD), który został wreszcie uzgodniony pomiędzy Republikanami a Demokratami.

Mimo spowalnia odczytów wskaźników wyprzedzających amerykańska gospodarka ma się bardzo dobrze, co będzie wspierać wyniki spółek, a w efekcie rynek akcji. ISI Evercore szacuje tegoroczny wzrost realnego PKB w USA na poziomie aż 8,1% (powyżej konsensusu 6,6%) przy jednoczesnym wzroście deflatora PCE na poziomie 4% (stopy procentowe bez zmian do 2023 roku). Jako jeden z czynników pozytywnego scenariusza na 2021 rok wskazywaliśmy odłożony popyt konsumpcyjny będący efektem oszczędności jakie gospodarstwa domowe zbudowały w okresie pandemii. W USA wzrosły one do rekordowego poziomu 2,3 bln USD. Wydatkowanie tych nadwyżek w ciągu 3 lat oznacza wzrost wydatków konsumpcyjnych o 5% rocznie. Analogiczny trend obserwowany jest w większości największych gospodarek (Japonia: wzrost oszczędności o 6% r/r do 9,6 bln USD). W takim otoczeniu makro EPS dla S&P500 wzrośnie na koniec br. do 236 USD (167 USD na koniec 2020 r.) i będzie podtrzymywał trend wzrostowy na rynku akcji – mimo utrzymujących się obaw o zacieśnianie polityki monetarnej.

### Banki centralne z różnym nastawieniem

FED w przeciwieństwie do ECB i BoJ powoli zmienia retorykę na bardziej jastrzębią, podkreślając jednocześnie, że podwyżki stóp procentowych to temat na 2023 rok (konsensus zakłada obecnie dwie podwyżki). Z drugiej strony Powell, podkreśla, że dyskusja na temat zmniejszania skupu aktywów będzie towarzyszyła radzie na każdym kolejnym posiedzeniu, co dla rynków oznacza zawsze element niepewności i potencjalny powód lokalnych korekt indeksów. Jeśli dane z rynku pracy zaczną wreszcie wskazywać na istotną poprawę sytuacji (w tym rosnącą presję płacową, wielkość zatrudnienia nadal odbiega od poziomu sprzed pandemii), najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest rozpoczęcie taperingu na przełomie roku. Obecnie suma bilansowa FED przekroczyła 8 bln USD w porównaniu z nieco ponad 4 bln USD przed rokiem.

Z kolei ECB jasno deklaruje utrzymanie obecnego poziomu skupu aktywów w perspektywie kolejnych kwartałów, co przekładało się na dalsze umacnianie USD (a w konsekwencji m.in. słabsze zachowanie metali przemysłowych). ECB nie obawia się o trwały wzrost inflacji powyżej celu jak również ocenia, że presja płacowa w strefie jest nadal niska. Suma bilansowa FED i ECB w ciągu minionego roku zwiększyła się o 8,3 bln USD do 17,4 bln USD.

### Zbliża się Delta

Przed nami kolejna fala pandemii związana z mutacją Delta. Jeśli utrzyma się sezonowość analogiczna jak w poprzednich przypadkach, szybkiego wzrostu zachorowań w Polsce należy oczekiwać od września/października. Co wiemy na przykładzie Wielkiej Brytanii, gdzie dzienna liczba nowych przypadków wzrosła powyżej 25 tys.? Delta roznosi się szybciej, co po części może wynikać również z rozluźnienia zasad bezpieczeństwa nie tylko systemowych, ale przede wszystkim dotyczących poszczególnych jednostek. Jak na razie wzrost zachorowań nie prowadzi do istotnego wzrostu hospitalizacji i śmiertelności. Ciężkie przypadki dotyczą głównie osób niezaszczepionych (ponad połowa społeczeństwa Wielkiej Brytanii przyjęła podwójną dawkę szczepionki, kolejne 16% pierwszą).

Naszym zdaniem najbardziej prawdopodobny scenariusz to częściowe przywrócenie przez rząd ograniczeń na jesieni, ale dużo mniej restrykcyjne niż na wiosnę – z niewielkim wpływem na dynamikę PKB. Analogicznie jak w Wielkiej Brytanii będzie nam towarzyszyć wysoka liczba zachorowań

przy niskim odsetku hospitalizacji, tj. bez znaczącego obciążenia systemu opieki zdrowotnej. Zwiększy się presja na szczepienia. Nie można wykluczyć wprowadzenia przez rząd systemowych rozwiązań – po tym jak obserwowane obecnie tempo zaszczepień spada.

#### **Napływy do TFI nadal głównie do funduszy globalnych**

Wbrew naszym oczekiwaniom nie zmienia się trend i Polacy nadal wybierają fundusze dedykowane na rynki zagraniczne. W maju napływy netto do funduszy akcyjnych wyniosły 716 mln PLN, a do absolute return 102,5 mln PLN. Od początku roku, łącznie obie grupy pozyskały netto już 4 mld PLN, co jest wartością wyższą niż zakładaliśmy w strategii na 2021 rok dla całego roku. W kwietniu i maju udział środków dedykowanych na rynek polski to zaledwie 21% (328 mln PLN z 1,58 mld PLN), co powoduje, że przy nadal dużej podaży akcji na rynku pierwotnym (dodatkowo w br. „sezon” ofert IPO/SPO/ABB rozszerzył się na połowę lipca, zwykle kończył się w czerwcu) polskie fundusze nie są w stanie wspierać wycen akcji notowanych.

Z przekazu w mediach wynika, że w rządzie trwają prace nad ustawą o przekształceniu OFE i rozważane są m.in. koncepcje powiązania IKE z PPK (bez szczegółów na czym miałyby polegać). Sugeruje to, że zmiany w ustawie mogą dotyczyć nie tylko uwzględnienia nowych elementów w systemie podatkowym (podatek od emerytur, kontekst opłaty przekształceniowej), ale samej koncepcji systemowej. To oznacza, że nieprędko rynek zobaczy finalne rozwiązanie dotyczące przyszłości OFE.

#### **Michał Marczak**

tel. +48 22 438 24 01

[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)

## Sektory

### Finanse

- Powoli wchodzimy w sezon wakacyjny, jednakże dla sektora bankowego nie będzie to typowy sezon ogórkowy. Lipiec to okres prognoz kwartalnych za 2Q, który w tym roku jest o tyle ważny, że rynek będzie oczekiwał potwierdzenia dobrej kondycji sektora z 1Q'21. Przypominamy, że o ile wynik odsetkowy był zgodny lub lekko poniżej oczekiwań rynkowych, to wynik z prowizji i koszty ryzyka zaskakiwały pozytywnie – potwierdzenie obserwowanych trendów i poprawa wolumenów powinny potwierdzić, że podwyżki konsensusu są zasadne. Wstępnie spodziewamy się dobrego obrazu w 2Q, aczkolwiek dostrzegamy pewne ryzyka na horyzoncie. O ile sytuacja epidemiczna cały czas się poprawia, to cały czas poziom wyszczepienia społeczeństwa nie pozwala myśleć o odporności stadnej, w tym kontekście z niepokojem patrzymy na mutację Delta COVID-19. Minister Zdrowia zakomunikował, że czwarta fala COVID-19 może nadejść nawet w sierpniu 2021 roku, co stwarzałoby ryzyko ponownych utrudnień w gospodarce a co za tym idzie dla banków.
- Saga frankowa nie posuwa się do przodu, a na ewentualne rozstrzygnięcia ze strony Sądu Najwyższego trzeba będzie poczekać co najmniej do września. Martwi nas trochę wstrzemięźliwość banków w oferowaniu ugód na masową skalę. Początkowo PKO BP zapowiadało, że proces ugód rozpocznie się na przełomie maja i czerwca, potem pod koniec czerwca, mamy lipiec, a ugody nie wystartowały. Wydaje się, że pozostałe banki potencjalnie zainteresowane ugodami przyjęły postawę wyczekującą, a orzeczenie SN będzie nadawało kierunek ich działaniom. Oczekiwalibyśmy bardziej aktywnego zachowania patrząc na utrzymujący się negatywny dla banków trend w orzecznictwie sądów powszechnych i stały napływ nowych spraw. Poznaliśmy opinię RPO, RF, RPD ws. kredytów frankowych i zgodnie z oczekiwaniami były one negatywne dla sektora bankowego. Dla odmiany opinia KNFu w mniejszym stopniu skupiała się na aspektach prawnych, a w większym pokazywała mechanizmy i konsekwencje wyroku SN, skupiając się na kwestii stabilności systemu bankowego i roli banków w finansowaniu rozwoju. KNF wskazała również, że koszt kapitału jest naturalnym następstwem udzielenia kapitału, a kwestią do ustalenia pozostaje wysokość tego kosztu – opinia KNF zgodnie z oczekiwaniami była pozytywna dla banków. Cały czas czekamy na publikację opinii Prezesa NBP, aczkolwiek podkreślamy, że nie musi one zostać podane do wiadomości publicznej.
- W regionie wystartowaliśmy z cyklem podwyżek stóp procentowych. Zarówno w Czechach, jak i na Węgrzech bankierzy centralni zdecydowali o podniesieniu kosztu pieniądza i zgodnie z oczekiwaniami jest to pierwsza podwyżka w ramach cyklu. Podobna sytuacja ma miejsce w Rosji. W Polsce członkowie RPP są mocno podzieleni jeżeli chodzi o czas pierwszej podwyżki, ale na razie przewagę mają zwolennicy luźnej polityki monetarnej. Spodziewamy się, że pierwsza podwyżka nastąpi na początku 2022 roku i będzie oznaczała początek cyklu podwyżek do 1,50%, zaznaczamy jednak, że w okresie „zagrożenia” podwyżkami” wejdziemy w listopadzie 2021 roku. Oczywiście ewentualna czwarta fala COVID-19 i ponowne utrudnienia w niektórych sektorach gospodarki będą miały znaczenie jeżeli chodzi o skłonność RPP do podejmowania decyzji. Jeżeli chodzi o politykę monetarną ECB to mała podwyżka jest najwcześniej wyceniana na 2023 rok, zaznaczamy jednak, że jest to wycena obciążona dużą niepewnością i obecnie nie przywiązujemy do niej większej wagi. W kontekście ECB wskazujemy jeszcze na datę 23 lipca, kiedy to rada nadzorcza powinna podjąć decyzję w sprawie polityki dywidendowej dla banków strefy euro – zakładamy, że ograniczenie wypłat dywidendy będzie zniesione od 4Q'21

w przypadku najsilniejszych kapitałowo banków.

- **Kluczowe rekomendacje:** Bank Pekao (kupuj), BNP Paribas Bank Polska (kupuj), Kruk (akumuluj), Moneta Money Bank (kupuj)

### Chemia

- Wzrost cen nawozów w Europie oraz sody kalcynowanej w Chinach sprzyjają krótkoterminowo Grupie Azoty i Ciech. Wyzwaniem dla nich pozostają wzrosty cen gazu ziemnego, węgla koksującego i certyfikatów CO<sub>2</sub>. Reuters poinformował, że Komisja Europejska może się zdecydować na dalsze cięcia ilości darmowej alokacji certyfikatów CO<sub>2</sub>, co byłoby wyzwaniem dla Grupy Azoty i Ciech (obie spółki dostają odpowiednio 1,5 mln ton i ponad 4 mln ton darmowych uprawnień rocznie).
- Nie zmieniamy naszej neutralnej rekomendacji dla Grupy Azoty (ryzyko braku dywidendy przez kilka kolejnych lat z uwagi na konieczne inwestycje) oraz Ciech (spółka pozytywnie zaskoczyła wynikami za 1Q'21 oraz zadeklarowaną dywidendą za 2020 rok 3 PLN/akcja).
- Utrzymujemy nasze pozycjonowanie krajowego sektora na niedoważaj, preferując zagraniczne spółki jak Covestro i Fuchs Petrolub. Ciekawie ze względu na ekspozycję na wodor wyglądają Air Liquide i Linde.

### Surowce

- Po słabszym zachowaniu cen surowców w maju, w kolejnym miesiącu ceny znalazły się znów pod presją po ogłoszeniu przez FED ambitniejszej ścieżki podwyżek stóp w USA oraz informacjom jakoby Chiny miały uwolnić zapasy metali z rezerw strategicznych, aby przeciwdziałać wzrostowi cen. Przy wciąż gołębiemu podejściu ECB inwestorzy zaczęli obstawiać aprecjację dolara, co przełożyło się na spadki cen surowców. O ile pierwsze ogłoszone sprzedaże rezerw metali przez Chiny okazały się poniżej oczekiwań rynku (pozytywnie dla cen), to odczuwalny spadek aktywności w przemyśle w Chinach (relatywnie słaby odczyt PMI na lipiec) i rozprzestrzeniający się po świecie wariant Delta COVID-19 mogą wciąż ciężać spółkom surowcowym w lipcu.
- W długim terminie fundamenty dla miedzi pozostają optymistyczne. Z punktu widzenia podaży warto zwrócić uwagę na wygraną socjalisty Pedro Castilo na urząd prezydenta w Peru. Lewicowy kandydat planuje zwiększyć opodatkowanie dla sektora wydobywania, co przekładać się będzie na zniechęcenie do inwestycji w tym obszarze i wzrostu krajowej kosztu wydobywania na świecie. Równolegle w Chile nastroje zmierzają w kierunku zwiększenia obciążeń fiskalnych do kopalni (royalties 3% sprzedaży, a jeśli cena przekracza 4USD/lb to do budżetu idzie 75% nadwyżki ponad 4 USD/lb). W Ameryce Południowej dodatkowo po wyraźnych wzrostach cen metali pracownicy sektora wydobywczego żądają podwyżek płac. W Rosji z kolei planowane jest zwiększenie opodatkowania wydobywania miedzi i niklu. Nowe podatki na świecie zniechęcają spółki górnicze do nowych inwestycji mimo wysokich cen surowców.
- Obecnie problemem po stronie podaży jest brak znaczących na horyzoncie nowych projektów górniczych w zakresie wydobywania 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 Tolgoi 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.

- 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<sub>2</sub> 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 instalacji 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. Perspektywną 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).
- Ceny węgla koksującego w Australii wyraźnie odbijają podążając do poziomu 200 USD/t. Powodem jest duża aktywność kupujących z Europy, którzy z uwagi na wysokie ceny na Morzu Atlantycznym (ponad 220 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 400 USD/t. Argus donosi również, że ostatnie transakcje na koks realizowane w regionie Morza Czarnego przekraczają 450 USD/t.
- Ceny stali walcowanej na gorąco w regionie zagłębia Rudy w Niemczech wciąż utrzymują się powyżej 1 000 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. W późnej jesieni 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 połowie lipca Parlament Europejski może przedstawić mechanizmy działania ceł na import wyrobów stalowych do Europy od 2023 roku (Carbon TAX).
- **Kluczowe rekomendacje:** JSW (kupuj), KGHM (kupuj)

## Paliwa

- Oczekiwanie zacieśnienia bilansu na rynku ropy z/w na odbudowę popytu wywindowały ceny Brent >70 USD/bbl, co skłania nas do rewizji średniorocznego poziomu ceny surowca do 69 USD/Bbl (poprzednio 65 USD/Bbl). Niemniej jednak nadal uważamy, że w perspektywie końca roku pojawi się większa presja podażowa (kwoty OPEC plus zwiększenie eksportu z Iranu) i dlatego w kolejnych latach utrzymujemy założenie 60 USD/Bbl.
- Popyt na paliwa kontynuuje trend wzrostowy, aczkolwiek powrót do poziomów z 2019 roku jest nieco wolniejszy niż zakładaliśmy. Zapotrzebowanie na benzynę na kluczowym rynku amerykańskim utrzymuje się 5-6% poniżej referencyjnego poziomu sprzed pandemii, a zapasy paliwa rosły w ostatnich tygodniach wbrew sezonowym wzorcom (rafinerie zbyt agresywnie zwiększyły podaź). Na rynku europejskim zapasy diesla również odbiły od dolnego ograniczenia 5-letnich wahań. Ruch lotniczy się odbudowuje, ale wciąż w Europie jesteśmy 50% poniżej odczytów z 2019 roku (w maju było to jednak powyżej -60%), a globalnie liczba lotów komercyjnych jest niższa o 30% vs 2019 rok.
- W tym otoczeniu trudniej o wzrost marż rafineryjnych, choć odczyty YTD są nieco wyższe niż wcześniej zakładaliśmy z uwzględnieniem dyferencjału Ural/Brent i stąd korygujemy nasze średnioroczne założenia nieznacznie w górę. Oczekiwana normalizacja cen surowca i dalsza odbudowa konsumpcji/mobilności powinny pozwolić na realizację naszego scenariusza wzrostu benchmarku o 2 USD/Bbl w 2022 roku i kolejne 1,6 USD/Bbl w 2023 roku. 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 po nieco lepszym kwietniu maj przyniósł pogorszenie odczytów. W 2Q średnie rentowności na paliwach znów będą więc istotnie niższe r/r. Wysokie ceny hurtowe raczej nie będą sprzyjały odwróceniu tej tendencji w kolejnych miesiącach, szczególnie, że baza odniesienia jest bardzo wymagająca.
- W petrochemii pojawiają się pierwsze symptomy normalizacji, na razie przede wszystkim na monomerach, ale cracki polimerowe również odpadły już od majowych maksimów. Napięcia podażowe powoli są rozładowywane i zbliża się termin uruchomienia nowych instalacji, choć ceny frachtu kontenerowego nadal jeszcze utrzymują wysokie premie lądowe w Europie. Podtrzymujemy naszą opinię, że drugie półrocze będzie już mniej sprzyjające, jednak odczyty YTD skłoniły nas do rewizji w górę założeń średnich dla roku 2021.
- Ceny gazu wspięły się na nowe szczyty, co napędzają warunki pogodowe i bardzo niskie stany magazynowe w UE, zbliżone do poziomów z 2017-18 roku. W tym kontekście trudno oczekiwać sezonowych spadków notowań, co potwierdza aktualna krzywa terminowa. W poprzednim raporcie miesięcznym zaktualizowaliśmy naszą ścieżkę cenową 2021-23 średnio o 14% i teraz aplikujemy te założenia do modeli spółek paliwowych (wcześniej zrobiliśmy to w energetyce).
- Uwzględniając nowe scenariusze dla benchmarków paliwowych podwyższamy prognozy i wyceny dla wszystkich spółek z sektora (uwzględnia to także ekspansję mnożników w wycenie wskaźnikowej). Największy potencjał wzrostu dostrzegamy w przypadku MOL-a (najlepsza ekspozycja na aktualne trendy makro), podtrzymujemy również pozytywną rekomendację dla Lotosu. Oczekujemy odwrócenia dysparytetu na parze PGN/PKN (PGNiG akumuluj/Orlen redukuj).
- **Kluczowe rekomendacje:** Lotos (akumuluj), MOL (kupuj), PGNiG (akumuluj), PKN Orlen (redukuj)

## Energetyka

- Początek czerwca przyniósł korektę na rynku energii, ale obecnie ceny wróciły już do tegorocznych maksimów i roczny kontrakt w Niemczech oscyluje wokół 67 EUR/MWh. Ceny CO<sub>2</sub> utrzymują się powyżej 50 EUR/t, gdyż rynek dyskontuje założenia reformy systemu ETS, które mają być opublikowane przez komisję Europejską 14 lipca w ramach pakietu „Fit for 55”. Zwyżkom cen energii sprzyjały też rosnące ceny węgla i gazu, tak więc ostatni ruch na notowaniach wspiera marże czystych wytwórców, ale też tych o zintegrowanym łańcuchu wytwarzania.
- W Polsce ceny również reagują na wyższe koszty certyfikatów CO<sub>2</sub> i aktualnie kontrakt 1Y FWD zbliżył się do poziomu 350 PLN/MWh. Marże dla elektrowni węglowych odbudowały się i obecnie są ponad 10 PLN/MWh wyższe od minimów notowanych w kwietniu. Wysokie ceny sprzyjają przede wszystkim aktywom OZE funkcjonującym w oparciu o system zielonych certyfikatów. Warto w tym miejscu też zasygnalizować ryzyko dla segmentu obrotu związane z presją na marże na klientach końcowych w 2022 roku. Średni koszt pozyskania energii do portfela wzrasta r/r o ponad 100 PLN/MWh, co nie będzie proste do przeniesienia 1:1 na klienta, a dodatkowo znów mogą się pojawić populistyczne pomysły polityków mrożenia cen lub restrykcyjnej polityki URE.
- W temacie procesu transformacji sektora nie pojawiły się żadne nowe komunikaty, poza wątpliwościami zgłaszanymi przez prezesa URE w zakresie transparentności i modelu rynku po utworzeniu NABE. Naszym zdaniem przedstawiony przez MAP harmonogram całego procesu jest bardzo ambitny, a skala wyzwań regulacyjnych, finansowych, społecznych i organizacyjnych jest przez rynek niedoszacowana. Najbliższe miesiące mogą przynieść trochę turbulencji związanych z negocjacjami z KE ws. węgla czy tłaczmy się oporem organizacji związkowych. Nadal konsekwencje transformacji to szerokie pole do spekulacji. Nasze szacunki oparte na racjonalnej metodologii wyceny aktywów powiązanej z ich rentownością przedstawiliśmy w 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 ze mniejszościowemu akcjonariuszowi nie mają wystarczającej siły na WZA, aby blokować ewentualne niekorzystne dla siebie decyzje rządu.
- **Kluczowe rekomendacje:** CEZ (kupuj)

## Telekomunikacja, media, IT

- Pod koniec czerwca'21 Cyfrowy Polsat zaprosił akcjonariuszy posiadających pozostałe 86,3 mln akcji Netii (które reprezentowały 25,71% kapitału zakładowego i głosów na walnym zgromadzeniu) do ofert sprzedaży. W ramach ogłoszonego zaproszenia wstępnie złożono zapisy na 78,9 mln akcji, co oznacza, że Cyfrowy będzie kontrolować blisko 98% akcji spółki. Ze względu na istotnie ograniczony free float, kończymy pokrycie analityczne Netii.
- Sentymen 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 Polska (każda o 5 PLN, w trybie „more for more”). Spodziewamy się, że na taki ruch może odpowiedzieć Play, także podwyższając cennik.
- Rozwój wariantu Delta COVID-19 budzi ryzyko dla reklamy stacjonarnej i kin. W takich warunkach akcje WPL są naszym zdaniem lepszym wyborem niż walory AGO.
- **Kluczowe rekomendacje:** 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. Widmo podwyżek stóp procentowych w Polsce może przekładać się na umocnienie waluty i pogorszenie warunków dla eksporterów.
- W 1Q'21 73% spółek przemysłowych zanotowało poprawę r/r wyników finansowych. Naszym zdaniem momentum wynikowe pozostanie bardzo dobre w 2Q'21, w szczególności w przypadku eksporterów (Alumetal, Grupa Kęty, Forte, Mangata) i spółek stalowych (Cognor, Stalprodukt). Liczymy również na kolejny dobry kwartał w Astarce i Mo-BRUK.
- W krótkim terminie szybkie rozprzestrzenianie się wariantu Delta COVID-19 może sprzyjać Amice i Forte (spółki skorzystały na inwestycjach domowych po ogłoszeniu lockdown), z kolei pod presją mogą się znaleźć spółki cykliczne jak poddostawcy Automotive (Alumetal, Borszew, Mangata), czy producenci maszyn dla górnictwa (Famur).
- Krótkoterminowo warto zwrócić uwagę na poprawiające się wskaźniki nastrojów w meblarstwie w Niemczech oraz rosnące ceny płyty (co sprzyja Forte).
- 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, dywidenda i buyback – [patrz nasz komentarz](#)), Cognor (rekordowe spready na produkcji pręta żebrowanego po wzrostach cen stali; oczekiwane bliskie rekordów wyniki w 2021 roku – [patrz nasza rekomendacja](#)), Kernel (wyraźna poprawa wyników w 20/21 i 21/22, oczekiwany wzrost dywidend w przyszłości, przy okazji przeglądu miesięcznego podnosimy nasze całoroczne prognozy) i Mo-BRUK (warto powrócić do kupna akcji po lokalnej przecenie, liczymy na dobre wyniki 2Q'21 oraz 3Q'21, możliwe, że wkrótce naliczona kara Marszałka Województwa Dolnośląskiego zostanie zrewidowana w dół).
- Unikilibyśmy spółek Amica (niedoważaj) z uwagi na presję ze strony rosnących cen stali, kosztów frachtu morskiego, marketingu (więcej w naszym [komentarzu specjalnym](#) oraz [prognozie na 1Q'21](#)), a także PKP Cargo (w 2021 r. jedynie powolne odbudowywanie wolumenów, utrzymująca się ciągła presja kosztowa i inwestycyjna).
- Przy okazji bieżącego *Przeglądu miesięcznego* podwyższamy nasze prognozy dla Grupy Kęty po bardzo dobrych szacunkowych wynikach za 2Q'21. Ostatnie spadki cen akcji Mo-BRUK to okazja na zwiększenie alokacji na długi termin.
- **Kluczowe rekomendacje:** AC (przeważaj), Amica (niedoważaj), Astarta (przeważaj), Cognor (kupuj), Kernel (kupuj), Mo-BRUK (kupuj), PKP Cargo (sprzedaj)

## E-commerce

- Od 1 lipca zostały wprowadzone zmiany w opodatkowaniu VAT, z dokładnie zlikwidowano w całej UE zwolnienie z VAT od importu tzw. małych przesyłek o wartości do 22 EUR. Podwyżki cen dotkną również droższych zakupów. Od 1 lipca przesyłki przekraczające 150 EUR będą nie tylko objęte VAT-em, lecz również obowiązkiem pokrycia dodatkowych należności celnych. Dla serwisów e-commerce, a zwłaszcza na tych gdzie obrót odbywa się w znacznej mierze towarami produkowanymi poza UE, oznacza to potencjalne ryzyko. Droższe towary mogą przełożyć się na niższy popyt i większe zainteresowanie towarami z UE.
- GUS opublikował dane o polskim handlu za maj'21. Nominalna sprzedaż e-commerce wzrosła o ponad 19% r/r. Penetracja e-commerce wyniosła 9,1% (stabilny stan r/r). Dane za maj'21 mogą nieco rozczarować polskich inwestorów e-commerce. Wyraźnie widać powrót do galerii handlowych. Maj'21 był pierwszym miesiącem po trzeciej fali pandemii i dynamika wzrostu handlu elektronicznego i stacjonarnego była na tym samym poziomie. Dane za maj'21 powinny pokazać inwestorom, że e-commerce szybko się rozwija, ale prognozy po pandemii powinny być sporządzane rozsądnie.
- Z drugiej strony rozwój wariantu Delta COVID-19 oraz spowolnienie tempa szczepień niosą ryzyko kolejnych ograniczeń w handlu stacjonarnym od września'21. To czynnik, który będzie wspierać sentyment do spółek e-commerce i naszym zdaniem przyczyna wzrostu kursu Allegro w ostatnich dniach. Ten wzrost wykorzystalibyśmy do wyjścia z inwestycji w akcje ALE. Podtrzymujemy nasze niekonsensusowe, negatywne podejście do spółki.
- **Kluczowe rekomendacje:** Allegro (sprzedaj)

## Handel

- W czerwcu 2021 r. szacowane przychody ze sprzedaży TIM (jednostka) wyniosły 109,9 mln PLN, co oznacza wzrost r/r o 46%. W rozbiciu segmentowym sprzedaż online wzrosła r/r o 40% (do 75,3 mln PLN), a offline o 62% (do 34,6 mln PLN; w czerwcu 2020 sprzedaż offline wykazała ujemną 16% dynamikę). Wskaźniki średniej dziennej sprzedaży wyniosły 3,58 mln PLN dla online i 1,65 mln PLN dla offline. Czerwiec w 2021 r. miał tyle samo dni roboczych co w roku ubiegłym. Wynik czerwca jest powyżej naszych założeń i implikuje potencjał bardzo dobrych wyników całego kwartału. Dane jednostkowe wraz z naszą prognozą dla 3LP wskazują, że w 2Q'21 cała Grupa osiągnęła sprzedaż na poziomie ponad 325 mln PLN, co oznacza prawie 30% r/r wzrostu przychodów (a korygując o sprzedane Rotopino prawie 40% r/r). Tak wysokie kwartalne przychody w połączeniu z oczekiwaną przez nas dobrą rentownością wskazują na świetny wynik operacyjny (historycznie w 2Q Grupa wykazywała wyższą rentowność niż w 1Q). Dodatkowo, rok temu wynik netto został wsparty księgowym przeszacowaniem zadłużenia FX w wysokości +1,3 mln PLN, a adekwatną pozycję w 2Q'21 szacujemy na poziomie ok. +2,1 mln PLN. Naszym zdaniem wyniki 2Q'21 będą rekordowe w historii spółki. TIM od dłuższego czasu pozostaje jednym z naszych top picków. Wysokie dynamiki sprzedażowe potwierdzają pozytywne otoczenie dla spółki i sprawiają, że nasze całoroczne prognozy dla TIM oraz konsensus wymagają zdecydowanej aktualizacji.
- **Kluczowe rekomendacje:** TIM (przeważaj)

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

| vs.            | 2018 |    |    |    | 2019 |    |    |    | 2020 |    |    |    | 21 | +/- |
|----------------|------|----|----|----|------|----|----|----|------|----|----|----|----|-----|
| konsensus      | 1Q   | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q   | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q   | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q |     |
| in minus       | 8    | 11 | 13 | 22 | 11   | 13 | 15 | 20 | 21   | 9  | 7  | 12 | 8  | 170 |
| brak zaskoczeń | 32   | 18 | 23 | 20 | 28   | 26 | 26 | 15 | 13   | 15 | 24 | 18 | 11 | 269 |
| in plus        | 16   | 28 | 22 | 18 | 22   | 23 | 23 | 29 | 30   | 40 | 36 | 30 | 38 | 355 |
| suma           | 56   | 57 | 58 | 60 | 61   | 62 | 64 | 64 | 64   | 64 | 67 | 60 | 57 | 794 |
| in minus (%)   | 14   | 19 | 22 | 37 | 18   | 21 | 23 | 31 | 33   | 14 | 10 | 20 | 14 | 21  |
| in plus (%)    | 29   | 49 | 38 | 30 | 36   | 37 | 36 | 45 | 47   | 63 | 54 | 50 | 67 | 45  |

Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank

| vs.            | 2018 |    |    |    | 2019 |    |    |    | 2020 |    |    |    | 21 | +/- |
|----------------|------|----|----|----|------|----|----|----|------|----|----|----|----|-----|
| r/r            | 1Q   | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q   | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q   | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q |     |
| in minus       | 26   | 19 | 17 | 22 | 24   | 29 | 23 | 22 | 32   | 39 | 31 | 25 | 15 | 324 |
| brak zaskoczeń | 8    | 11 | 10 | 6  | 9    | 10 | 6  | 9  | 8    | 5  | 8  | 4  | 6  | 100 |
| in plus        | 33   | 38 | 41 | 40 | 35   | 29 | 39 | 37 | 28   | 24 | 30 | 31 | 36 | 441 |
| suma           | 67   | 68 | 68 | 68 | 68   | 68 | 68 | 68 | 68   | 68 | 69 | 60 | 57 | 865 |
| in minus (%)   | 39   | 28 | 25 | 32 | 35   | 43 | 34 | 32 | 47   | 57 | 45 | 42 | 26 | 37  |
| in plus (%)    | 49   | 56 | 60 | 59 | 51   | 43 | 57 | 54 | 41   | 35 | 43 | 52 | 63 | 51  |

## Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu

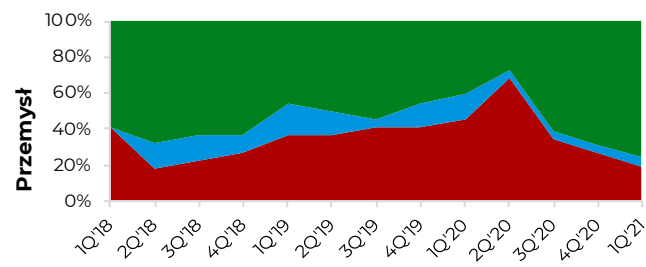
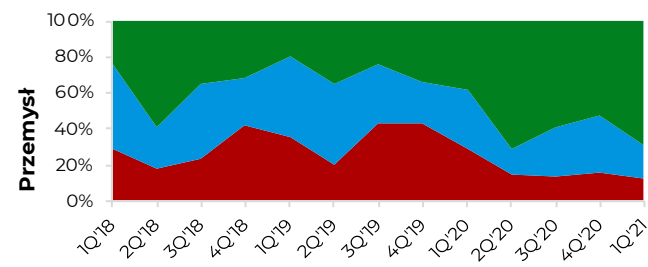
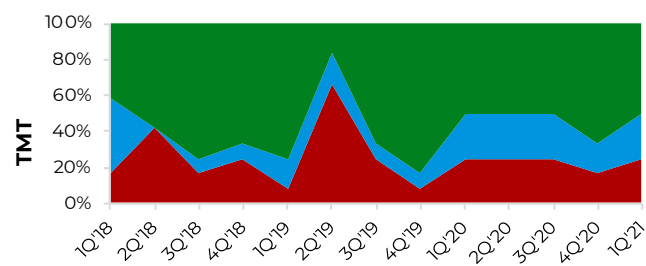
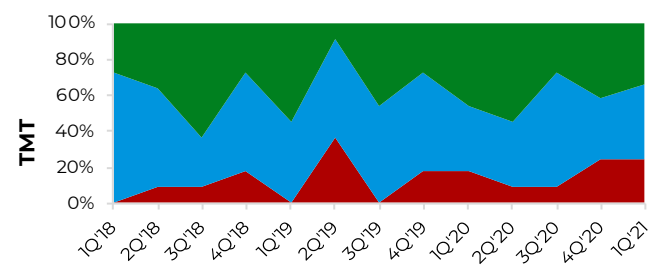
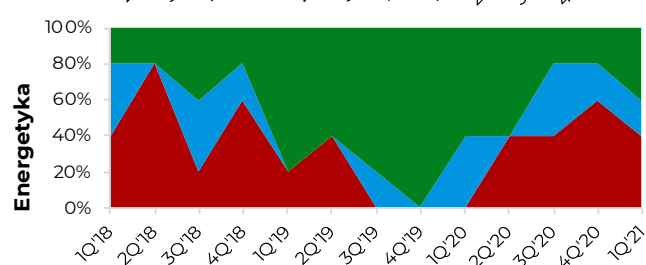
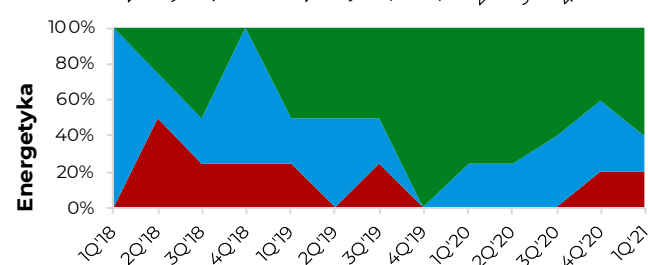
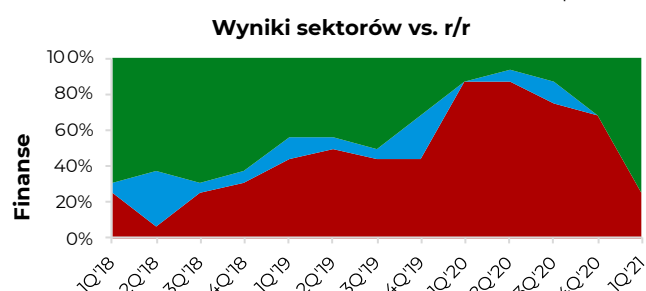
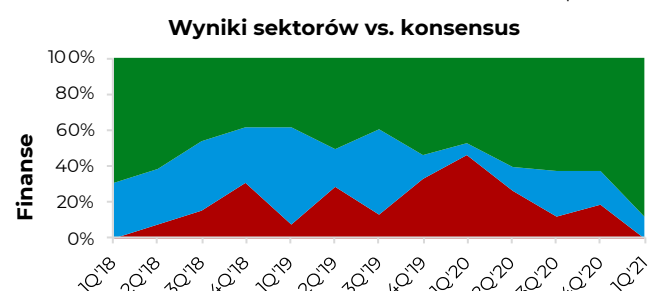
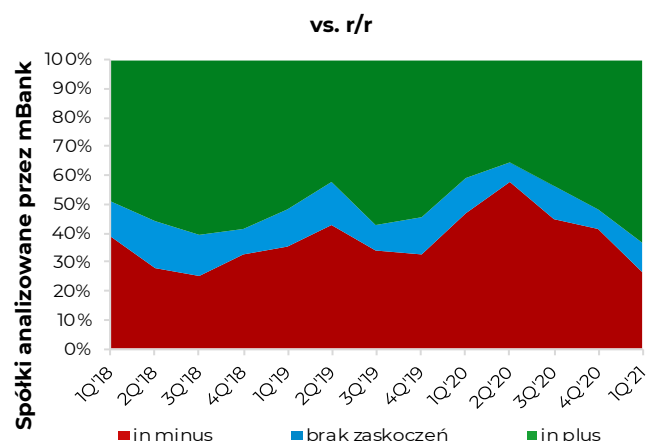
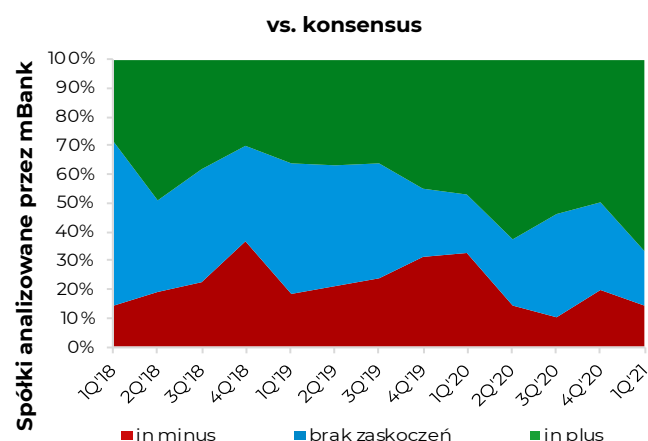
| Sektor                      |                        | Rynek polski                                                                         | Rynek amerykański                                                                        | Rynek europejski                                                   |
|-----------------------------|------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|
|                             | <b>SENTYMENT</b>       | <b>POZYTYWNY</b>                                                                     | <b>POZYTYWNY</b>                                                                         | <b>POZYTYWNY</b>                                                   |
|                             | <b>Spółki na plus</b>  | PEO, BNP BPL, KRU                                                                    | JPM US, BAC US, WFC US, MS US, GS US                                                     | EBS, MONET                                                         |
| <b>Finanse</b>              | <b>Spółki na minus</b> |                                                                                      |                                                                                          |                                                                    |
|                             | Kluczowe katalizatory: | Wyniki za 2Q'21                                                                      | Perspektywa powrotu do wypłat dywidend i buybacków w największych bankach                | Podwyżki stóp w regionie                                           |
|                             | <b>SENTYMENT</b>       | <b>NEGATYWNY</b>                                                                     | <b>POZYTYWNY</b>                                                                         | <b>POZYTYWNY</b>                                                   |
| <b>Chemia</b>               | <b>Spółki na plus</b>  | CIE                                                                                  | DOW US, APD US, ASH US, LYB US                                                           | LIN GY, ICOV GY, FPE3 GY, SDF GY                                   |
|                             | <b>Spółki na minus</b> | ATT                                                                                  |                                                                                          | YAR NO                                                             |
|                             | Kluczowe katalizatory: |                                                                                      | Wzrosty cen surowców, CO <sub>2</sub>                                                    |                                                                    |
|                             | <b>SENTYMENT</b>       | <b>NEUTRALNY</b>                                                                     | <b>NEUTRALNY</b>                                                                         | <b>NEUTRALNY</b>                                                   |
| <b>Surowce</b>              | <b>Spółki na plus</b>  | JSW, KGH                                                                             | ALB US, PLL US, LTHM US                                                                  | OQII UK, AA US, ANTO US, MT US, BFS A GY, FCX US                   |
|                             | <b>Spółki na minus</b> |                                                                                      | FCX US, A US                                                                             |                                                                    |
|                             | Kluczowe katalizatory: | Wzrost zachorowań na wariant Delta COVID-19 chłodzi sentyment do spółek wydobywczych |                                                                                          |                                                                    |
|                             | <b>SENTYMENT</b>       | <b>POZYTYWNY</b>                                                                     | <b>POZYTYWNY</b>                                                                         | <b>POZYTYWNY</b>                                                   |
| <b>Paliwa</b>               | <b>Spółki na plus</b>  | LTS, MOL, PGN                                                                        | VLO US, PSX US, GTLS US, BKR US, LNG US, CHX US                                          | TUPRAS, MOTOR OIL                                                  |
|                             | <b>Spółki na minus</b> | PKN                                                                                  |                                                                                          |                                                                    |
|                             | Kluczowe katalizatory: | Wysokie ceny gazu, odbicie marż rafineryjnych i normalizacja w petchem               | Wysokie ceny ropy, mniejszy o oczekiwani wzrost wydobycia przez OPEC+                    | Odbicie marż rafineryjnych na powrocie pełnej mobilności w sezonie |
|                             | <b>SENTYMENT</b>       | <b>NEUTRALNY</b>                                                                     | <b>NEUTRALNY</b>                                                                         | <b>NEUTRALNY</b>                                                   |
| <b>Energetyka</b>           | <b>Spółki na plus</b>  | CEZ                                                                                  | VST US, AES US, AWK US, EVRG US, AEP US                                                  | RWE GY, EOAN GY, EDP PL, EDPR PL, ORSTED DC                        |
|                             | <b>Spółki na minus</b> |                                                                                      | HE US, ED US                                                                             |                                                                    |
|                             | Kluczowe katalizatory: | Wysokie ceny energii i CO <sub>2</sub> , negatywny newsflow z procesu transformacji  |                                                                                          | Rosnące ceny CO <sub>2</sub>                                       |
|                             | <b>SENTYMENT</b>       | <b>NEUTRALNY</b>                                                                     | <b>NEUTRALNY</b>                                                                         |                                                                    |
| <b>Telekomy</b>             | <b>Spółki na plus</b>  | OPL                                                                                  | TMUS US, CMCSA US                                                                        |                                                                    |
|                             | <b>Spółki na minus</b> |                                                                                      | DLR US, COR US                                                                           |                                                                    |
|                             | Kluczowe katalizatory: | Joint venture z APG - budowa sieci FTTx (+)                                          |                                                                                          |                                                                    |
|                             | <b>SENTYMENT</b>       | <b>NEUTRALNY</b>                                                                     | <b>POZYTYWNY</b>                                                                         | <b>NEUTRALNY</b>                                                   |
| <b>Media</b>                | <b>Spółki na plus</b>  | WPL                                                                                  | DIS US, FB US, NFLX US, GOOGL US                                                         | EVD GY                                                             |
|                             | <b>Spółki na minus</b> |                                                                                      |                                                                                          | G24 GY                                                             |
|                             | Kluczowe katalizatory: | Rozwój wariantu Delta może być pozytywny dla reklamy cyfrowej                        | Rozwój wariantu Delta może skłonić do zostawania w domu                                  |                                                                    |
|                             | <b>SENTYMENT</b>       | <b>POZYTYWNY</b>                                                                     | <b>POZYTYWNY</b>                                                                         | <b>POZYTYWNY</b>                                                   |
| <b>IT</b>                   | <b>Spółki na plus</b>  | ACP, CMR                                                                             | NVDA US, AMAT US, MSFT US, LRCX US, CSCO US, KLA US,                                     | ASML NA, IFX GY                                                    |
|                             | <b>Spółki na minus</b> |                                                                                      |                                                                                          |                                                                    |
|                             | Kluczowe katalizatory: | Atrakcyjne wyceny i pozytywne momentum wynikowe                                      | Dobry outlook na resztę roku                                                             |                                                                    |
|                             | <b>SENTYMENT</b>       | <b>NEUTRALNY</b>                                                                     | <b>NEUTRALNY</b>                                                                         | <b>NEUTRALNY</b>                                                   |
| <b>Przemysł</b>             | <b>Spółki na plus</b>  | ACG, AST, COG, FTE, KER, MBR                                                         | CAT US, PDL US, CSX US, CMI US, LUV US                                                   | ENR GY, SGRE SM                                                    |
|                             | <b>Spółki na minus</b> | AMC, FMF, PKP                                                                        |                                                                                          | VWS DC                                                             |
|                             | Kluczowe katalizatory: | Wysokie PMI, sprzyjająca słaba PLN, wzrost cen surowców                              | Wysokie PMI, wzrost cen surowców                                                         |                                                                    |
|                             | <b>SENTYMENT</b>       | <b>NEUTRALNY</b>                                                                     | <b>NEUTRALNY</b>                                                                         | <b>NEUTRALNY</b>                                                   |
| <b>Automotive</b>           | <b>Spółki na plus</b>  |                                                                                      | GM US, F US, TSLA US, MGA US, APTV US, CRNC US                                           | STLA IM, FR FP, DAI GY                                             |
|                             | <b>Spółki na minus</b> | AML, BRS, MGT                                                                        |                                                                                          | BMW GY                                                             |
|                             | Kluczowe katalizatory: |                                                                                      | Delta COVID-19 negatywny dla sprzedaży aut                                               |                                                                    |
|                             | <b>SENTYMENT</b>       |                                                                                      | <b>NEUTRALNY</b>                                                                         | <b>NEUTRALNY</b>                                                   |
| <b>Konsument cykliczny</b>  | <b>Spółki na plus</b>  |                                                                                      | TSCO US, GOOS US, LEVI US, NKE US, HD US, TPR US, AAP US, KMJ US, AZO US, FL US, BBY US, | HFG GY, TUII GY, ADS GY, PUM GY, BOSS GY                           |
|                             | <b>Spółki na minus</b> |                                                                                      |                                                                                          | DHER GY                                                            |
|                             | Kluczowe katalizatory: |                                                                                      | Rozwój wariantu Delta może osłabić sentyment do sprzedawców brick-and-mortar             |                                                                    |
|                             | <b>SENTYMENT</b>       |                                                                                      | <b>POZYTYWNY</b>                                                                         | <b>POZYTYWNY</b>                                                   |
| <b>Konsument defensywny</b> | <b>Spółki na plus</b>  |                                                                                      | EL US, CL US, KO US                                                                      | HEN3 GY                                                            |
|                             | <b>Spółki na minus</b> |                                                                                      | PG US                                                                                    |                                                                    |
|                             | Kluczowe katalizatory: |                                                                                      |                                                                                          |                                                                    |

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

| vs.                    | 2018 |    |    |    | 2019 |    |    |    | 2020 |    |    |    | 21 | +/-  |
|------------------------|------|----|----|----|------|----|----|----|------|----|----|----|----|------|
| konsensus              | 1Q   | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q   | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q   | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q |      |
| <b>Finanse</b>         |      |    |    |    |      |    |    |    |      |    |    |    |    |      |
| 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%  |
| <b>Chemia</b>          |      |    |    |    |      |    |    |    |      |    |    |    |    |      |
| Ciech                  | =    | +  | =  | -  | =    | =  | =  | +  | -    | +  | +  | -  | +  | 77%  |
| Grupa Azoty            | =    | -  | -  | +  | +    | =  | +  | +  | +    | =  | =  | +  | -  | 77%  |
| <b>Surowce</b>         |      |    |    |    |      |    |    |    |      |    |    |    |    |      |
| JSW                    | =    | +  | =  | -  | +    | +  | +  | +  | -    | =  | =  | +  | -  | 77%  |
| KGHM                   | =    | +  | -  | -  | +    | =  | +  | +  | -    | +  | =  | =  | +  | 69%  |
| <b>Paliwa</b>          |      |    |    |    |      |    |    |    |      |    |    |    |    |      |
| Lotos                  | -    | +  | =  | -  | =    | =  | -  | -  | -    | +  | +  | +  | +  | 54%  |
| MOL                    | =    | =  | +  | +  | =    | +  | =  | +  | +    | +  | +  | =  | +  | 100% |
| PGNiG                  | -    | +  | -  | -  | =    | +  | -  | +  | +    | =  | +  | +  | +  | 69%  |
| PKN Orlen              | =    | -  | =  | +  | =    | +  | =  | -  | +    | +  | +  | +  | +  | 85%  |
| <b>Energetyka</b>      |      |    |    |    |      |    |    |    |      |    |    |    |    |      |
| CEZ                    | =    | -  | +  | +  | =    | +  | -  | +  | +    | +  | +  | =  | -  | 77%  |
| Enea                   | =    | -  | =  | =  | +    | +  | +  | +  | +    | +  | +  | +  | =  | 92%  |
| PGE                    | =    | =  | -  | -  | -    | =  | =  | +  | =    | +  | +  | +  | +  | 77%  |
| Polenergia             |      |    |    |    |      |    |    |    |      |    |    |    | +  | 67%  |
| Tauron                 | =    | +  | +  | =  | +    | =  | +  | +  | +    | +  | +  | +  | +  | 100% |
| <b>Telekomunikacja</b> |      |    |    |    |      |    |    |    |      |    |    |    |    |      |
| Cyfrowy                | +    | =  | =  | =  | =    | =  | =  | =  | =    | =  | =  | =  | =  | 100% |
| Netia                  | =    | =  | =  | =  | =    | +  | =  | =  | =    | =  | =  | =  | =  | 100% |
| Orange PL              | =    | +  | +  | +  | =    | =  | =  | +  | +    | +  | =  | +  | +  | 100% |
| <b>Media</b>           |      |    |    |    |      |    |    |    |      |    |    |    |    |      |
| Agora                  | =    | +  | +  | +  | +    | -  | +  | +  | +    | +  | +  | -  | +  | 77%  |
| Wirtualna              | =    | =  | =  | =  | =    | =  | =  | =  | -    | +  | +  | +  | +  | 92%  |
| <b>IT</b>              |      |    |    |    |      |    |    |    |      |    |    |    |    |      |
| Aiellon                | =    | =  | -  | -  | +    | -  | =  | -  | -    | +  | -  | -  | =  | 46%  |
| Asseco BS              | =    | =  | +  | +  | =    | =  | +  | +  | =    | +  | =  | =  | =  | 100% |
| Asseco PL              | +    | +  | +  | =  | +    | =  | +  | +  | +    | +  | +  | +  | +  | 100% |
| Asseco SEE             | =    | +  | +  | +  | =    | +  | +  | +  | +    | +  | +  | +  | +  | 100% |
| Atende                 | =    | -  | +  | -  | +    | -  | =  | =  | =    | +  | +  | +  | +  | 69%  |
| Comarch                | +    | +  | +  | +  | +    | +  | +  | -  | +    | +  | +  | +  | =  | 77%  |
| Sygnity                |      |    |    |    |      |    |    |    |      |    |    |    | -  | 0%   |
| <b>Przemysł</b>        |      |    |    |    |      |    |    |    |      |    |    |    |    |      |
| 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%  |
| <b>E-commerce</b>      |      |    |    |    |      |    |    |    |      |    |    |    |    |      |
| Allegro                |      |    |    |    |      |    |    |    |      |    |    |    | =  | 100% |
| <b>Handel</b>          |      |    |    |    |      |    |    |    |      |    |    |    |    |      |
| TIM                    |      |    |    |    | +    | +  | +  | -  | =    | +  | +  | +  | +  | 90%  |

| vs.             | 2018 |    |    |    | 2019 |    |    |    | 2020 |    |    |    | 21 | +/-  |
|-----------------|------|----|----|----|------|----|----|----|------|----|----|----|----|------|
| r/r             | 1Q   | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q   | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q   | 2Q | 3Q | 4Q | 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         | =    | -  | =  | -  | =    | =  | =  | =  | =    | -  | +  | +  | +  | 85%  |
| Netia           | =    | -  | -  | -  | -    | -  | -  | +  | =    | =  | -  | =  | =  | 46%  |
| Orange PL       | =    | -  | -  | +  | =    | =  | +  | +  | +    | +  | -  | =  | +  | 92%  |
| Media           |      |    |    |    |      |    |    |    |      |    |    |    |    |      |
| Agora           | -    | -  | +  | +  | +    | -  | +  | +  | +    | +  | -  | -  | -  | 46%  |
| Wirtualna       | +    | +  | +  | +  | +    | +  | +  | +  | +    | -  | -  | +  | +  | 77%  |
| IT              |      |    |    |    |      |    |    |    |      |    |    |    |    |      |
| Aiellon         | =    | +  | -  | -  | +    | -  | -  | +  | -    | +  | +  | +  | +  | 62%  |
| Asseco BS       | +    | +  | +  | +  | +    | -  | +  | +  | =    | =  | =  | +  | =  | 92%  |
| Asseco PL       | +    | +  | +  | +  | +    | +  | +  | -  | +    | +  | +  | +  | +  | 85%  |
| Asseco SEE      | +    | +  | +  | +  | +    | +  | +  | +  | +    | +  | +  | +  | +  | 100% |
| Atende          | -    | -  | +  | -  | +    | -  | -  | +  | -    | +  | +  | +  | +  | 46%  |
| Comarch         | =    | +  | +  | +  | +    | -  | +  | +  | +    | +  | =  | +  | =  | 92%  |
| Sygnity         | +    | +  | +  | +  | +    | -  | +  | +  | +    | +  | +  | -  | -  | 77%  |
| 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% |

# Zaskoczenia na wynikach wszystkich spółek analizowanych przez mBank oraz wybranych sektorów



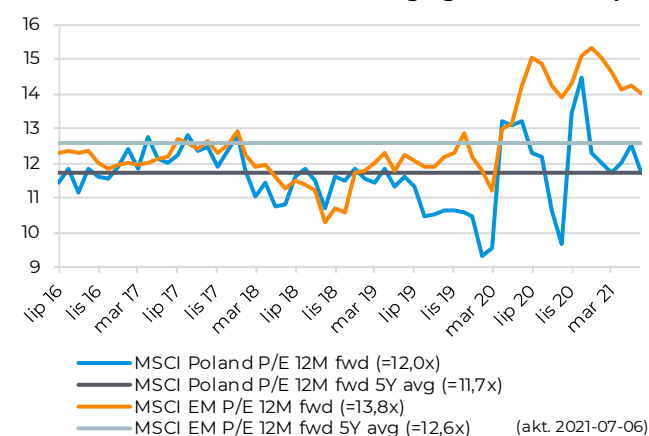
Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank

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

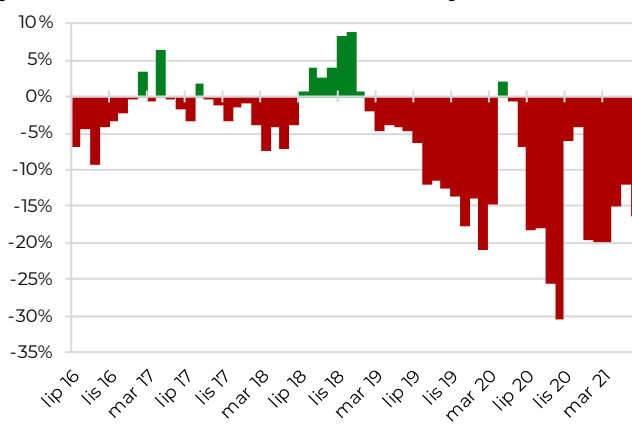
| cze 20=0 | WIG30 |       | Finanse |       | Paliwa |       | Energetyka |       | Handel |       | TMT   |       | Chemia |       | Surowce |        |
|----------|-------|-------|---------|-------|--------|-------|------------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|---------|--------|
|          | Kons. | mBank | Kons.   | mBank | Kons.  | mBank | Kons.      | mBank | Kons.  | mBank | Kons. | mBank | Kons.  | mBank | Kons.   | mBank  |
| lip 20   | -6%   | +8%   | -12%    | +0%   | -6%    | +6%   | -6%        | +0%   | -11%   | -0%   | +1%   | +5%   | -57%   | +0%   | +50%    | +331%  |
| sie 20   | -3%   | +8%   | -12%    | +0%   | -3%    | +7%   | -5%        | +0%   | -11%   | -0%   | +1%   | +5%   | -57%   | -53%  | +88%    | +311%  |
| wrz 20   | -4%   | +7%   | -12%    | -1%   | -6%    | +7%   | -5%        | +0%   | -19%   | -0%   | +0%   | +5%   | -57%   | -53%  | +95%    | +262%  |
| paź 20   | -7%   | +9%   | -19%    | -1%   | -13%   | +7%   | +3%        | +0%   | -24%   | +1%   | -0%   | +17%  | -21%   | -53%  | +107%   | +236%  |
| lis 20   | -5%   | +20%  | -18%    | +8%   | -15%   | +18%  | -26%       | -27%  | -17%   | +22%  | +32%  | +38%  | -21%   | +5%   | +128%   | +567%  |
| gru 20   | -0%   | +17%  | -10%    | +8%   | -19%   | +18%  | -21%       | -27%  | -9%    | +22%  | +24%  | +20%  | -55%   | +5%   | +168%   | +567%  |
| sty 21   | +1%   | +18%  | -9%     | +8%   | -20%   | +18%  | -26%       | -27%  | -6%    | +22%  | +22%  | +20%  | -59%   | -6%   | +194%   | +567%  |
| lut 21   | +1%   | +20%  | -6%     | +8%   | -21%   | +18%  | -23%       | -27%  | -20%   | +22%  | +19%  | +20%  | -59%   | -6%   | +197%   | +644%  |
| mar 21   | +2%   | +30%  | -4%     | +11%  | -17%   | +11%  | -25%       | -33%  | -31%   | +91%  | +9%   | +4%   | -59%   | +133% | +234%   | +10,9x |
| kwi 21   | +4%   | +5%   | -8%     | -22%  | -2%    | +11%  | -20%       | -33%  | -22%   | -     | +7%   | -15%  | -9%    | +164% | +193%   | +10,9x |
| maj 21   | +15%  | +10%  | +12%    | -22%  | +1%    | +11%  | -19%       | -21%  | -23%   | -     | +7%   | -15%  | +38%   | +164% | +230%   | +11,9x |
| cze 21   | +23%  | +25%  | +20%    | -21%  | +2%    | +85%  | -13%       | -21%  | -29%   | -     | +26%  | -15%  | +19%   | +164% | +258%   | +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

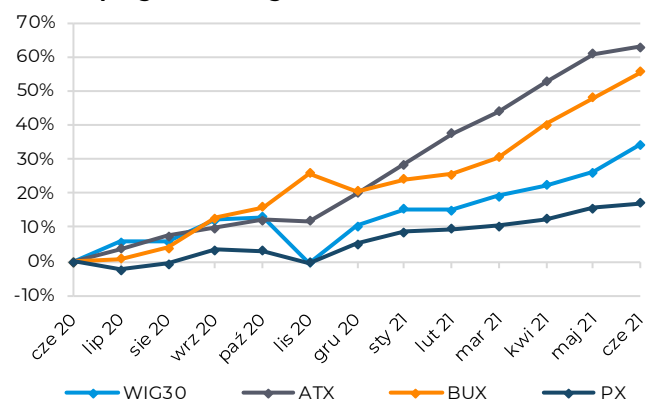


Źródło: Bloomberg, mBank



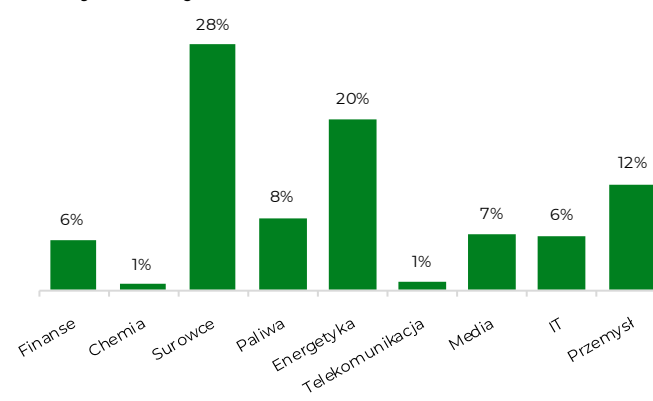
Źródło: Bloomberg, mBank

## Zmiana prognozowanego EPS 12M fwd



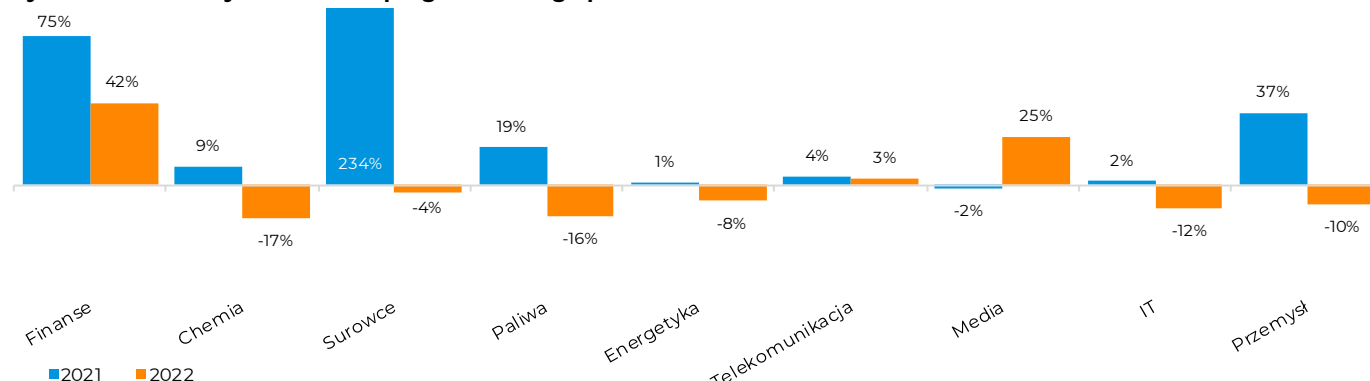
Źródło: Bloomberg, mBank

## 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 <sup>2</sup> |   |   | TP                 | mBank/   | ZN mBank/kons. |       |      | EBITDA mBank/kons. |      |       | Liczba |
|-----------------------|--------------|--------------------|---------------------------|---|---|--------------------|----------|----------------|-------|------|--------------------|------|-------|--------|
|                       | mBank        | mBank <sup>1</sup> | ▲                         | ► | ▼ | kons. <sup>3</sup> | kons. TP | 2021           | 2022  | 2023 | 2021               | 2022 | 2023  |        |
| Finanse               |              |                    |                           |   |   |                    |          |                |       |      |                    |      |       |        |
| Alior Bank            | akumuluj     | 30,00              | 5                         | 8 | 2 | 28,39              | +5,7%    | -31%           | -28%  | -24% |                    |      |       | 8      |
| BNP Paribas Polska    | kupuj        | 90,00              | 6                         | 3 | 0 | 75,60              | +19,0%   | -41%           | +14%  | +19% |                    |      |       | 3      |
| Handlowy              | akumuluj     | 49,50              | 3                         | 6 | 3 | 41,68              | +18,8%   | +28%           | +15%  | +16% |                    |      |       | 4      |
| ING BSK               | akumuluj     | 190,00             | 9                         | 3 | 1 | 190,68             | -0,4%    | -7%            | -7%   | -10% |                    |      |       | 4      |
| Millennium            | trzymaj      | 4,20               | 5                         | 5 | 4 | 4,49               | -6,5%    | -              | -25%  | -32% |                    |      |       | 5      |
| Pekao                 | kupuj        | 102,00             | 11                        | 6 | 2 | 93,56              | +9,0%    | -19%           | -3%   | -5%  |                    |      |       | 10     |
| PKO BP                | kupuj        | 40,66              | 12                        | 4 | 2 | 40,56              | +0,2%    | -4%            | -8%   | -12% |                    |      |       | 7      |
| Santander Bank Polska | kupuj        | 283,70             | 5                         | 9 | 2 | 245,89             | +15,4%   | -              | +13%  | -2%  |                    |      |       | 6      |
| Komercni Banka        | akumuluj     | 804,77             | 11                        | 8 | 0 | 829,25             | -3,0%    | -4%            | +10%  | +14% |                    |      |       | 9      |
| Moneta Money Bank     | kupuj        | 95,50              | 8                         | 2 | 0 | 95,53              | -0,0%    | +1%            | -1%   | +14% |                    |      |       | 4      |
| Erste Group           | akumuluj     | 34,06              | 14                        | 7 | 1 | 35,10              | -3,0%    | +19%           | +19%  | +16% |                    |      |       | 14     |
| RBI                   | akumuluj     | 21,00              | 13                        | 5 | 3 | 21,40              | -1,8%    | -11%           | -17%  | -24% |                    |      |       | 13     |
| OTP Bank              | trzymaj      | 15 143             | 12                        | 5 | 0 | 17 525             | -13,6%   | -5%            | -6%   | -    |                    |      |       | 15     |
| PZU                   | akumuluj     | 40,63              | 9                         | 3 | 0 | 39,56              | +2,7%    | +5%            | +3%   | -1%  |                    |      |       | 6      |
| Kruk                  | akumuluj     | 288,46             | 3                         | 1 | 4 | 232,35             | +24,1%   | +4%            | +4%   | +2%  |                    |      |       | 2      |
| GPW                   | trzymaj      | 44,48              | 2                         | 4 | 1 | 50,20              | -11,4%   | +16%           | +9%   | +8%  | +8%                | +3%  | +6%   | 3/2    |
| Chemia                |              |                    |                           |   |   |                    |          |                |       |      |                    |      |       |        |
| Ciech                 | trzymaj      | 47,47              | 6                         | 3 | 0 | 44,21              | +7,4%    | +17%           | -0%   | -0%  | +5%                | -3%  | +0%   | 4/3    |
| Grupa Azoty           | trzymaj      | 34,74              | 2                         | 3 | 3 | 34,85              | -0,3%    | -4%            | -91%  | -18% | -1%                | -24% | +10%  | 2/2    |
| Surowce               |              |                    |                           |   |   |                    |          |                |       |      |                    |      |       |        |
| JSW                   | kupuj        | 48,09              | 2                         | 0 | 6 | 23,18              | +107,4%  | +306%          | +117% | -    | +28%               | +16% | +142% | 3/2    |
| KGHM                  | kupuj        | 245,39             | 7                         | 4 | 3 | 212,00             | +15,8%   | +15%           | +9%   | +38% | +6%                | +3%  | +21%  | 10/9   |
| Paliwa                |              |                    |                           |   |   |                    |          |                |       |      |                    |      |       |        |
| Lotos                 | akumuluj     | 60,75              | 6                         | 5 | 1 | 57,07              | +6,5%    | -11%           | -47%  | -20% | +1%                | -22% | -13%  | 5/7    |
| MOL                   | kupuj        | 2 816,0            | 5                         | 9 | 0 | 2 558,5            | +10,1%   | -1%            | -57%  | -36% | +3%                | -22% | -13%  | 9/8    |
| PGNiG                 | akumuluj     | 7,45               | 5                         | 5 | 0 | 6,97               | +6,9%    | +29%           | +1%   | -4%  | +20%               | +3%  | +3%   | 6/5    |
| PKN Orlen             | redukuj      | 70,59              | 7                         | 6 | 4 | 75,19              | -6,1%    | +4%            | -71%  | -57% | +10%               | -26% | -20%  | 11/11  |
| Energetyka            |              |                    |                           |   |   |                    |          |                |       |      |                    |      |       |        |
| CEZ                   | kupuj        | 722,14             | 7                         | 6 | 1 | 631,82             | +14,3%   | -4%            | +1%   | +2%  | -0%                | -0%  | +0%   | 7/6    |
| Enea                  | zawieszona   | -                  | 6                         | 2 | 0 | 10,88              | -        | +13%           | +10%  | +20% | +1%                | +0%  | +25%  | 4/3    |
| PGE                   | zawieszona   | -                  | 5                         | 5 | 0 | 10,14              | -        | +10%           | -63%  | -33% | +1%                | -9%  | +11%  | 6/5    |
| Polenergia            | trzymaj      | 78,59              | 1                         | 3 | 0 | 74,47              | +5,5%    | +13%           | -5%   | +8%  | +6%                | -4%  | +4%   | 2/2    |
| Tauron                | zawieszona   | -                  | 8                         | 1 | 0 | 4,39               | -        | +12%           | -17%  | -20% | +6%                | +3%  | +0%   | 4/3    |
| Telekomunikacja       |              |                    |                           |   |   |                    |          |                |       |      |                    |      |       |        |
| Cyfrowy Polsat        | trzymaj      | 27,90              | 10                        | 3 | 1 | 32,26              | -13,5%   | -38%           | +3%   | +5%  | -38%               | +12% | +11%  | 4/5    |
| Orange Polska         | kupuj        | 8,20               | 6                         | 7 | 2 | 7,43               | +10,4%   | +28%           | -3%   | -14% | +22%               | +13% | +13%  | 6/4    |
| Media                 |              |                    |                           |   |   |                    |          |                |       |      |                    |      |       |        |
| Wirtualna Polska      | kupuj        | 126,00             | 10                        | 0 | 0 | 97,99              | +28,6%   | +13%           | +10%  | -1%  | +11%               | -0%  | -6%   | 3/2    |
| IT                    |              |                    |                           |   |   |                    |          |                |       |      |                    |      |       |        |
| Asseco BS             | równoważ     | -                  | 1                         | 3 | 0 | 41,10              | -        | -4%            | -     | -    | -3%                | -    | -     | 2/2    |
| Asseco Poland         | kupuj        | 80,70              | 6                         | 2 | 0 | 77,54              | +4,1%    | -2%            | -3%   | -2%  | -4%                | -4%  | -7%   | 4/3    |
| Asseco SEE            | przeważaj    | -                  | 4                         | 1 | 0 | 46,00              | -        | +3%            | -     | -    | +2%                | -    | -     | 4/4    |
| Comarch               | kupuj        | 267,00             | 5                         | 2 | 0 | 243,20             | +9,8%    | -15%           | -11%  | -8%  | -7%                | -5%  | -4%   | 2/2    |
| Przemysł              |              |                    |                           |   |   |                    |          |                |       |      |                    |      |       |        |
| Alumetal              | równoważ     | -                  | 3                         | 2 | 0 | 55,07              | -        | +8%            | -0%   | -    | +5%                | -0%  | -     | 2/2    |
| Astarta               | przeważaj    | -                  | 1                         | 3 | 0 | 49,00              | -        | +37%           | +109% | -    | +1%                | +26% | -     | 2/1    |
| Famur                 | trzymaj      | 2,50               | 1                         | 4 | 0 | 2,64               | -5,3%    | -2%            | -18%  | -22% | -4%                | -21% | -23%  | 3/2    |
| Grupa Kęty            | trzymaj      | 599,16             | 6                         | 3 | 0 | 658,64             | -9,0%    | +6%            | -12%  | -7%  | +5%                | -4%  | -6%   | 5/5    |
| Kernel                | kupuj        | 75,85              | 4                         | 1 | 0 | 70,60              | +7,4%    | +12%           | -3%   | -    | -9%                | -8%  | -     | 3/2    |
| Stalprodukt           | trzymaj      | 403,06             | 1                         | 2 | 0 | 406,69             | -0,9%    | +6%            | -14%  | -10% | +6%                | -3%  | -1%   | 2/2    |
| E-commerce            |              |                    |                           |   |   |                    |          |                |       |      |                    |      |       |        |
| Allegro               | sprzedaj     | 54,00              | 8                         | 6 | 2 | 77,82              | -30,6%   | -8%            | -10%  | -8%  | -6%                | -9%  | -12%  | 9/8    |

Źródło: Bloomberg, mBank; <sup>1</sup>cena docelowa Biura maklerskiego mBanku; <sup>2</sup>rekomendacje w konsensusie (pozytywne, neutralne, negatywne); <sup>3</sup>średnia cena docelowa konsensusu; <sup>4</sup>liczba prognoz składających się na konsensus w roku 2021 (zysk netto/EBITDA)

**Aktualne rekomendacje mBanku**

| Spółka                 | Rekomendacja | Data<br>wydania | Cena w dniu<br>wydania | Cena<br>docelowa | Cena<br>bieżąca | Potencjał<br>zmiany | P/E<br>2021 | 2022        | EV/EBITDA<br>2021 | 2022        |
|------------------------|--------------|-----------------|------------------------|------------------|-----------------|---------------------|-------------|-------------|-------------------|-------------|
| <b>Finanse</b>         |              |                 |                        |                  |                 | <b>+5,9%</b>        | <b>12,2</b> | <b>11,1</b> | -                 | -           |
| Alior Bank             | akumuluj     | 2021-05-07      | 28,80                  | 30,00            | 33,82           | -11,3%              | 17,7        | 13,0        | -                 | -           |
| BNP Paribas Polska     | kupuj        | 2021-04-19      | 66,60                  | 90,00            | 66,80           | +34,7%              | 16,2        | 8,2         | -                 | -           |
| Handlowy               | akumuluj     | 2021-04-19      | 43,25                  | 49,50            | 47,65           | +3,9%               | 8,5         | 14,0        | -                 | -           |
| ING BSK                | akumuluj     | 2021-05-07      | 176,40                 | 190,00           | 187,40          | +1,4%               | 14,4        | 13,5        | -                 | -           |
| Millennium             | trzymaj      | 2021-04-19      | 3,80                   | 4,20             | 4,78            | -12,1%              | -           | 9,2         | -                 | -           |
| Pekao                  | kupuj        | 2021-04-19      | 76,24                  | 102,00           | 94,48           | +8,0%               | 17,2        | 11,8        | -                 | -           |
| PKO BP                 | kupuj        | 2021-04-23      | 32,91                  | 40,66            | 38,20           | +6,4%               | 10,9        | 10,9        | -                 | -           |
| Santander Bank Polska  | kupuj        | 2021-04-19      | 211,80                 | 283,70           | 256,30          | +10,7%              | -           | 11,9        | -                 | -           |
| Komercni Banka         | akumuluj     | 2021-07-06      | 779,00                 | 804,77 CZK       | 779,00          | +3,3%               | 15,8        | 11,5        | -                 | -           |
| Moneta Money Bank      | kupuj        | 2021-04-09      | 78,20                  | 95,50 CZK        | 81,70           | +16,9%              | 14,2        | 11,2        | -                 | -           |
| Erste Group            | akumuluj     | 2021-07-06      | 31,57                  | 34,06 EUR        | 31,79           | +7,1%               | 10,3        | 8,7         | -                 | -           |
| RBI                    | akumuluj     | 2021-04-09      | 18,52                  | 21,00 EUR        | 19,49           | +7,7%               | 10,1        | 8,6         | -                 | -           |
| OTP Bank               | trzymaj      | 2021-06-02      | 15 865                 | 15 143 HUF       | 15 960          | -5,1%               | 10,8        | 9,8         | -                 | -           |
| PZU                    | akumuluj     | 2021-06-02      | 37,29                  | 40,63            | 37,30           | +8,9%               | 10,1        | 10,1        | -                 | -           |
| Kruk                   | akumuluj     | 2021-07-06      | 267,00                 | 288,46           | 267,00          | +8,0%               | 11,4        | 11,0        | -                 | -           |
| GPW                    | trzymaj      | 2021-04-09      | 45,76                  | 44,48            | 48,90           | -9,0%               | 13,0        | 13,8        | -                 | -           |
| <b>Chemia</b>          |              |                 |                        |                  |                 | <b>+0,7%</b>        | <b>10,6</b> | <b>12,0</b> | <b>6,4</b>        | <b>8,1</b>  |
| Ciech                  | trzymaj      | 2021-06-02      | 46,70                  | 47,47            | 50,30           | -5,6%               | 11,3        | 12,0        | 6,0               | 5,8         |
| Grupa Azoty            | trzymaj      | 2021-05-07      | 37,68                  | 34,74            | 33,00           | +5,3%               | 9,8         | -           | 6,8               | 10,3        |
| <b>Surowce</b>         |              |                 |                        |                  |                 | <b>+28,5%</b>       | <b>6,3</b>  | <b>6,8</b>  | <b>2,9</b>        | <b>2,7</b>  |
| JSW                    | kupuj        | 2021-04-09      | 31,88                  | 48,09            | 36,69           | +31,1%              | 6,6         | 7,0         | 2,4               | 2,1         |
| KGHM                   | kupuj        | 2021-06-02      | 208,80                 | 245,39           | 191,45          | +28,2%              | 6,1         | 6,6         | 3,4               | 3,3         |
| <b>Paliwa</b>          |              |                 |                        |                  |                 | <b>+8,4%</b>        | <b>8,5</b>  | <b>16,5</b> | <b>4,3</b>        | <b>4,8</b>  |
| Lotos                  | akumuluj     | 2021-07-06      | 54,40                  | 60,75            | 54,40           | +11,7%              | 12,0        | 16,7        | 4,9               | 5,0         |
| MOL                    | kupuj        | 2021-07-06      | 2 378                  | 2 816 HUF        | 2 378           | +18,4%              | 7,4         | 16,3        | 3,6               | 4,6         |
| PGNiG                  | akumuluj     | 2021-07-06      | 6,58                   | 7,45             | 6,58            | +13,3%              | 8,8         | 9,6         | 3,7               | 3,7         |
| PKN Orlen              | redukuj      | 2021-07-06      | 77,80                  | 70,59            | 77,80           | -9,3%               | 8,1         | 25,1        | 4,8               | 7,1         |
| <b>Energetyka</b>      |              |                 |                        |                  |                 | <b>+19,8%</b>       | <b>9,4</b>  | <b>14,9</b> | <b>4,8</b>        | <b>5,1</b>  |
| CEZ                    | kupuj        | 2021-07-06      | 598,00                 | 722,14 CZK       | 598,00          | +20,8%              | 17,7        | 14,9        | 7,7               | 7,4         |
| Enea                   | zawieszona   | 2021-06-02      | 8,76                   | -                | 8,49            | -                   | 3,4         | 4,2         | 3,2               | 2,9         |
| PGE                    | zawieszona   | 2021-06-02      | 9,94                   | -                | 9,09            | -                   | 9,4         | 41,0        | 3,3               | 3,4         |
| Polenergia             | trzymaj      | 2021-06-02      | 70,20                  | 78,59            | 76,80           | +2,3%               | 29,1        | 30,1        | 15,0              | 14,7        |
| Tauron                 | zawieszona   | 2021-06-02      | 3,40                   | -                | 3,38            | -                   | 4,4         | 6,2         | 4,8               | 5,1         |
| <b>Telekomunikacja</b> |              |                 |                        |                  |                 | <b>+1,0%</b>        | <b>22,1</b> | <b>16,4</b> | <b>6,0</b>        | <b>5,9</b>  |
| Cyfrowy Polsat         | trzymaj      | 2020-12-08      | 27,84                  | 27,90            | 30,60           | -8,8%               | 13,1        | 12,6        | 7,3               | 7,2         |
| Netia                  | zawieszona   | 2021-07-06      | 6,92                   | -                | 6,92            | -                   | -           | -           | -                 | -           |
| Orange Polska          | kupuj        | 2020-12-08      | 6,52                   | 8,20             | 6,99            | +17,4%              | 31,0        | 20,1        | 4,7               | 4,6         |
| <b>Media</b>           |              |                 |                        |                  |                 | <b>+6,5%</b>        | <b>25,1</b> | <b>21,0</b> | <b>13,3</b>       | <b>9,8</b>  |
| Agora                  | trzymaj      | 2021-07-06      | 10,40                  | 10,60            | 10,40           | +1,9%               | -           | -           | 13,8              | 8,7         |
| Wirtualna Polska       | kupuj        | 2021-05-06      | 99,20                  | 126,00           | 117,60          | +7,1%               | 25,1        | 21,0        | 12,8              | 11,0        |
| <b>IT</b>              |              |                 |                        |                  |                 | <b>+6,4%</b>        | <b>16,2</b> | <b>15,1</b> | <b>7,2</b>        | <b>5,0</b>  |
| Aiellon                | równoważ     | 2020-05-05      | 6,26                   | -                | 12,95           | -                   | 20,1        | -           | 7,2               | -           |
| Asseco BS              | równoważ     | 2020-09-02      | 36,00                  | -                | 35,00           | -                   | 15,2        | -           | 9,9               | -           |
| Asseco Poland          | kupuj        | 2020-09-02      | 70,20                  | 80,70            | 76,90           | +4,9%               | 16,1        | 15,1        | 4,9               | 4,7         |
| Asseco SEE             | przeważaj    | 2020-08-07      | 43,70                  | -                | 41,00           | -                   | 16,2        | -           | 8,2               | -           |
| Atende                 | przeważaj    | 2020-11-27      | 3,44                   | -                | 4,99            | -                   | 16,9        | -           | 8,0               | -           |
| Comarch                | kupuj        | 2021-03-30      | 219,00                 | 267,00           | 242,00          | +10,3%              | 17,8        | 17,3        | 7,0               | 6,7         |
| Sygnity                | trzymaj      | 2021-03-18      | 11,10                  | 11,60            | 10,40           | +11,5%              | 5,1         | 9,0         | 4,3               | 5,0         |
| <b>Gaming</b>          |              |                 |                        |                  |                 | -                   | -           | -           | -                 | -           |
| 11 bit studios         | zawieszona   | 2021-05-07      | 501,00                 | -                | 495,00          | -                   | -           | -           | -                 | -           |
| CD Projekt             | zawieszona   | 2021-05-07      | 156,52                 | -                | 191,90          | -                   | -           | -           | -                 | -           |
| PlayWay                | zawieszona   | 2021-05-07      | 430,20                 | -                | 460,20          | -                   | -           | -           | -                 | -           |
| Ten Square Games       | zawieszona   | 2021-05-07      | 420,00                 | -                | 495,00          | -                   | -           | -           | -                 | -           |
| <b>Przemysł</b>        |              |                 |                        |                  |                 | <b>+12,7%</b>       | <b>10,2</b> | <b>11,8</b> | <b>5,8</b>        | <b>6,9</b>  |
| AC                     | przeważaj    | 2021-04-29      | 37,00                  | -                | 37,00           | -                   | 14,3        | 12,0        | 9,3               | 8,1         |
| Alumetal               | równoważ     | 2021-05-31      | 68,00                  | -                | 62,00           | -                   | 7,5         | 11,4        | 5,8               | 8,3         |
| Amica                  | niedoważaj   | 2021-04-09      | 153,20                 | -                | 167,80          | -                   | 12,3        | 12,1        | 6,9               | 6,9         |
| Apator                 | równoważ     | 2021-04-29      | 23,90                  | -                | 24,20           | -                   | 9,2         | 12,6        | 5,5               | 7,2         |
| Astarta                | przeważaj    | 2021-04-26      | 38,20                  | -                | 50,10           | -                   | 2,9         | 3,7         | 2,0               | 2,0         |
| Boryszew               | równoważ     | 2021-05-31      | 3,29                   | -                | 3,28            | -                   | 20,1        | 13,5        | 7,0               | 6,0         |
| Cognor                 | kupuj        | 2021-06-18      | 3,57                   | 4,30             | 3,53            | +21,8%              | 4,8         | 7,2         | 3,0               | 3,9         |
| Famur                  | trzymaj      | 2021-04-09      | 2,53                   | 2,50             | 2,28            | +9,6%               | 10,3        | 12,4        | 2,2               | 1,9         |
| Forte                  | równoważ     | 2021-05-31      | 59,90                  | -                | 57,00           | -                   | 12,9        | 11,7        | 7,8               | 7,7         |
| Grupa Kęty             | trzymaj      | 2021-07-06      | 679,00                 | 599,16           | 679,00          | -11,8%              | 12,8        | 14,8        | 9,0               | 10,1        |
| Kernel                 | kupuj        | 2021-07-06      | 54,10                  | 75,85            | 54,10           | +40,2%              | 3,4         | 3,9         | 3,1               | 3,5         |
| Mangata                | równoważ     | 2021-05-31      | 87,80                  | -                | 78,60           | -                   | 10,1        | 10,8        | 6,7               | 6,9         |
| Mo-BRUK                | kupuj        | 2021-07-06      | 326,00                 | 379,61           | 326,00          | +16,4%              | 11,7        | 11,2        | 8,5               | 7,8         |
| PKP Cargo              | sprzedaj     | 2021-04-09      | 19,08                  | 16,21            | 21,10           | -23,2%              | -           | -           | 4,6               | 4,0         |
| Stalprodukt            | trzymaj      | 2021-06-02      | 382,00                 | 403,06           | 383,00          | +5,2%               | 8,6         | 11,8        | 3,9               | 4,4         |
| <b>E-commerce</b>      |              |                 |                        |                  |                 | <b>-21,8%</b>       | <b>65,5</b> | <b>52,7</b> | <b>37,0</b>       | <b>31,5</b> |
| Allegro                | sprzedaj     | 2020-11-18      | 67,89                  | 54,00            | 69,05           | -21,8%              | 65,5        | 52,7        | 37,0              | 31,5        |
| Answer                 | zawieszona   | 2021-05-07      | 32,01                  | -                | 33,40           | -                   | -           | -           | -                 | -           |
| <b>Handel</b>          |              |                 |                        |                  |                 | <b>+0,0%</b>        | <b>19,7</b> | <b>20,2</b> | <b>11,0</b>       | <b>11,1</b> |
| AmRest                 | zawieszona   | 2020-12-08      | 25,80                  | -                | 26,94           | -                   | -           | -           | -                 | -           |
| CCC                    | zawieszona   | 2021-05-07      | 111,80                 | -                | 119,00          | -                   | -           | -           | -                 | -           |
| Dino                   | zawieszona   | 2021-05-07      | 247,30                 | -                | 286,00          | -                   | -           | -           | -                 | -           |
| Eurocash               | zawieszona   | 2021-05-07      | 14,32                  | -                | 14,19           | -                   | -           | -           | -                 | -           |
| Jeronimo Martins       | zawieszona   | 2021-05-07      | 15,38                  | -                | 16,27           | -                   | -           | -           | -                 | -           |
| LPP                    | zawieszona   | 2021-05-07      | 10 640,00              | -                | 12 930,00       | -                   | -           | -           | -                 | -           |
| TIM                    | przeważaj    | 2020-12-08      | 18,90                  | -                | 35,20           | -                   | 19,7        | 20,2        | 11,0              | 11,1        |
| VRG                    | zawieszona   | 2021-07-06      | 3,64                   | -                | 3,64            | -                   | -           | -           | -                 | -           |

## Zmiany rekomendacji w przeglądzie miesięcznym

| Spółka         | Rekomendacja | Poprzednia rekomendacja | Cena docelowa |     | Data wydania |
|----------------|--------------|-------------------------|---------------|-----|--------------|
| Agora          | trzymaj      | akumuluj                | 10,60         | PLN | 2021-07-06   |
| CEZ            | kupuj        | kupuj                   | 722,14        | CZK | 2021-07-06   |
| Erste Group    | akumuluj     | trzymaj                 | 34,06         | EUR | 2021-07-06   |
| Grupa Kęty     | trzymaj      | trzymaj                 | 599,16        | PLN | 2021-07-06   |
| Kernel         | kupuj        | kupuj                   | 75,85         | PLN | 2021-07-06   |
| Komercni Banka | akumuluj     | trzymaj                 | 804,77        | CZK | 2021-07-06   |
| Kruk           | akumuluj     | akumuluj                | 288,46        | PLN | 2021-07-06   |
| Lotos          | akumuluj     | akumuluj                | 60,75         | PLN | 2021-07-06   |
| Mo-BRUK        | kupuj        | trzymaj                 | 379,61        | PLN | 2021-07-06   |
| MOL            | kupuj        | trzymaj                 | 2816,00       | HUF | 2021-07-06   |
| Netia          | zawieszona   | trzymaj                 | -             | -   | 2021-07-06   |
| PGNiG          | akumuluj     | trzymaj                 | 7,45          | PLN | 2021-07-06   |
| PKN Orlen      | redukuj      | trzymaj                 | 70,59         | PLN | 2021-07-06   |
| VRG            | zawieszona   | akumuluj                | -             | -   | 2021-07-06   |

## Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

| 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   |
| Kruk           | akumuluj     | trzymaj                 | 295,77        | PLN | 2021-06-09   |
| Cognor         | kupuj        | trzymaj                 | 4,30          | PLN | 2021-06-18   |

## Statystyki rekomendacji

| Rodzaj rekomendacji | Wszystkie |         | Dla emitentów związanych z Biurem maklerskim mBanku |         |
|---------------------|-----------|---------|-----------------------------------------------------|---------|
|                     | Liczba    | Procent | Liczba                                              | Procent |
| sprzedaj            | 2         | 3,7%    | 0                                                   | 0,0%    |
| redukuj             | 1         | 1,9%    | 0                                                   | 0,0%    |
| niedoważaj          | 1         | 1,9%    | 1                                                   | 4,8%    |
| trzymaj             | 12        | 22,2%   | 4                                                   | 19,0%   |
| równoważ            | 7         | 13,0%   | 1                                                   | 4,8%    |
| akumuluj            | 10        | 18,5%   | 7                                                   | 33,3%   |
| kupuj               | 16        | 29,6%   | 7                                                   | 33,3%   |
| przeważaj           | 5         | 9,3%    | 1                                                   | 4,8%    |

**Kalendarium wydarzeń**

| Data   |       | Spółka                   | Wydarzenie                                                       |
|--------|-------|--------------------------|------------------------------------------------------------------|
| 9 lip  | 19:00 | <b>CD Projekt</b>        | WitcherCon cz. 1                                                 |
| 10 lip | 03:00 | <b>CD Projekt</b>        | WitcherCon cz. 2                                                 |
| 21 lip |       | <b>CD Projekt</b>        | Premiera mobilnej gry The Witcher: Monster Slayer (iOS, Android) |
| 22 lip |       | <b>Kernel</b>            | Publikacja danych wolumenowych za 2Q'21                          |
| 27 lip |       | <b>Millennium</b>        | Publikacja wyników za 2Q'21                                      |
| 28 lip |       | <b>Jeronimo Martins</b>  | Publikacja wyników za 2Q'21 (po sesji)                           |
| 28 lip |       | <b>Orange Polska</b>     | Publikacja wyników za 2Q'21                                      |
| 28 lip |       | <b>Santander</b>         | Publikacja wyników za 2Q'21                                      |
| 29 lip |       | <b>Asseco BS</b>         | Publikacja wyników za 2Q'21                                      |
| 29 lip |       | <b>Moneta Money Bank</b> | Publikacja wyników za 2Q'21                                      |
| 29 lip |       | <b>PKN Orlen</b>         | Publikacja wyników za 2Q'21                                      |
| 30 lip |       | <b>Erste Bank</b>        | Publikacja wyników za 2Q'21                                      |
| 30 lip |       | <b>RBI</b>               | Publikacja wyników za 2Q'21                                      |

## Makroekonomia

### Produkcja przemysłowa w maju

Odczyt produkcji przemysłowej za maj nie przyniósł większych niespodzianek - produkcja sprzedana przemysłu wzrosła o 29,8% r/r. Okres solidnego przyspieszenia produkcji związany z restartem łańcuchów dostaw już najprawdopodobniej za nami, nie znaczy to jednak, że perspektywy znacząco się pogorszyły. Produkcja powinna wciąż rosnąć w tempie zbliżonym do przed-pandemicznego trendu. Niespodziankę sprawiły natomiast ceny producentów - PPI przyspieszył silniej niż oczekiwano (wynik: 6,5% r/r).

Wynik produkcji przemysłowej był nieznacznie lepszy niż konsensusowe oczekiwania 29% r/r, ale niższy niż nasza prognoza (32,4% r/r). Po kilku odczytach, w których produkcja wyraźnie przebiła przedpandemiczny trend, ostatnie miesiące przyniosły nieznaczne spowolnienie. Okres silnych wzrostów z okresu nadrabiania produkcji już za nami, choć to "nadrobienie" jeszcze w pełni się nie dokonało. Wciąż pozostaje do zasypania część "dołka" z okresu wyłączeń/restrykcji/globalnego spowolnienia.

Co może odpowiadać za nieco gorszy (od naszych prognoz) wynik? Na pierwszy plan wysuwają się problemy z łańcuchami dostaw i niedoborami surowców, które są globalnym problem w produkcji od kilku miesięcy. Jednocześnie wysoki popyt i perspektywa nadrabiania zaległości produkcyjnych stanowią dobre optymistyczne perspektywy na najbliższe miesiące. Warto jednak z tyłu głowy mieć dość oczywisty fakt, że po nadrobieniu niejako zaległej produkcji, popyt nie będzie już tak szybko rósł. "Rotacja" popytu konsumpcyjnego w kierunku usług również będzie dla produkcji niesprzyjająca, choć w zupełnie innym kierunku będzie działała kontynuacja prywatnego i publicznego (Polska i cała EU) cyklu inwestycyjnego. Publiczny komponent to jednak bardziej scenariusz na 2022 i 2023.

Co siedzi w szczegółach? Bohaterami (w kategoriach rocznych dynamik) są te kategorie, które najmocniej straciły rok temu. Rządzi więc efekt bazy, który z resztą odpowiada też za całociowy wysoki odczyt rocznej dynamiki produkcji. Największy wzrost r/r odnotowano w kategoriach produkcji pojazdów samochodowych, przyczep i naczep, produkcji komputerów i wyrobów elektronicznych i produkcji urządzeń elektrycznych. Najsilniej rosła produkcja dóbr inwestycyjnych (51,3% r/r), dóbr konsumpcyjnych trwałych (49,4% r/r) i dóbr zaopatrzeniowych (34,2% r/r).

Ceny producentów podskoczyły do 6,5% w ujęciu rocznym. Dobrze obstawiliśmy rewizję poprzedniego odczytu w górę (0,2 pp.) jednak zbyt zachowawczo prognozowaliśmy wzrosty w kategorii produkcja koksu i produktów rafinacji ropy naftowej, gdzie ceny podniosły się o ponad 3% w ujęciu miesięcznym, a my obstawiliśmy ledwie 1% wzrost. Ciekawie wygląda sytuacja w cenach bazowych. Podniosły się one zdecydowanie szybciej niż implikowałby to kurs walutowy.

Okres gwałtownych zmian cen surowców mamy już za sobą i ceny bazowe - o ile nie dojdzie do gwałtownego osłabienia złotego - powinny również rosnąć coraz wolniej (a nawet spadać). W szerszym ujęciu, ceny bazowe poruszają się z dużo mniejszą amplitudą niż wszystkie ceny producentów. PPI jest już naszym zdaniem u szczytu wzrostów. Głównie pytanie na kolejne miesiące jest następujące: czy przy obniżaniu się dynamiki PPI ceny bazowe mogą dalej przyspieszać? To pokaże nam faktyczną presję inflacyjną w sektorze produkcyjnym i potencjał przerzucania kosztów na wyroby finalne. Obecnie uważamy, że inflacja w cenach producentów (także ta bazowa), ma potencjał do pewnego spowolnienia. Naiwne byłoby jednak oczekiwanie, że to będzie źródło

dezinflacji. Czekają nas raczej okres podwyższonej inflacji cen towarów, ale to usługi zdecydują o wysokiej inflacji CPI także w 2022 roku.

### Sprzedaż detaliczna

Odczyt sprzedaży detalicznej za maj przyniósł pozytywną niespodziankę. Ograniczenie restrykcji w handlu i większa aktywność zakupowa konsumentów poskutkowały wzrostem sprzedaży o 13,9% r/r. Tym samym przekroczony został wolumen sprzedaży sprzed pandemii i odnotowaliśmy maksimum wszechczasów (taka drobnostka). Gdyby jednak sprzedaż szła poprzednim torem (poprzednim trendem), byłibyśmy już dużo wyżej.

Wzrost sprzedaży przebił zarówno nasze jak i konsensusowe oczekiwania (odpowiednio 13% i 12,9% r/r). Sprzedaż wraca do trendu sprzed pandemii, ale jeszcze się na nim nie znalazła. Wciąż jest więc co nadrabiać. W odróżnieniu od produkcji luka strumienia wydatków na towary względem trendu wciąż się rozszerza (to prosta konsekwencja tego, że sprzedaż jest wciąż pod trendem). W dzisiejszych danych widzimy więc w pierwszej kolejności to, że odsezonowana sprzedaż detaliczna przebiła poziomy sprzed pandemii (i superoptymistycznie: wydatki na towary są na polskim maksimum wszechczasów). Szczegóły sugerują, że za wynik w pierwszej kolejności odpowiada luzowanie restrykcji. Silnie wzrosła sprzedaż w kategorii odzież i obuwanie (92,5% m/m), solidne wzrosty odnotowano też w kategoriach sprzedaży mebli, rtv i agd (30% m/m) i sprzedaży prasy, książek (+48,8% m/m). To kategorie, które traciły w zeszłym miesiącu wraz z zamknięciem galerii. Powrót handlu w tych obiektach poskutkował wzrostami. Wpisuje się w to spadek sprzedaży przez Internet (niższa o 7,8% m/m) - zamiast zakupów online, konsumenci wrócili (przynajmniej częściowo) do fizycznych sklepów. Łagodzenie restrykcji jest głównym, ale w naszej ocenie nie jedynym powodem stojącym za dobrym wynikiem sprzedaży. Pomagała też większa aktywność konsumentów - częściej wychodziliśmy z domu (widać to np. w danych o mobilności Google'a, wraz z wyższym poziomem zaszczepienia mógł zmniejszać się strach przed zachorowaniem). To kolejny argument, który może tłumaczyć dobry wynik odzieży i obuwnia (skoro można/trzeba wyjść z domu to może warto odświeżyć garderobę).

Roczne wyniki poszczególnych kategorii tłumaczą albo efekty opisane powyżej, albo niska baza z roku poprzedniego (to powód wysokiej rocznej dynamiki sprzedaży samochodów). Ten segment sprzedaży czekają zapewne w najbliższych miesiącach solidne wzrosty, ale tu pojawią się też wąskie gardła w produkcji (można oczekiwać, że nierównowaga popytu i podaży zostanie częściowo rozwiązana kolejkowaniem i dłuższym czasem oczekiwania, częściowo wzrostem cen i - powoli, powoli - wzrostem podaży (produkcja).

Perspektywy przed sprzedażą pozostają dobre - powinna poruszać się w kierunku trendu sprzed pandemii. Sprzyjają temu m.in. odłożony popyt (choć to bardziej historia dla usług), dobra sytuacja rynku pracy i na razie mało prawdopodobna perspektywa kolejnych, powszechnych restrykcji. Z uwagą śledzić będziemy natomiast, to jak sprzedaż będzie reagowała na luzowanie restrykcji w usługach. Z jednej strony spodziewać się można, że część usług, która nie mogła być zaspokojona (np. gastronomia), substytuowana była zakupami i odłożyła się w sprzedaży (teraz można by więc oczekiwać spadków/spowolnienia w powiązanych kategoriach). Z drugiej strony, powrót coraz bardziej "normalnej" aktywności, sprzyjać będzie też powrotowi dotychczasowych zwyczajów zakupowych ("chodzenie po sklepach"), co powinno natomiast pomagać

wynikom sprzedaży detalicznej wśród dóbr, które można nabywać kompulsywnie. Nie zmienia to jednak faktu, że konsumpcja (niezależnie czy za sprawą sprzedaży towarów czy usług) będzie znacząco odbijać przyczyniając się do szybkiego wzrostu PKB w tym roku.

### **Inflacja**

4,4% to jest niespodzianka w dół. Szacowaliśmy 4,6% przy konsensusie 4,5%. Za chwilę wyleje się z nas potok żalu i przemówi kapitan hindsight, ale dopóki nie poznamy dokładnej kompozycji inflacji, ten odczyt można podsumować dwoma wnioskami. Pierwszy: przesunięcie czerwcowego odczytu w dół implikuje przesunięcie w dół całej ścieżki. Do tej pory prognoza inflacji na kolejne miesiące dotyczyła (i okresowo przekraczała) 5%, a więc teraz szanse na wyświetlenie tego odczytu spadły (nie są jednak zerowe). Drugi: prognoza A. Glapińskiego "weszła": przynajmniej na chwilę mamy szczyt inflacji. RPP nie będzie się spieszyć. Nadal obstawiamy początek 2022 jako termin pierwszej podwyżki stóp.

Na wstępie należy zaznaczyć, że jest to odczyt flash. Nie liczymy oczywiście na cuda, jednak jesteśmy i tak bardzo ciekawi kompozycji, bo według naszych szacunków inflacja bazowa mogła spaść nawet do 3,5% (4,0% poprzednio). Nie wiemy oczywiście, czy to jeden czynnik zaważył, czy było ich kilka. Z uwagą prześledzimy ceny lotów, ceny w hotelach i restauracjach oraz rekreacji i kulturze. To kategorie, które anegdotycznie powinny solidnie rosnąć. Póki co publikowane wstępne dane o inflacji niemieckiej nieco ostudziły tu nasz zapał. Czy wszędzie powinno to wyglądać tak samo? Tego na razie nie wiemy i to będziemy analizować w połowie miesiąca.

Prognozy inflacji mają przedział ufności. Zmieniają się też pod wpływem bieżących zaskoczeń (to przecież ceny porównujemy między latami i miesiącami, a jak nagle są niższe niż myśleliśmy to niestety pociąga za sobą całą ścieżkę). Prognoza inflacji na kolejne miesiące poruszała się bardzo blisko granicy 5% z lokalnymi przestrzeleniami. Czerwcowy pomyłka ściąga ją w dół i tym samym przestrzelenia stają się mniej prawdopodobne. Nie są jednak nieprawdopodobne. Dlaczego? Modele są liniowe. Są słabo dopasowane do okoliczności wysokiej inflacji, trudno kontrolować w nich oczekiwania inflacyjne. Prawdziwym jest w tych warunkach stwierdzenie, że w przypadku wysokiej inflacji łatwo o zaskoczenia właśnie powieleniem wysokiej inflacji i nie wycofujemy się z prognozy, że inflacja do końca roku będzie jeszcze rosła i ryzyka rozkładają się w tym momencie w jednym kierunku: w górę. Dotyczy to również 2022 roku, który wciąż prognozujemy powyżej górnej granicy odchylenia od celu NBP. Splot czynników sprzyjających inflacji jest w tym momencie wyjątkowy. Mamy silne wzrosty cen, które mogą utrwalić się w oczekiwaniach, połączone z istotnym zwiększeniem możliwości absorpcji tych wzrostów po stronie konsumenta. I taki drobniaczek na koniec: 4,4% to wciąż dużo powyżej celu NBP.

RPP skupi się w lipcu na projekcji inflacyjnej, ale ta pokaże zawracanie inflacji. Spadek inflacji w czerwcu będzie wodą na młyn retoryki prezesa Glapińskiego o szczycie inflacji w maju. Możemy śmiało powiedzieć, że ryzyka bardzo szybkiego zacieśnienia polityki pieniężnej zostały zażegnane (zresztą, nigdy w tym obozie komentatorów nie byliśmy). Kierunek polityki pieniężnej wyznaczą jesienno-zimowe odczyty inflacji. Powtórzmy, że to właśnie wtedy RPP zostanie zaskoczona wyższą inflacją (także w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej z projekcji) i rozpocznie normalizację w I kwartale 2022.

### **mBank Research**

(M. Mazurek, M. Zdrolik, A. Wytrykowska, J. Kownacki)  
[research@mbank.pl](mailto:research@mbank.pl)

## Finanse

## Alior Bank

## akumuluj (bez zmian)

**Michał Konarski** +48 22 438 24 05 [michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
**Mikołaj Lemańczyk** +48 22 438 24 07 [mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)

Alior pozytywnie zaskoczył wynikami za 1Q'21. Zarówno w przypadku przychodów z prowizji i kosztów działania, jak i kosztów ryzyka. W efekcie w ostatnich tygodniach obserwowaliśmy stopniowy wzrost oczekiwań rynkowych w stosunku do wyników Aliora. Podtrzymanie pozytywnego wrażenia przy publikacji pierwszych prognoz za 2Q'21 powinno sprzyjać dalszej aprecjacji kursu w krótkim terminie. W dłuższej perspektywie patrzymy się raczej na kwestie podwyżek stóp procentowych, które ze względu na strukturę portfela, jak i strukturę wyników powinny szczególnie dobrze wpływać na notowania Aliora. Bank wykonał dużą pracę jeżeli chodzi o obniżenie kosztów finansowania, więc jeżeli przy początkowych podwyżkach udałoby się utrzymać asymetrię (oprocentowanie kredytów rośnie szybciej niż depozytów) pomiędzy aktywną i pasywną stroną bilansu to Alior może być jednym z największych zwycięzców cyklu podwyżek. Oczywiście sentyment wokół Aliora będzie równie wrażliwy na scenariusz negatywny tj. na potencjalne zamknięcie części branż na skutek zamknięcia gospodarki, w takim przypadku wróciłyby obawy o koszty ryzyka, a moment podwyżek stóp procentowych mógłby się odsunąć w czasie. Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację akumuluj.

|                      |           |                         |
|----------------------|-----------|-------------------------|
| <b>cena bieżąca</b>  | 33,82 PLN | <b>potencjał zmiany</b> |
| <b>cena docelowa</b> | 30,00 PLN | <b>-11,3%</b>           |

|                 | rekomendacja    | cena docelowa    | data wydania      |
|-----------------|-----------------|------------------|-------------------|
| <b>aktualna</b> | <b>akumuluj</b> | <b>30,00 PLN</b> | <b>2021-05-07</b> |

| Podstawowe dane    |              |                 | ALR PW       | vs. WIG  |
|--------------------|--------------|-----------------|--------------|----------|
| ticker             | ALR PW       | zmiana 1M       | -2,7%        | -3,4%    |
| ISIN               | PLALIOR00045 | zmiana YTD      | +99,3%       | +81,2%   |
| liczba akcji (mln) | 129,3        | średni obrót 1M | 13,5 mln PLN |          |
| MC (mln PLN)       | 4 371,5      | średni obrót 6M | 12,9 mln PLN |          |
|                    |              | P/E 12M fwd     | 10,0         | -9,8%    |
| free float         | 74,8%        | P/E 5Y avg      | 11,1         | dyskonto |

## Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)         | 2019       | 2020        | 2021P       | 2022P       | 2023P       |
|-------------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| wynik odsetkowy   | 3 184      | 2 849       | 2 783       | 2 967       | 3 181       |
| WNDB              | 4 134      | 3 786       | 3 742       | 3 957       | 4 213       |
| koszty            | -1 976     | -1 905      | -1 698      | -1 761      | -1 812      |
| saldo rezerw      | -1 443     | -1 866      | -1 393      | -1 410      | -1 461      |
| <b>zysk netto</b> | <b>248</b> | <b>-311</b> | <b>247</b>  | <b>336</b>  | <b>449</b>  |
| P/E               | 12,6       | -           | 12,6        | 9,3         | 7,0         |
| P/BV              | 0,6        | 0,7         | 0,6         | 0,6         | 0,6         |
| ROE               | 3,8%       | -           | 3,7%        | 4,8%        | 5,9%        |
| DPS               | 0,00       | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| DYield            | 0,0%       | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| Zmiana prognoz    |            |             | 2021P       | 2022P       | 2023P       |
| wynik odsetkowy   |            |             | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| wynik prowizyjny  |            |             | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| koszty razem      |            |             | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| saldo rezerw      |            |             | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| <b>zysk netto</b> |            |             | <b>0,0%</b> | <b>0,0%</b> | <b>0,0%</b> |

## RZiS

| (mln PLN)                  | 2019         | 2020         | 2021P        | 2022P        | 2023P        |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| wynik odsetkowy            | 3 184        | 2 849        | 2 783        | 2 967        | 3 181        |
| wynik prowizyjny           | 658          | 636          | 690          | 721          | 764          |
| wynik handlowy             | 149          | 164          | 131          | 131          | 131          |
| pozostałe przychody netto  | 143          | 137          | 137          | 137          | 137          |
| <b>wynik pozaodsetkowy</b> | <b>950</b>   | <b>937</b>   | <b>959</b>   | <b>990</b>   | <b>1 032</b> |
| <b>WNDB</b>                | <b>4 134</b> | <b>3 786</b> | <b>3 742</b> | <b>3 957</b> | <b>4 213</b> |
| koszty operacyjne          | 1 705        | 1 705        | 1 706        | 1 707        | 1 708        |
| <b>zysk operacyjny</b>     | <b>2 159</b> | <b>1 881</b> | <b>2 044</b> | <b>2 196</b> | <b>2 401</b> |
| saldo rezerw               | 1 443        | 1 866        | 1 393        | 1 410        | 1 461        |
| udział w jednostkach zal   | 0            | 0            | 1            | 2            | 3            |
| <b>wynik brutto</b>        | <b>716</b>   | <b>14</b>    | <b>651</b>   | <b>786</b>   | <b>940</b>   |
| podatek                    | 241          | 105          | 169          | 197          | 226          |
| zyski mniejszościowych     | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| podatek bankowy            | 226          | 221          | 234          | 253          | 266          |
| <b>zysk netto</b>          | <b>248</b>   | <b>-311</b>  | <b>247</b>   | <b>336</b>   | <b>449</b>   |

## Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

| (mln PLN)                             | wartość      | udział      |
|---------------------------------------|--------------|-------------|
| etap I (2021-22)                      | 0            | 0%          |
| korekta o PV                          | 362          | 5%          |
| etap II (2023-37)                     | 4 598        | 67%         |
| etap III (2038-57)                    | 1 356        | 20%         |
| wartość rezidualna                    | 510          | 7%          |
| <b>wartość godziwa</b>                | <b>6 827</b> | <b>100%</b> |
| liczba akcji (mln)                    | 129          |             |
| koszt kapitału                        | 8,5%         |             |
| <b>wartość godziwa na akcję (PLN)</b> | <b>52,81</b> |             |
| <b>cena docelowa za 9M (PLN)</b>      | <b>56,18</b> |             |

## Model zysków ekonomicznych

| (mln PLN)                             | wartość      | udział      |
|---------------------------------------|--------------|-------------|
| początkowe TNAV                       | 7 545        | 107%        |
| etap I (2020-22)                      | -240         | -3%         |
| korekta o PV                          | 94           | 1%          |
| etap II (2023-37)                     | -237         | -3%         |
| etap III (2038-57)                    | -86          | -1%         |
| <b>wartość godziwa</b>                | <b>7 076</b> | <b>100%</b> |
| liczba akcji (mln)                    | 129          |             |
| koszt kapitału                        | 8,5%         |             |
| <b>wartość godziwa na akcję (PLN)</b> | <b>54,74</b> |             |
| <b>cena docelowa za 9M (PLN)</b>      | <b>58,23</b> |             |

## Podsumowanie wyceny

| (mln PLN)                        | waga       | wycena       |
|----------------------------------|------------|--------------|
| DDM                              | 50%        | 6 827        |
| <b>zyski ekonomiczne</b>         | <b>50%</b> | <b>7 076</b> |
| średnia wartość godziwa          |            | 6 951        |
| na akcję (PLN)                   |            | 53,78        |
| podatek bankowy                  |            | -25,58       |
| wartość godziwa na akcję         |            | 28,20        |
| koszt kapitału 9M                |            | 6,4%         |
| <b>cena docelowa za 9M (PLN)</b> |            | <b>30,00</b> |

## BNP Paribas Polska kupuj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 [michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 [mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)

BNP Paribas pozostaje naszym top-pickiem pośród mniejszych banków. BNP pozytywnie zaskakuje wynikami i oczekujemy, że będzie kontynuował ten trend. Uważamy, że rynek nie docenia bardzo dobrej jakości portfela banku, potencjału cięcia kosztów i wzrostu wyniku prowizyjnego. Koszt ryzyka w 2020 roku wyniósł 78 p.b. (raportowany) wobec 61 p.b. w 2019 roku. Korygując go o tzw. odpisy Covidowe, CoR wyniósłby zaledwie 47 p.b. Dodatkowo w 1Q'21 BNP zaraportował koszt ryzyka na poziomie 31 p.b. włączając w to 55 mln PLN dodatkowych rezerw na COVID-19. Uważamy, że jest to bardzo istotne patrząc na jego znormalizowane poziomy w latach 2022-23, kiedy prognozujemy koszt ryzyka pomiędzy 48-45 p.b. Oznacza to, że na koniec 2023P ROE BNP powinno wzrosnąć do 9,5%. Czekamy na średnioterminową strategię banku. Oczekujemy, że bank przedstawi w niej cel ROE na poziomie co najmniej 9% (koszt kapitału) oraz nową strategię dywidendową co byłoby zgodne z naszymi założeniami. Z drugiej strony jesteśmy zaniepokojeni wyraźną deklaracją Zarządu, że w kwestii ugód frankowych bank czekać będzie na wyrok Sadu Najwyższego, którego naszym zdaniem wcale może nie być. Obecnie szacujemy całkowity odpis BNP Paribas na kredyty frankowe na poziomie 0,5 mld PLN z czego 0,7 mld PLN po tarczy podatkowej pomniejszone o już zrealizowane odpisy. Niski odpis jest efektem relatywnie niskiej ekspozycji (4,8 mld PLN z czego 2,8 mld PLN spłacane w walucie). Jednocześnie szacujemy, że obecny poziom kapitału nadwyżkowego T1 w wysokości 4,0 mld PLN (1,5 mld PLN po wzroście bufora antycyklicznego) jest w stanie zaabsorbować jednorazowy odpis kredytów frankowych.

### RZiS

| (mln PLN)                  | 2019         | 2020         | 2021P        | 2022P        | 2023P        |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| wynik odsetkowy            | 3 169        | 3 060        | 3 006        | 3 177        | 3 378        |
| wynik prowizyjny           | 820          | 916          | 999          | 1 045        | 1 105        |
| wynik handlowy             | 652          | 776          | 621          | 652          | 684          |
| pozostałe przychody netto  | 183          | 324          | 330          | 337          | 343          |
| <b>wynik pozaodsetkowy</b> | <b>1 655</b> | <b>2 016</b> | <b>1 950</b> | <b>2 033</b> | <b>2 133</b> |
| <b>WNDB</b>                | <b>4 824</b> | <b>5 076</b> | <b>4 955</b> | <b>5 210</b> | <b>5 511</b> |
| koszty operacyjne          | 3 195        | 2 877        | 2 679        | 2 742        | 2 818        |
| <b>zysk operacyjny</b>     | <b>1 628</b> | <b>2 199</b> | <b>2 276</b> | <b>2 469</b> | <b>2 694</b> |
| saldo rezerw               | 474          | 770          | 994          | 429          | 426          |
| udział w jednostkach zal   | 0            | 1            | 2            | 3            | 4            |
| <b>wynik brutto</b>        | <b>1 154</b> | <b>1 429</b> | <b>1 282</b> | <b>2 040</b> | <b>2 267</b> |
| podatek                    | 258          | 377          | 333          | 530          | 590          |
| zyski mniejszościowych     | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| podatek bankowy            | 281          | 319          | 339          | 313          | 337          |
| <b>zysk netto</b>          | <b>615</b>   | <b>733</b>   | <b>610</b>   | <b>1 196</b> | <b>1 341</b> |

### Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

| (mln PLN)                             | wartość       | udział      |
|---------------------------------------|---------------|-------------|
| etap I (2021-22)                      | 0             | 0%          |
| korekta o PV                          | 0             | 0%          |
| etap II (2023-37)                     | 4 036         | 31%         |
| etap III (2038-57)                    | 4 115         | 32%         |
| wartość rezidualna                    | 4 769         | 37%         |
| <b>wartość godziwa</b>                | <b>12 919</b> | <b>100%</b> |
| liczba akcji (mln)                    | 147           |             |
| koszt kapitału                        | 0,0%          |             |
| <b>wartość godziwa na akcję (PLN)</b> | <b>87,60</b>  |             |
| <b>cena docelowa za 9M (PLN)</b>      | <b>93,20</b>  |             |

### Model zysków ekonomicznych

| (mln PLN)                             | wartość       | udział      |
|---------------------------------------|---------------|-------------|
| początkowe TNAV                       | 10 826        | 65%         |
| etap I (2020-22)                      | 1 136         | 7%          |
| korekta o PV                          | 391           | 2%          |
| etap II (2023-37)                     | 3 675         | 22%         |
| etap III (2038-57)                    | 988           | 6%          |
| <b>wartość godziwa</b>                | <b>16 624</b> | <b>100%</b> |
| liczba akcji (mln)                    | 147           |             |
| koszt kapitału                        | 0,0%          |             |
| <b>wartość godziwa na akcję (PLN)</b> | <b>112,77</b> |             |
| <b>cena docelowa za 9M (PLN)</b>      | <b>119,96</b> |             |

**cena bieżąca** 66,80 PLN  
**cena docelowa** 90,00 PLN  
**potencjał zmiany** +34,7%

|                 | rekomenacja  | cena docelowa    | data wydania      |
|-----------------|--------------|------------------|-------------------|
| <b>aktualna</b> | <b>kupuj</b> | <b>90,00 PLN</b> | <b>2021-04-19</b> |

| Podstawowe dane    | BNPPPL PW    | vs. WIG                     |
|--------------------|--------------|-----------------------------|
| ticker             | BNPPPL PW    | zmiana 1M -1,8% -2,5%       |
| ISIN               | PLBGZ0000010 | zmiana YTD +5,0% -13,1%     |
| liczba akcji (mln) | 147,4        | średni obrót 1M 0,5 mln PLN |
| MC (mln PLN)       | 9 847,6      | średni obrót 6M 0,3 mln PLN |
|                    |              | P/E 12M fwd 10,1 -21,3%     |
| free float         | 11,2%        | P/E 5Y avg 12,9 dyskonto    |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)             | 2019       | 2020         | 2021P        | 2022P        | 2023P        |
|-----------------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| wynik odsetkowy       | 3 169      | 3 060        | 3 006        | 3 177        | 3 378        |
| WNDB                  | 4 824      | 5 076        | 4 955        | 5 210        | 5 511        |
| koszty                | -3 195     | -2 877       | -2 679       | -2 742       | -2 818       |
| saldo rezerw          | -442       | -601         | -446         | -410         | -407         |
| <b>zysk netto</b>     | <b>615</b> | <b>733</b>   | <b>610</b>   | <b>1 196</b> | <b>1 341</b> |
| P/E                   | 16,3       | 13,6         | 16,4         | 8,4          | 7,5          |
| P/BV                  | 0,9        | 0,8          | 0,8          | 0,7          | 0,7          |
| ROE                   | 5,7%       | 6,3%         | 4,9%         | 9,1%         | 9,5%         |
| DPS                   | 0,00       | 0,00         | 0,00         | 1,86         | 3,65         |
| DYield                | 0,0%       | 0,0%         | 0,0%         | 2,8%         | 5,5%         |
| <b>Zmiana prognoz</b> |            | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> | <b>2023P</b> |              |
| wynik odsetkowy       |            | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |              |
| wynik prowizyjny      |            | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |              |
| koszty razem          |            | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |              |
| saldo rezerw          |            | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |              |
| <b>zysk netto</b>     |            | <b>0,0%</b>  | <b>0,0%</b>  | <b>0,0%</b>  |              |

### Bilans

| (mln PLN)              | 2019           | 2020           | 2021P          | 2022P          | 2023P          |
|------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>kredyty netto</b>   | <b>73 811</b>  | <b>75 637</b>  | <b>78 544</b>  | <b>84 261</b>  | <b>90 631</b>  |
| pozostałe aktywa       | 36 143         | 43 940         | 43 180         | 41 857         | 40 960         |
| <b>aktywa razem</b>    | <b>109 954</b> | <b>119 577</b> | <b>121 724</b> | <b>126 118</b> | <b>131 591</b> |
| <b>depozyty</b>        | <b>86 135</b>  | <b>90 051</b>  | <b>91 387</b>  | <b>94 993</b>  | <b>100 206</b> |
| pozostałe zobowiązania | 12 660         | 17 496         | 17 697         | 17 472         | 16 749         |
| udziały mniejszościowe | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>kapitały własne</b> | <b>11 159</b>  | <b>12 031</b>  | <b>12 640</b>  | <b>13 653</b>  | <b>14 636</b>  |

### Wskaźniki

| (%)       | 2019  | 2020  | 2021P | 2022P | 2023P |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| NIM       | 2,9%  | 2,7%  | 2,5%  | 2,6%  | 2,7%  |
| C/I       | 66,2% | 56,7% | 54,1% | 52,6% | 51,1% |
| CoR       | 0,6%  | 0,8%  | 0,6%  | 0,5%  | 0,4%  |
| NPL Ratio | 5,7%  | 5,4%  | 6,5%  | 6,0%  | 5,5%  |
| tier 1    | 12,8% | 13,6% | 15,3% | 15,7% | 16,0% |

### Podsumowanie wyceny

| (mln PLN)                        | waga       | wycena        |
|----------------------------------|------------|---------------|
| DDM                              | 50%        | 12 919        |
| <b>zyski ekonomiczne</b>         | <b>50%</b> | <b>16 624</b> |
| średnia wartość godziwa          |            | 14 772        |
| na akcję (PLN)                   |            | 100,20        |
| podatek bankowy                  |            | -26,94        |
| wartość godziwa na akcję         |            | 73,26         |
| koszt kapitału 9M                |            | 0,0%          |
| <b>cena docelowa za 9M (PLN)</b> |            | <b>90,00</b>  |

## Handlowy akumuluj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 [michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 [mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami zwycięzcą ogłoszenia nowej polityki dywidendowej przez KNF jest Bank Handlowy, który bazując na historycznych parametrach bufora szokowego, będzie mógł wypłacić 100% dywidendy z 2020 roku (DPS = 1,21 PLN). Co więcej sytuacja Banku Handlowego jest na tyle dobra, że naszym zdaniem Handlowy będzie prosił o indywidualne pozwolenie od KNF na wypłatę zysku niepodzielonego z lat ubiegłych (DPS = 3,66 PLN na podstawie projektu uchwał WZ). Oznacza to, że łączna stopa dywidendy w przypadku Banku Handlowego może wynieść w 2021 roku nawet 10%. Przypominamy również, że część detaliczna Handlowego została wystawiona na sprzedaż, co w teorii może się przełożyć na dodatkowe przepływy w kierunku akcjonariuszy mniejszościowych. Na pewno portfel klientów zamownych klientów detalicznych może być ciekawym aktywem dla niektórych banków operujących w Polsce, natomiast zwracamy uwagę, że może to być aktywo wyjątkowo kapryśne i przy ewentualnym przejęciu takiego portfela konieczna byłaby polityka skierowana na retencję i szybkie utworzenie relacji z nowymi klientami, co może być kosztowne. Jak zwykle z pewnym dystansem patrzymy na niski potencjał sprzedażowy Handlowego, a tym samym wolumeny jakie będzie osiągał bank. Zostawiamy bez zmian naszą rekomendację akumuluj.

**Cena bieżąca** 47,65 PLN **potencjał zmiany**  
**Cena docelowa** 49,50 PLN **+3,9%**

|          | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|----------|--------------|---------------|--------------|
| aktualna | akumuluj     | 49,50 PLN     | 2021-04-19   |

| Podstawowe dane    |              |                 | BHW PW      | vs. WIG  |
|--------------------|--------------|-----------------|-------------|----------|
| ticker             | BHW PW       | zmiana 1M       | +0,7%       | +0,0%    |
| ISIN               | PLBH00000012 | zmiana YTD      | +35,6%      | +17,5%   |
| liczba akcji (mln) | 130,7        | średni obrót 1M | 2,5 mln PLN |          |
| MC (mln PLN)       | 6 225,9      | średni obrót 6M | 2,1 mln PLN |          |
|                    |              | P/E 12M fwd     | 12,1        | -12,6%   |
| free float         | 25,0%        | P/E 5Y avg      | 13,9        | dyskonto |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)         | 2019       | 2020       | 2021P       | 2022P       | 2023P       |
|-------------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| wynik odsetkowy   | 1 154      | 1 002      | 890         | 927         | 975         |
| WNDB              | 2 245      | 2 129      | 2 427       | 2 072       | 2 137       |
| koszty            | -1 244     | -1 284     | -1 218      | -1 240      | -1 260      |
| saldo rezerw      | -246       | -190       | -129        | -111        | -118        |
| <b>zysk netto</b> | <b>480</b> | <b>172</b> | <b>728</b>  | <b>444</b>  | <b>466</b>  |
| P/E               | 11,7       | 32,5       | 7,7         | 12,6        | 12,0        |
| P/BV              | 0,9        | 0,8        | 0,8         | 0,8         | 0,8         |
| ROE               | 6,8%       | 2,4%       | 9,2%        | 5,5%        | 5,8%        |
| DPS               | 3,74       | 0,00       | 0,66        | 5,12        | 3,40        |
| DYield            | 7,8%       | 0,0%       | 1,4%        | 10,7%       | 7,1%        |
| Zmiana prognoz    |            |            | 2021P       | 2022P       | 2023P       |
| wynik odsetkowy   |            |            | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| wynik prowizyjny  |            |            | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| koszty razem      |            |            | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| saldo rezerw      |            |            | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| <b>zysk netto</b> |            |            | <b>0,0%</b> | <b>0,0%</b> | <b>0,0%</b> |

### RZiS

| (mln PLN)                  | 2019         | 2020         | 2021P        | 2022P        | 2023P        |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| wynik odsetkowy            | 1 154        | 1 002        | 890          | 927          | 975          |
| wynik prowizyjny           | 565          | 560          | 596          | 616          | 631          |
| wynik handlowy             | 491          | 531          | 903          | 490          | 490          |
| pozostałe przychody netto  | 35           | 37           | 38           | 39           | 41           |
| <b>wynik pozaodsetkowy</b> | <b>1 091</b> | <b>1 128</b> | <b>1 537</b> | <b>1 145</b> | <b>1 162</b> |
| <b>WNDB</b>                | <b>2 245</b> | <b>2 129</b> | <b>2 427</b> | <b>2 072</b> | <b>2 137</b> |
| koszty operacyjne          | 1 244        | 1 284        | 1 218        | 1 240        | 1 260        |
| <b>zysk operacyjny</b>     | <b>1 002</b> | <b>846</b>   | <b>1 209</b> | <b>832</b>   | <b>876</b>   |
| saldo rezerw               | 246          | 190          | 129          | 111          | 118          |
| udział w jednostkach zal   | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>wynik brutto</b>        | <b>756</b>   | <b>441</b>   | <b>1 080</b> | <b>722</b>   | <b>759</b>   |
| podatek                    | 178          | 145          | 237          | 159          | 167          |
| zyski mniejszościowych     | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| podatek bankowy            | 98           | 124          | 114          | 119          | 126          |
| <b>zysk netto</b>          | <b>480</b>   | <b>172</b>   | <b>728</b>   | <b>444</b>   | <b>466</b>   |

### Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

| (mln PLN)                             | wartość      | udział      |
|---------------------------------------|--------------|-------------|
| etap I (2021-22)                      | 995          | 13%         |
| korekta o PV                          | 343          | 4%          |
| etap II (2023-37)                     | 5 509        | 70%         |
| etap III (2038-57)                    | 754          | 10%         |
| wartość rezidualna                    | 281          | 4%          |
| <b>wartość godziwa</b>                | <b>7 882</b> | <b>100%</b> |
| liczba akcji (mln)                    | 131          |             |
| koszt kapitału                        | 8,5%         |             |
| <b>wartość godziwa na akcję (PLN)</b> | <b>60,33</b> |             |
| <b>cena docelowa za 9M (PLN)</b>      | <b>64,17</b> |             |

### Model zysków ekonomicznych

| (mln PLN)                             | wartość      | udział      |
|---------------------------------------|--------------|-------------|
| początkowe TNAV                       | 8 968        | 117%        |
| etap I (2020-22)                      | -327         | -4%         |
| korekta o PV                          | 100          | 1%          |
| etap II (2023-37)                     | -1 076       | -14%        |
| etap III (2038-57)                    | -21          | 0%          |
| <b>wartość godziwa</b>                | <b>7 644</b> | <b>100%</b> |
| liczba akcji (mln)                    | 131          |             |
| koszt kapitału                        | 8,5%         |             |
| <b>wartość godziwa na akcję (PLN)</b> | <b>58,50</b> |             |
| <b>cena docelowa za 9M (PLN)</b>      | <b>62,23</b> |             |

### Podsumowanie wyceny

| (mln PLN)                        | waga | wycena       |
|----------------------------------|------|--------------|
| DDM                              | 50%  | 7 882        |
| zyski ekonomiczne                | 50%  | 7 644        |
| średnia wartość godziwa          |      | 7 763        |
| na akcję (PLN)                   |      | 59,41        |
| podatek bankowy                  |      | -12,88       |
| wartość godziwa na akcję         |      | 46,53        |
| koszt kapitału 9M                |      | 6,4%         |
| <b>cena docelowa za 9M (PLN)</b> |      | <b>49,50</b> |

## ING BSK akumuluj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 [michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 [mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)

Środki odłożone przez ING powinny wystarczyć na pokrycie kosztów potencjalnego programu ugód, ewentualnie zostały do zawiązania jeszcze relatywnie małe rezerwy. Oczekiwalibyśmy bardziej aktywnej postawy banku w kwestii ugód, ale możliwe że dopiero po przewidzianym na wrzesień orzeczeniu SN, sprawa nabierze tempa. Bank jest w bardzo dobrej sytuacji kapitałowej, która teoretycznie uprawnia ING do wypłaty 100% dywidendy za 2020, jednakże akcjonariusze banku nie zdecydowali o wypłacie dywidendy. Cały czas pozostaje kwestia zyski niepodzielonego z lat ubiegłych (1158 mln PLN), które ING mógłby wypłacić po uzyskaniu zgody KNF – nie zakładamy takiego scenariusza, ale raczej traktujemy to jako szansę. Nasze bieżące prognozy zakładają ROE na poziomie 8,7-8,8% w latach 2021-23, ale nie uwzględniają one jeszcze oczekiwanych podwyżek stóp procentowych, które dodatkową poprawią rentowność ING. Pod względem wyceny ING cały czas plasuje się w czołówce, aczkolwiek spread do agregatu polskich banków zmalał w ostatnich tygodniach. Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację akumuluj.

|                      |            |                         |
|----------------------|------------|-------------------------|
| <b>cena bieżąca</b>  | 187,40 PLN | <b>potencjał zmiany</b> |
| <b>cena docelowa</b> | 190,00 PLN | +1,4%                   |

|                 | rekomendacja    | cena docelowa     | data wydania      |
|-----------------|-----------------|-------------------|-------------------|
| <b>aktualna</b> | <b>akumuluj</b> | <b>190,00 PLN</b> | <b>2021-05-07</b> |

| Podstawowe dane    |              |                 | ING PW      | vs. WIG  |
|--------------------|--------------|-----------------|-------------|----------|
| ticker             | ING PW       | zmiana 1M       | -1,5%       | -2,2%    |
| ISIN               | PLBSK0000017 | zmiana YTD      | +9,6%       | -8,5%    |
| liczba akcji (mln) | 130,1        | średni obrót 1M | 1,5 mln PLN |          |
| MC (mln PLN)       | 24 380,7     | średni obrót 6M | 1,6 mln PLN |          |
|                    |              | P/E 12M fwd     | 12,9        | -14,6%   |
| free float         | 25,0%        | P/E 5Y avg      | 15,1        | dyskonto |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)         | 2019         | 2020         | 2021P        | 2022P        | 2023P        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| wynik odsetkowy   | 4 325        | 4 542        | 4 699        | 4 903        | 5 245        |
| WNDB              | 5 790        | 6 215        | 6 409        | 6 684        | 7 097        |
| koszty            | -2 497       | -2 763       | -2 804       | -3 041       | -3 229       |
| saldo rezerw      | -561         | -805         | -698         | -660         | -698         |
| <b>zysk netto</b> | <b>1 659</b> | <b>1 338</b> | <b>1 690</b> | <b>1 805</b> | <b>1 881</b> |
| P/E               | 13,6         | 16,9         | 13,4         | 12,5         | 12,0         |
| P/BV              | 1,6          | 1,3          | 1,2          | 1,2          | 1,1          |
| ROE               | 11,6%        | 7,9%         | 8,7%         | 8,8%         | 8,8%         |
| DPS               | 3,50         | 0,00         | 0,00         | 8,72         | 9,16         |
| DYield            | 1,9%         | 0,0%         | 0,0%         | 4,7%         | 4,9%         |
| Zmiana prognoz    |              |              | 2021P        | 2022P        | 2023P        |
| wynik odsetkowy   |              |              | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| wynik prowizyjny  |              |              | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| koszty razem      |              |              | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| saldo rezerw      |              |              | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| <b>zysk netto</b> |              |              | <b>0,0%</b>  | <b>0,0%</b>  | <b>0,0%</b>  |

### RZiS

| (mln PLN)                  | 2019         | 2020         | 2021P        | 2022P        | 2023P        |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| wynik odsetkowy            | 4 325        | 4 542        | 4 699        | 4 903        | 5 245        |
| wynik prowizyjny           | 1 341        | 1 528        | 1 581        | 1 653        | 1 724        |
| wynik handlowy             | 130          | 153          | 138          | 138          | 138          |
| pozostałe przychody netto  | -6           | -9           | -9           | -9           | -10          |
| <b>wynik pozaodsetkowy</b> | <b>1 465</b> | <b>1 673</b> | <b>1 710</b> | <b>1 781</b> | <b>1 852</b> |
| <b>WNDB</b>                | <b>5 790</b> | <b>6 215</b> | <b>6 409</b> | <b>6 684</b> | <b>7 097</b> |
| koszty operacyjne          | 2 497        | 2 763        | 2 804        | 3 041        | 3 229        |
| <b>zysk operacyjny</b>     | <b>3 292</b> | <b>3 452</b> | <b>3 605</b> | <b>3 643</b> | <b>3 868</b> |
| saldo rezerw               | 606          | 1 075        | 800          | 660          | 698          |
| udział w jednostkach zal   | 7            | 16           | 16           | 16           | 16           |
| <b>wynik brutto</b>        | <b>2 694</b> | <b>2 393</b> | <b>2 821</b> | <b>2 999</b> | <b>3 186</b> |
| podatek                    | 599          | 574          | 643          | 660          | 701          |
| zyski mniejszościowych     | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| podatek bankowy            | 436          | 482          | 488          | 535          | 604          |
| <b>zysk netto</b>          | <b>1 659</b> | <b>1 338</b> | <b>1 690</b> | <b>1 805</b> | <b>1 881</b> |

### Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

| (mln PLN)                             | wartość       | udział      |
|---------------------------------------|---------------|-------------|
| etap I (2021-22)                      | 1 897         | 6%          |
| korekta o PV                          | 1 624         | 5%          |
| etap II (2023-37)                     | 16 061        | 49%         |
| etap III (2038-57)                    | 8 165         | 25%         |
| wartość rezidualna                    | 4 803         | 15%         |
| <b>wartość godziwa</b>                | <b>32 550</b> | <b>100%</b> |
| liczba akcji (mln)                    | 130           |             |
| koszt kapitału                        | 8,5%          |             |
| <b>wartość godziwa na akcję (PLN)</b> | <b>250,19</b> |             |
| <b>cena docelowa za 9M (PLN)</b>      | <b>266,14</b> |             |

### Model zysków ekonomicznych

| (mln PLN)                             | wartość       | udział      |
|---------------------------------------|---------------|-------------|
| początkowe TNAV                       | 18 175        | 61%         |
| etap I (2020-22)                      | 1 390         | 5%          |
| korekta o PV                          | 388           | 1%          |
| etap II (2023-37)                     | 6 722         | 23%         |
| etap III (2038-57)                    | 2 962         | 10%         |
| <b>wartość godziwa</b>                | <b>29 639</b> | <b>100%</b> |
| liczba akcji (mln)                    | 130           |             |
| koszt kapitału                        | 8,5%          |             |
| <b>wartość godziwa na akcję (PLN)</b> | <b>227,81</b> |             |
| <b>cena docelowa za 9M (PLN)</b>      | <b>242,34</b> |             |

### Podsumowanie wyceny

| (mln PLN)                        | waga       | wycena        |
|----------------------------------|------------|---------------|
| DDM                              | 50%        | 32 550        |
| <b>zyski ekonomiczne</b>         | <b>50%</b> | <b>29 639</b> |
| średnia wartość godziwa          |            | 31 094        |
| na akcję (PLN)                   |            | 239,00        |
| podatek bankowy                  |            | -60,39        |
| wartość godziwa na akcję         |            | 178,61        |
| koszt kapitału 9M                |            | 6,4%          |
| <b>cena docelowa za 9M (PLN)</b> |            | <b>190,00</b> |

## Millennium trzymaj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 [michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 [mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)

Uważamy, że Bank Millennium cały czas stoi w rozkroku pomiędzy ugodami frankowymi i zamknięciem kwestii frankowej, a wieloletnimi bataliami sądowymi. Zarząd banku stwierdził na konferencji wynikowej, że skłania się ku ugodom, a decyzja zostanie podjęta w sierpniu/wrzeźniu. Naszym zdaniem Millennium cały czas prezentuje postawę reaktywną w tej kwestii i będzie czekał na wrześniowe orzeczenie SN ws. franków. Na pewno z analizowanych przez nas banków Millennium jest najbardziej wrażliwy na założony scenariusz rozwiązania problemu kredytów CHF. W zakładamy przez nas obecnie scenariuszu ugodowym Millennium przystąpi do programu ugód w 2021, co będzie wiązało się z zawiązaniem dużych rezerw (3,6 mld PLN), ale również ze skokowym wzrostem rentowności w latach 2022-23 do poziomu 10-11%. Oczywiście w najbliższych latach należałoby zapomnieć o dywidendzie. Poza problemem frankowym Millennium pokazuje solidne wyniki i relatywnie silną sprzedaż, co będzie ważnym argumentem przemawiającym za bankiem, jeżeli łamigłówka kredytów CHF zostanie rozwiązana. Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację trzymaj.

|               |          |                  |
|---------------|----------|------------------|
| cena bieżąca  | 4,78 PLN | potencjał zmiany |
| cena docelowa | 4,20 PLN | -12,1%           |

|          | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|----------|--------------|---------------|--------------|
| aktualna | trzymaj      | 4,20 PLN      | 2021-04-19   |

| Podstawowe dane    |              |                 | MIL PW      | vs. WIG  |
|--------------------|--------------|-----------------|-------------|----------|
| ticker             | MIL PW       | zmiana 1M       | -7,2%       | -7,9%    |
| ISIN               | PLBIG0000016 | zmiana YTD      | +46,2%      | +28,1%   |
| liczba akcji (mln) | 1 213,1      | średni obrót 1M | 6,7 mln PLN |          |
| MC (mln PLN)       | 5 798,7      | średni obrót 6M | 7,9 mln PLN |          |
|                    |              | P/E 12M fwd     | 9,4         | -19,7%   |
| free float         | 50,0%        | P/E 5Y avg      | 11,6        | dyskonto |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)         | 2019       | 2020      | 2021P         | 2022P       | 2023P       |
|-------------------|------------|-----------|---------------|-------------|-------------|
| wynik odsetkowy   | 2 437      | 2 549     | 2 508         | 2 593       | 2 764       |
| WNDB              | 3 552      | 3 784     | 3 651         | 3 765       | 3 972       |
| koszty            | -1 842     | -2 015    | -1 895        | -1 921      | -1 968      |
| saldo rezerw      | -404       | -565      | -557          | -499        | -486        |
| <b>zysk netto</b> | <b>561</b> | <b>23</b> | <b>-2 898</b> | <b>627</b>  | <b>757</b>  |
| P/E               | 8,1        | 200,0     | -             | 7,3         | 6,0         |
| P/BV              | 0,6        | 0,6       | 0,9           | 0,9         | 0,8         |
| ROE               | 6,5%       | 0,3%      | -             | 9,8%        | 10,7%       |
| DPS               | 0,00       | 0,00      | 0,00          | 0,00        | 0,00        |
| DYield            | 0,0%       | 0,0%      | 0,0%          | 0,0%        | 0,0%        |
| Zmiana prognoz    |            |           | 2021P         | 2022P       | 2023P       |
| wynik odsetkowy   |            |           | 0,0%          | 0,0%        | 0,0%        |
| wynik prowizyjny  |            |           | 0,0%          | 0,0%        | 0,0%        |
| koszty razem      |            |           | 0,0%          | 0,0%        | 0,0%        |
| saldo rezerw      |            |           | 0,0%          | 0,0%        | 0,0%        |
| <b>zysk netto</b> |            |           | <b>0,0%</b>   | <b>0,0%</b> | <b>0,0%</b> |

### RZiS

| (mln PLN)                  | 2019         | 2020         | 2021P         | 2022P        | 2023P        |
|----------------------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
| wynik odsetkowy            | 2 437        | 2 549        | 2 508         | 2 593        | 2 764        |
| wynik prowizyjny           | 699          | 746          | 759           | 779          | 805          |
| wynik handlowy             | 318          | 328          | 279           | 288          | 296          |
| pozostałe przychody netto  | 98           | 161          | 104           | 106          | 107          |
| <b>wynik pozaodsetkowy</b> | <b>1 115</b> | <b>1 235</b> | <b>1 143</b>  | <b>1 172</b> | <b>1 207</b> |
| <b>WNDB</b>                | <b>3 552</b> | <b>3 784</b> | <b>3 651</b>  | <b>3 765</b> | <b>3 972</b> |
| koszty operacyjne          | 1 842        | 2 015        | 1 895         | 1 921        | 1 968        |
| <b>zysk operacyjny</b>     | <b>1 710</b> | <b>1 769</b> | <b>1 756</b>  | <b>1 844</b> | <b>2 003</b> |
| saldo rezerw               | 627          | 1 278        | 4 140         | 675          | 661          |
| udział w jednostkach zal   | 0            | 0            | 0             | 0            | 0            |
| <b>wynik brutto</b>        | <b>1 083</b> | <b>490</b>   | <b>-2 384</b> | <b>1 169</b> | <b>1 342</b> |
| podatek                    | 275          | 188          | 240           | 269          | 303          |
| zyski mniejszościowych     | 0            | 0            | 0             | 0            | 0            |
| podatek bankowy            | 248          | 279          | 275           | 274          | 282          |
| <b>zysk netto</b>          | <b>561</b>   | <b>23</b>    | <b>-2 898</b> | <b>627</b>   | <b>757</b>   |

### Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

| (mln PLN)                             | wartość      | udział      |
|---------------------------------------|--------------|-------------|
| etap I (2021-22)                      | 0            | 0%          |
| korekta o PV                          | 518          | 6%          |
| etap II (2023-37)                     | 5 566        | 66%         |
| etap III (2038-57)                    | 1 354        | 16%         |
| wartość rezidualna                    | 1 007        | 12%         |
| <b>wartość godziwa</b>                | <b>8 445</b> | <b>100%</b> |
| liczba akcji (mln)                    | 1 213        |             |
| koszt kapitału                        | 8,5%         |             |
| <b>wartość godziwa na akcję (PLN)</b> | <b>6,96</b>  |             |
| <b>cena docelowa za 9M (PLN)</b>      | <b>7,41</b>  |             |

### Model zysków ekonomicznych

| (mln PLN)                             | wartość      | udział      |
|---------------------------------------|--------------|-------------|
| początkowe TNAV                       | 10 949       | 125%        |
| etap I (2020-22)                      | -2 319       | -26%        |
| korekta o PV                          | 115          | 1%          |
| etap II (2023-37)                     | 679          | 8%          |
| etap III (2038-57)                    | -632         | -7%         |
| <b>wartość godziwa</b>                | <b>8 792</b> | <b>100%</b> |
| liczba akcji (mln)                    | 1 213        |             |
| koszt kapitału                        | 8,5%         |             |
| <b>wartość godziwa na akcję (PLN)</b> | <b>7,25</b>  |             |
| <b>cena docelowa za 9M (PLN)</b>      | <b>7,71</b>  |             |

### Podsumowanie wyceny

| (mln PLN)                        | waga       | wycena       |
|----------------------------------|------------|--------------|
| DDM                              | 50%        | 8 445        |
| <b>zyski ekonomiczne</b>         | <b>50%</b> | <b>8 792</b> |
| średnia wartość godziwa          |            | 8 619        |
| na akcję (PLN)                   |            | 7,10         |
| podatek bankowy                  |            | -3,15        |
| wartość godziwa na akcję         |            | 3,95         |
| koszt kapitału 9M                |            | 6,4%         |
| <b>cena docelowa za 9M (PLN)</b> |            | <b>4,20</b>  |

## Pekao kupuj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 [michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 [mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)

Uważamy, że Bank Pekao jest jedną z najciekawszych propozycji w obliczu nadciągających podwyżek stóp procentowych. Zaskakująco, Pekao było jednym z najbardziej wrażliwych banków na obniżki w 2020 i uważamy, że przy podwyżkach wrażliwość ta zostanie zachowana. Nasza obecna prognoza wskazuje, że ROE Pekao w 2022/23 na poziomie 8%-9% czyli dość zgodnie z założeniami Pekao, które oczekuje ROE 10% w 2024 roku ale nie zawiera żadnych podwyżek. Realizacja strategii może zostać przyspieszona przez ww. podwyżki stóp procentowych, których czas stoi pod znakiem zapytania ze względu na wariant Delta COVID-19, który może wywołać 4 falę w Europie i na świecie. Zgodnie z naszymi przewidywaniami Pekao najprawdopodobniej będzie mogło wypłacić 75% zysku netto co przełoży się na DPS 3,21 PLN. Jednocześnie należy pamiętać, że Pekao posiada nadal znaczący zysk niepodzielony z lat ubiegłych, który przekłada się na DPS 6,42. PLN. Uważamy, że w miarę możliwości i zgody KNF zysk ten będzie trafiał do akcjonariuszy lub zostanie spożytkowany na ewentualne akwizycje. Podsumowując uważamy, że Bank Pekao jest jednym z najciekawszych banków biorąc pod uwagę obecne otoczenie makroekonomiczne, znikomą ekspozycję na kredyty frankowe oraz ze względu na znaczącą nadwyżkę kapitałową, która może trafić do akcjonariuszy. Pozostawiamy rekomendację kupuj bez zmian.

|                      |            |                         |
|----------------------|------------|-------------------------|
| <b>cena bieżąca</b>  | 94,48 PLN  | <b>potencjał zmiany</b> |
| <b>cena docelowa</b> | 102,00 PLN | +8,0%                   |

|                 | rekomendacja | cena docelowa     | data wydania      |
|-----------------|--------------|-------------------|-------------------|
| <b>aktualna</b> | <b>kupuj</b> | <b>102,00 PLN</b> | <b>2021-04-19</b> |

| Podstawowe dane    |              | PEO PW          | vs. WIG      |
|--------------------|--------------|-----------------|--------------|
| ticker             | PEO PW       | zmiana 1M       | -3,0%        |
| ISIN               | PLPEKAO00016 | zmiana YTD      | +54,6%       |
| liczba akcji (mln) | 262,5        | średni obrót 1M | 83,6 mln PLN |
| MC (mln PLN)       | 24 798,2     | średni obrót 6M | 64,6 mln PLN |
|                    |              | P/E 12M fwd     | 12,5         |
| free float         | 67,2%        | P/E 5Y avg      | 12,4         |
|                    |              |                 | premia       |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)             | 2019         | 2020         | 2021P        | 2022P        | 2023P        |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| wynik odsetkowy       | 5 468        | 5 202        | 5 436        | 5 619        | 5 832        |
| WNDB                  | 8 304        | 7 872        | 8 184        | 8 450        | 8 737        |
| koszty                | -3 992       | -3 849       | -3 911       | -3 858       | -3 879       |
| saldo rezerw          | -660         | -1 270       | -1 049       | -939         | -797         |
| <b>zysk netto</b>     | <b>2 165</b> | <b>1 102</b> | <b>1 445</b> | <b>2 108</b> | <b>2 390</b> |
| P/E                   | 9,3          | 18,3         | 13,9         | 9,5          | 8,4          |
| P/BV                  | 1,1          | 1,0          | 0,9          | 0,9          | 0,9          |
| ROE                   | 9,4%         | 4,5%         | 5,6%         | 7,8%         | 8,5%         |
| DPS                   | 6,60         | 0,00         | 3,15         | 5,50         | 8,03         |
| DYield                | 7,0%         | 0,0%         | 3,3%         | 5,8%         | 8,5%         |
| <b>Zmiana prognoz</b> |              |              | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> | <b>2023P</b> |
| wynik odsetkowy       |              |              | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| wynik prowizyjny      |              |              | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| koszty razem          |              |              | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| saldo rezerw          |              |              | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| <b>zysk netto</b>     |              |              | <b>0,0%</b>  | <b>0,0%</b>  | <b>0,0%</b>  |

### RZiS

| (mln PLN)                  | 2019         | 2020         | 2021P        | 2022P        | 2023P        |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| wynik odsetkowy            | 5 468        | 5 202        | 5 436        | 5 619        | 5 832        |
| wynik prowizyjny           | 2 534        | 2 434        | 2 500        | 2 574        | 2 639        |
| wynik handlowy             | 237          | 257          | 249          | 251          | 254          |
| pozostałe przychody netto  | 66           | -21          | -1           | 5            | 13           |
| <b>wynik pozaodsetkowy</b> | <b>2 836</b> | <b>2 670</b> | <b>2 748</b> | <b>2 831</b> | <b>2 905</b> |
| <b>WNDB</b>                | <b>8 304</b> | <b>7 872</b> | <b>8 184</b> | <b>8 450</b> | <b>8 737</b> |
| koszty operacyjne          | 3 992        | 3 849        | 3 911        | 3 858        | 3 879        |
| <b>zysk operacyjny</b>     | <b>4 312</b> | <b>4 023</b> | <b>4 273</b> | <b>4 592</b> | <b>4 858</b> |
| saldo rezerw               | 718          | 1 638        | 1 434        | 953          | 811          |
| udział w jednostkach zal   | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>wynik brutto</b>        | <b>3 653</b> | <b>2 754</b> | <b>3 224</b> | <b>3 653</b> | <b>4 062</b> |
| podatek                    | 836          | 622          | 711          | 818          | 916          |
| zyski mniejszościowych     | -2           | -1           | -1           | -1           | -1           |
| podatek bankowy            | 591          | 661          | 682          | 713          | 740          |
| <b>zysk netto</b>          | <b>2 165</b> | <b>1 102</b> | <b>1 445</b> | <b>2 108</b> | <b>2 390</b> |

### Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

| (mln PLN)                             | wartość       | udział      |
|---------------------------------------|---------------|-------------|
| etap I (2021-22)                      | 3 639         | 11%         |
| korekta o PV                          | 2 087         | 6%          |
| etap II (2023-37)                     | 23 449        | 68%         |
| etap III (2038-57)                    | 4 124         | 12%         |
| wartość rezidualna                    | 1 104         | 3%          |
| <b>wartość godziwa</b>                | <b>34 402</b> | <b>100%</b> |
| liczba akcji (mln)                    | 262           |             |
| koszt kapitału                        | 8,5%          |             |
| <b>wartość godziwa na akcję (PLN)</b> | <b>131,14</b> |             |
| <b>cena docelowa za 9M (PLN)</b>      | <b>139,50</b> |             |

### Model zysków ekonomicznych

| (mln PLN)                             | wartość       | udział      |
|---------------------------------------|---------------|-------------|
| początkowe TNAV                       | 29 258        | 88%         |
| etap I (2020-22)                      | 924           | 3%          |
| korekta o PV                          | 777           | 2%          |
| etap II (2023-37)                     | 1 754         | 5%          |
| etap III (2038-57)                    | 468           | 1%          |
| <b>wartość godziwa</b>                | <b>33 180</b> | <b>100%</b> |
| liczba akcji (mln)                    | 262           |             |
| koszt kapitału                        | 8,5%          |             |
| <b>wartość godziwa na akcję (PLN)</b> | <b>126,41</b> |             |
| <b>cena docelowa za 9M (PLN)</b>      | <b>134,47</b> |             |

### Podsumowanie wyceny

| (mln PLN)                        | waga | wycena        |
|----------------------------------|------|---------------|
| DDM                              |      | 34 402        |
| <b>zyski ekonomiczne</b>         |      | <b>33 180</b> |
| średnia wartość godziwa          |      | 33 791        |
| na akcję (PLN)                   |      | 128,78        |
| podatek bankowy                  |      | -32,89        |
| wartość godziwa na akcję         |      | 95,89         |
| koszt kapitału 9M                |      | 6,4%          |
| <b>cena docelowa za 9M (PLN)</b> |      | <b>102,00</b> |

## PKO BP kupuj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 [michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 [mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)

PKO BP przeszło trzęsienie ziemi. Zamiast kosmetycznych reorganizacji w Zarządzie, które zapowiadał Prezes, zmiany praktycznie dotyczą wszystkich kluczowych obszarów banku. Nowy Prezes zwalnia miejsce szefa detalu, powołany został nowy CFO a prasa spekuluje o zmianie szefa pionu korporacji. Co ważne, nowy Prezes zadeklarował kontynuację procesu ugód dla kredytobiorców frankowych co naszym zdaniem jest jednoznacznie pozytywną informacją. Ugody powinny wystartować w lipcu a bank nie będzie czekał na wyrok Sądu Najwyższego. Dodatkowo uważamy, że PKO BP spełnia wymogi dotyczące wypłaty dywidendy w 2H'21 chociaż poniesiona strata netto w 2020 roku eliminuje zwykłą wypłatę. Opcją pozostaje wypłata z zysku niepodzielonego czyli 5,5 mld PLN. Wypłata części lub całości kwoty zależy od negocjacji i zgody KNF. Obecnie uważamy, że taka wypłata jest mało prawdopodobna szczególnie ze względu na zmiany w Zarządzie ale nie niemożliwa. W krótkim okresie zwracamy uwagę, że wyniki 2Q'21 PKO BP powinny się dalej poprawiać szczególnie biorąc pod uwagę kolejne zyski na FX oraz brak opłaty BFG. W długim okresie zwracamy uwagę na podwyżki stóp procentowych w Polsce, które będą wpływały pozytywnie na prognozy, które naszym zdaniem ich jeszcze nie uwzględniają. Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj dla banku.

|               |           |                  |
|---------------|-----------|------------------|
| cena bieżąca  | 38,20 PLN | potencjał zmiany |
| cena docelowa | 40,66 PLN | +6,4%            |

|          | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|----------|--------------|---------------|--------------|
| aktualna | kupuj        | 40,66 PLN     | 2021-04-23   |

| Podstawowe dane    |              |                 | PKO PW       | vs. WIG  |
|--------------------|--------------|-----------------|--------------|----------|
| ticker             | PKO PW       | zmiana 1M       | -5,4%        | -6,2%    |
| ISIN               | PLPKO0000016 | zmiana YTD      | +33,0%       | +14,9%   |
| liczba akcji (mln) | 1 250,0      | średni obrót 1M | 83,9 mln PLN |          |
| MC (mln PLN)       | 47 750,0     | średni obrót 6M | 88,7 mln PLN |          |
|                    |              | P/E 12M fwd     | 9,9          | -19,3%   |
| free float         | 70,6%        | P/E 5Y avg      | 12,3         | dyskonto |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)         | 2019         | 2020          | 2021P        | 2022P        | 2023P        |
|-------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| wynik odsetkowy   | 10 279       | 10 151        | 10 081       | 10 354       | 10 652       |
| WNDB              | 15 038       | 14 566        | 14 854       | 15 218       | 15 616       |
| koszty            | -6 516       | -6 313        | -6 122       | -6 675       | -6 856       |
| saldo rezerw      | -1 261       | -2 305        | -1 863       | -1 694       | -1 541       |
| <b>zysk netto</b> | <b>4 031</b> | <b>-4 056</b> | <b>4 374</b> | <b>4 370</b> | <b>4 623</b> |
| P/E               | 10,2         | -             | 9,4          | 9,4          | 8,9          |
| P/BV              | 1,1          | 1,2           | 1,1          | 1,1          | 1,1          |
| ROE               | 10,0%        | -             | 10,8%        | 10,3%        | 10,7%        |
| DPS               | 1,33         | 0,00          | 0,00         | 3,15         | 3,15         |
| DYield            | 3,5%         | 0,0%          | 0,0%         | 8,2%         | 8,2%         |
| Zmiana prognoz    |              |               | 2021P        | 2022P        | 2023P        |
| wynik odsetkowy   |              |               | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| wynik prowizyjny  |              |               | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| koszty razem      |              |               | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| saldo rezerw      |              |               | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| <b>zysk netto</b> |              |               | <b>0,0%</b>  | <b>0,0%</b>  | <b>0,0%</b>  |

### RZiS

| (mln PLN)                  | 2019          | 2020          | 2021P         | 2022P         | 2023P         |
|----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| wynik odsetkowy            | 10 279        | 10 346        | 10 081        | 10 354        | 10 652        |
| wynik prowizyjny           | 3 047         | 3 904         | 4 150         | 4 227         | 4 312         |
| wynik handlowy             | 807           | 276           | 373           | 372           | 370           |
| pozostałe przychody netto  | 905           | 250           | 251           | 267           | 283           |
| <b>wynik pozaodsetkowy</b> | <b>4 759</b>  | <b>4 430</b>  | <b>4 774</b>  | <b>4 865</b>  | <b>4 965</b>  |
| <b>WNDB</b>                | <b>15 038</b> | <b>14 776</b> | <b>14 854</b> | <b>15 218</b> | <b>15 616</b> |
| koszty operacyjne          | 6 516         | 6 312         | 6 122         | 6 675         | 6 856         |
| <b>zysk operacyjny</b>     | <b>8 522</b>  | <b>8 464</b>  | <b>8 732</b>  | <b>8 544</b>  | <b>8 760</b>  |
| saldo rezerw               | 1 712         | 9 121         | 1 863         | 1 694         | 1 541         |
| udział w jednostkach zal   | 31            | 16            | 21            | 22            | 24            |
| <b>wynik brutto</b>        | <b>6 841</b>  | <b>-641</b>   | <b>6 890</b>  | <b>6 872</b>  | <b>7 243</b>  |
| podatek                    | -1 787        | -865          | -1 509        | -1 478        | -1 553        |
| zyski mniejszościowych     | -1            | 4             | 4             | 4             | 4             |
| podatek bankowy            | 1 022         | 1 055         | 1 011         | 1 027         | 1 072         |
| <b>zysk netto</b>          | <b>4 031</b>  | <b>-2 557</b> | <b>4 374</b>  | <b>4 370</b>  | <b>4 623</b>  |

### Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

| (mln PLN)                             | wartość       | udział      |
|---------------------------------------|---------------|-------------|
| etap I (2021-23)                      | 6 424         | 11%         |
| korekta o PV                          | 2 867         | 5%          |
| etap II (2024-38)                     | 42 844        | 71%         |
| etap III (2039-58)                    | 7 063         | 12%         |
| wartość rezidualna                    | 1 370         | 2%          |
| <b>wartość godziwa</b>                | <b>60 568</b> | <b>100%</b> |
| liczba akcji (mln)                    | 1 250         |             |
| koszt kapitału                        | 8,5%          |             |
| <b>wartość godziwa na akcję (PLN)</b> | <b>48,45</b>  |             |
| <b>cena docelowa za 9M (PLN)</b>      | <b>51,54</b>  |             |

### Model zysków ekonomicznych

| (mln PLN)                             | wartość       | udział      |
|---------------------------------------|---------------|-------------|
| początkowe TNAV                       | 43 694        | 74%         |
| etap I (2021-23)                      | 3 792         | 6%          |
| korekta o PV                          | 1 476         | 2%          |
| etap II (2024-38)                     | 8 577         | 14%         |
| etap III (2039-58)                    | 1 637         | 3%          |
| <b>wartość godziwa</b>                | <b>59 176</b> | <b>100%</b> |
| liczba akcji (mln)                    | 1 250         |             |
| koszt kapitału                        | 8,5%          |             |
| <b>wartość godziwa na akcję (PLN)</b> | <b>47,34</b>  |             |
| <b>cena docelowa za 9M (PLN)</b>      | <b>50,36</b>  |             |

### Podsumowanie wyceny

| (mln PLN)                        | waga       | wycena        |
|----------------------------------|------------|---------------|
| DDM                              | 50%        | 60 568        |
| <b>zyski ekonomiczne</b>         | <b>50%</b> | <b>59 176</b> |
| średnia wartość godziwa          |            | 59 872        |
| na akcję (PLN)                   |            | 47,90         |
| podatek bankowy                  |            | -9,68         |
| wartość godziwa na akcję         |            | 38,22         |
| koszt kapitału 9M                |            | 6,4%          |
| <b>cena docelowa za 9M (PLN)</b> |            | <b>40,66</b>  |

## Santander Bank Polska kupuj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 [michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 [mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)

Uważamy, że kluczowa dla Santander Bank Polska jest kwestia rozwiązania problemu franków. Cały czas oczekujemy, że Santander Bank Polska poniesie główne koszty restrukturyzacji w 2021 roku, chociaż opieszałość banku w składaniu konkretnych deklaracji napawa nas coraz większą obawą czy cały proces odbędzie się jeszcze w 2021 roku. Co interesujące, uważamy, że bank praktycznie nie odczuje odpisu na współczynnikach wypłacalności ponieważ redukcja TREA co najmniej zrównoważy ujemny wynik netto. Oznacza to, że gdyby nie strata netto w 2021 roku to bank mógłby już w 2022 roku wypłacić 100% zysku netto (pod warunkiem cofnięcia przez KNF warunku K1 i K2), a nawet więcej zakładając wypłatę zysku niepodzielonego. Jednocześnie współczynnik ROE banku powinien wrócić w okolice prognozowanego przez nas kosztu kapitału czyli 8,5%. Zdopingować bank do szybszej decyzji odnośnie ugód może tymczasowa decyzja KNF odnośnie wypłat dywidend w 2H'21, która zdecydowanie penalizuje banki z ekspozycją na CHF. Polityka dywidendowa KNF wskazuje, że Santander może wypłacić zaledwie 30% z 2020 roku i za zgodą KNF zysk niepodzielony. Pozostawiamy nasze założenia inwestycyjne bez zmian oraz rekomendację kupuj bez zmian.

|                      |            |                         |
|----------------------|------------|-------------------------|
| <b>cena bieżąca</b>  | 256,30 PLN | <b>potencjał zmiany</b> |
| <b>cena docelowa</b> | 283,70 PLN | +10,7%                  |

|                 | rekomendacja | cena docelowa     | data wydania      |
|-----------------|--------------|-------------------|-------------------|
| <b>aktualna</b> | <b>kupuj</b> | <b>283,70 PLN</b> | <b>2021-04-19</b> |

| Podstawowe dane    |              |                 | SPL PW       | vs. WIG |
|--------------------|--------------|-----------------|--------------|---------|
| ticker             | SPL PW       | zmiana 1M       | -6,4%        | -7,1%   |
| ISIN               | PLBZ00000044 | zmiana YTD      | +38,0%       | +19,9%  |
| liczba akcji (mln) | 102,1        | średni obrót 1M | 17,0 mln PLN |         |
| MC (mln PLN)       | 26 165,2     | średni obrót 6M | 17,1 mln PLN |         |
|                    |              | P/E 12M fwd     | 15,5         | +12,8%  |
| free float         | 31,7%        | P/E 5Y avg      | 13,8         | premia  |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)             | 2019         | 2020         | 2021P        | 2022P        | 2023P        |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| wynik odsetkowy       | 6 580        | 5 888        | 5 776        | 6 165        | 6 541        |
| WNDB                  | 9 485        | 8 647        | 8 755        | 9 268        | 9 794        |
| koszty                | -4 340       | -4 210       | -3 804       | -4 026       | -4 218       |
| saldo rezerw          | -1 183       | -1 722       | -1 422       | -1 295       | -1 336       |
| <b>zysk netto</b>     | <b>2 138</b> | <b>1 037</b> | <b>-653</b>  | <b>2 201</b> | <b>2 387</b> |
| P/E                   | 10,1         | 20,7         | -            | 9,8          | 9,0          |
| P/BV                  | 1,0          | 1,0          | 1,0          | 0,9          | 0,9          |
| ROE                   | 8,5%         | 4,0%         | -            | 8,0%         | 8,3%         |
| DPS                   | 19,72        | 0,00         | 16,25        | 17,25        | 17,25        |
| DYield                | 7,7%         | 0,0%         | 6,3%         | 6,7%         | 6,7%         |
| <b>Zmiana prognoz</b> |              |              | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> | <b>2023P</b> |
| wynik odsetkowy       |              |              | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| wynik prowizyjny      |              |              | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| koszty razem          |              |              | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| saldo rezerw          |              |              | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| <b>zysk netto</b>     |              |              | <b>0,0%</b>  | <b>0,0%</b>  | <b>0,0%</b>  |

### RZiS

| (mln PLN)                  | 2019         | 2020         | 2021P        | 2022P        | 2023P        |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| wynik odsetkowy            | 6 580        | 5 888        | 5 776        | 6 165        | 6 541        |
| wynik prowizyjny           | 2 128        | 2 152        | 2 251        | 2 391        | 2 526        |
| wynik handlowy             | 500          | 431          | 496          | 471          | 476          |
| pozostałe przychody netto  | 276          | 176          | 232          | 242          | 251          |
| <b>wynik pozaodsetkowy</b> | <b>2 904</b> | <b>2 759</b> | <b>2 979</b> | <b>3 103</b> | <b>3 253</b> |
| <b>WNDB</b>                | <b>9 485</b> | <b>8 647</b> | <b>8 755</b> | <b>9 268</b> | <b>9 794</b> |
| koszty operacyjne          | 4 340        | 4 210        | 3 804        | 4 026        | 4 218        |
| <b>zysk operacyjny</b>     | <b>5 145</b> | <b>4 438</b> | <b>4 951</b> | <b>5 242</b> | <b>5 576</b> |
| saldo rezerw               | 1 368        | 2 041        | 4 123        | 1 436        | 1 477        |
| udział w jednostkach zał   | 67           | 86           | 86           | 86           | 86           |
| <b>wynik brutto</b>        | <b>3 844</b> | <b>2 483</b> | <b>914</b>   | <b>3 892</b> | <b>4 186</b> |
| podatek                    | 800          | 644          | 759          | 861          | 934          |
| zyski mniejszościowych     | -306         | -200         | -200         | -199         | -199         |
| podatek bankowy            | -599         | -602         | -608         | -631         | -666         |
| <b>zysk netto</b>          | <b>2 138</b> | <b>1 037</b> | <b>-653</b>  | <b>2 201</b> | <b>2 387</b> |

### Bilans

| (mln PLN)              | 2019           | 2020           | 2021P          | 2022P          | 2023P          |
|------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>kredyty netto</b>   | <b>143 403</b> | <b>141 999</b> | <b>144 100</b> | <b>154 990</b> | <b>165 571</b> |
| pozostałe aktywa       | 66 074         | 87 313         | 85 590         | 83 399         | 81 290         |
| <b>aktywa razem</b>    | <b>209 476</b> | <b>229 311</b> | <b>229 689</b> | <b>238 390</b> | <b>246 860</b> |
| <b>depozyty</b>        | <b>156 480</b> | <b>171 522</b> | <b>173 324</b> | <b>175 249</b> | <b>179 912</b> |
| pozostałe zobowiązania | 26 016         | 29 131         | 28 245         | 32 704         | 35 823         |
| udziały mniejszościowe | 1 548          | 1 663          | 1 779          | 1 894          | 2 009          |
| <b>kapitały własne</b> | <b>25 432</b>  | <b>26 995</b>  | <b>26 342</b>  | <b>28 543</b>  | <b>29 116</b>  |

### Wskaźniki

| (%)       | 2019  | 2020  | 2021P | 2022P | 2023P |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| NIM       | 3,3%  | 2,8%  | 2,6%  | 2,7%  | 2,8%  |
| C/I       | 45,8% | 48,7% | 43,4% | 43,4% | 43,1% |
| CoR       | 0,8%  | 1,2%  | 1,0%  | 0,8%  | 0,8%  |
| NPL Ratio | 5,2%  | 5,8%  | 6,2%  | 5,8%  | 5,8%  |
| tier 1    | 15,2% | 18,0% | 18,8% | 19,7% | 19,3% |

### Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

| (mln PLN)                             | wartość       | udział      |
|---------------------------------------|---------------|-------------|
| etap I (2021-23)                      | 1 723         | 5%          |
| korekta o PV                          | 2 198         | 7%          |
| etap II (2024-38)                     | 20 969        | 63%         |
| etap III (2039-58)                    | 6 292         | 19%         |
| wartość rezidualna                    | 2 278         | 7%          |
| <b>wartość godziwa</b>                | <b>33 461</b> | <b>100%</b> |
| liczba akcji (mln)                    | 99            |             |
| koszt kapitału                        | 8,5%          |             |
| <b>wartość godziwa na akcję (PLN)</b> | <b>337,19</b> |             |
| <b>cena docelowa za 9M (PLN)</b>      | <b>358,68</b> |             |

### Model zysków ekonomicznych

| (mln PLN)                             | wartość       | udział      |
|---------------------------------------|---------------|-------------|
| początkowe TNAV                       | 28 016        | 80%         |
| etap I (2021-23)                      | 1 350         | 4%          |
| korekta o PV                          | 804           | 2%          |
| etap II (2024-38)                     | 4 230         | 12%         |
| etap III (2039-58)                    | 581           | 2%          |
| <b>wartość godziwa</b>                | <b>34 980</b> | <b>100%</b> |
| liczba akcji (mln)                    | 99            |             |
| koszt kapitału                        | 8,5%          |             |
| <b>wartość godziwa na akcję (PLN)</b> | <b>352,50</b> |             |
| <b>cena docelowa za 9M (PLN)</b>      | <b>374,97</b> |             |

### Podsumowanie wyceny

| (mln PLN)                        | waga       | wycena        |
|----------------------------------|------------|---------------|
| DDM                              | 50%        | 33 461        |
| <b>zyski ekonomiczne</b>         | <b>50%</b> | <b>34 980</b> |
| średnia wartość godziwa          |            | 34 220        |
| na akcję (PLN)                   |            | 344,84        |
| podatek bankowy                  |            | -78,15        |
| <b>wartość godziwa na akcję</b>  |            | <b>266,69</b> |
| koszt kapitału 9M                |            | 6,4%          |
| <b>cena docelowa za 9M (PLN)</b> |            | <b>283,70</b> |

## Komerční Banka akumuluj (podwyższona)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 [michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 [mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)

Podwyższamy naszą rekomendację dla Komerční Banka do akumuluj jednocześnie pozostawiając prognozy i wycenę bez zmian. Nasze prognozy już uwzględniają podwyżki stóp procentowych. Jednocześnie oczekujemy, że koszt ryzyka Komerční Banka spadnie do 53 p.b. w 2021 r. a następnie zanotuje dalszą poprawę do około 30 p.b. w latach 2022 i 2023. Zgodnie z prognozą Zarządu na 2021 rok oczekujemy braku wzrostu kosztów operacyjnych a następnie ich wzrostu o około +1% w latach 2022-23. Spowoduje to, że wskaźnik C/I ulegnie poprawie z poziomu 50,5% w 2020 roku do 43% w 2022 r. W 2021 roku oczekujemy także spadku marży odsetkowej o 11 p.b., a następnie jej odbicie o 9 p.b. w 2022 r. dzięki wzrostowi stóp procentowych. Zgodnie z wytycznymi Czeskiego Banku Centralnego zakładamy wypłatę dywidendy na poziomie 23 CZK/akcję, co przekłada się na DY 3,4%. Ze względu na bardzo dobrą sytuację kapitałową w kolejnych dwóch latach zakładamy wzrost wypłaty do odpowiednio 100% oraz 76%, co przekłada się na DPS 49 CZK i 51 CZK i DY 7,2% i 7,5%. Poziom wypłaty może wzrosnąć w 2021 roku jeżeli CNB zdejmie narzucone restrykcje w 2H'21.

|                      |            |                         |
|----------------------|------------|-------------------------|
| <b>cena bieżąca</b>  | 779,00 CZK | <b>potencjał zmiany</b> |
| <b>cena docelowa</b> | 804,77 CZK | <b>+3,3%</b>            |

|                    | rekomendacja    | cena docelowa     | data wydania      |        |
|--------------------|-----------------|-------------------|-------------------|--------|
| <b>nowa</b>        | <b>akumuluj</b> | <b>804,77 CZK</b> | <b>2021-07-06</b> |        |
| poprzednia         | trzymaj         | 804,77 CZK        | 2021-06-02        |        |
| Podstawowe dane    |                 | KOMB CP           | vs. WIG           |        |
| ticker             | KOMB CP         | zmiana 1M         | -1,3%             | -2,0%  |
| ISIN               | CZ0008019106    | zmiana YTD        | +18,6%            | +0,5%  |
| liczba akcji (mln) | 188,9           | średni obrót 1M   | 106,9 mln CZK     |        |
| MC (mln PLN)       | 147,1           | średni obrót 6M   | 118,3 mln CZK     |        |
|                    |                 | P/E 12M fwd       | 13,7              | +11,9% |
| free float         | 39,6%           | P/E 5Y avg        | 12,3              | premia |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln CZK)         | 2019          | 2020         | 2021P        | 2022P         | 2023P         |
|-------------------|---------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| wynik odsetkowy   | 23 591        | 21 360       | 21 612       | 23 947        | 26 034        |
| WNDB              | 32 573        | 29 664       | 30 217       | 32 966        | 35 513        |
| koszty            | -14 932       | -14 995      | -15 090      | -15 213       | -15 351       |
| saldo rezerw      | 572           | -4 578       | -3 790       | -2 161        | -2 274        |
| <b>zysk netto</b> | <b>14 901</b> | <b>8 156</b> | <b>9 321</b> | <b>12 819</b> | <b>14 712</b> |
| P/E               | 8,2           | 15,1         | 13,2         | 9,6           | 8,3           |
| P/BV              | 1,4           | 1,3          | 1,2          | 1,2           | 1,2           |
| ROE               | 14,3%         | 7,4%         | 8,0%         | 10,6%         | 11,8%         |
| DPS               | 51,00         | 0,00         | 23,00        | 49,00         | 51,00         |
| DYield            | 6,5%          | 0,0%         | 3,0%         | 6,3%          | 6,5%          |
| Zmiana prognoz    |               |              | 2021P        | 2022P         | 2023P         |
| wynik odsetkowy   |               |              | 0,0%         | 0,0%          | 0,0%          |
| wynik prowizyjny  |               |              | 0,0%         | 0,0%          | 0,0%          |
| koszty razem      |               |              | 0,0%         | 0,0%          | 0,0%          |
| saldo rezerw      |               |              | 0,0%         | 0,0%          | 0,0%          |
| <b>zysk netto</b> |               |              | <b>0,0%</b>  | <b>0,0%</b>   | <b>0,0%</b>   |

### RZiS

| (mln CZK)                    | 2019          | 2020          | 2021P         | 2022P         | 2023P         |
|------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| wynik odsetkowy netto        | 23 591        | 21 360        | 21 612        | 23 947        | 26 034        |
| wynik prowizyjny             | 5 983         | 5 210         | 5 594         | 5 974         | 6 402         |
| wynik handlowy               | 2 804         | 2 884         | 2 797         | 2 825         | 2 854         |
| pozostałe przychody          | 195           | 210           | 214           | 218           | 223           |
| <b>WNDB</b>                  | <b>32 573</b> | <b>29 664</b> | <b>30 217</b> | <b>32 966</b> | <b>35 513</b> |
| koszty operacyjne            | -14 932       | -14 995       | -15 090       | -15 213       | -15 351       |
| <b>wynik operacyjny</b>      | <b>17 641</b> | <b>14 669</b> | <b>15 128</b> | <b>17 752</b> | <b>20 162</b> |
| saldo rezerw                 | 572           | -4 578        | -3 790        | -2 161        | -2 274        |
| <b>zysk operacyjny netto</b> | <b>18 213</b> | <b>10 091</b> | <b>11 338</b> | <b>15 591</b> | <b>17 888</b> |
| zysk jednostek zależnych     | 378           | 193           | 203           | 213           | 223           |
| wypłaty emerytalne           | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>zysk brutto</b>           | <b>18 591</b> | <b>10 284</b> | <b>11 540</b> | <b>15 804</b> | <b>18 111</b> |
| podatek dochodowy            | -3 419        | -1 985        | -2 077        | -2 845        | -3 260        |
| zyski mniejszościowych       | 271           | 143           | 142           | 140           | 139           |
| <b>zysk netto</b>            | <b>14 901</b> | <b>8 156</b>  | <b>9 321</b>  | <b>12 819</b> | <b>14 712</b> |

### Bilans

| (mld CZK)              | 2019         | 2020         | 2021P        | 2022P        | 2023P        |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>kredyty netto</b>   | <b>647</b>   | <b>680</b>   | <b>729</b>   | <b>784</b>   | <b>833</b>   |
| pozostałe aktywa       | 430          | 487          | 514          | 512          | 510          |
| <b>aktywa razem</b>    | <b>1 077</b> | <b>1 167</b> | <b>1 243</b> | <b>1 296</b> | <b>1 343</b> |
| <b>depozyty</b>        | <b>822</b>   | <b>906</b>   | <b>973</b>   | <b>986</b>   | <b>1 002</b> |
| pozostałe zobowiązania | 147          | 144          | 148          | 184          | 210          |
| udziały mniejszościowe | 3            | 3            | 3            | 3            | 4            |
| <b>kapitały własne</b> | <b>106</b>   | <b>114</b>   | <b>119</b>   | <b>122</b>   | <b>127</b>   |

### Wskaźniki

| (%)       | 2019  | 2020  | 2021P | 2022P | 2023P |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| NIM       | 2,3%  | 2,0%  | 1,9%  | 1,9%  | 2,0%  |
| C/I       | 45,8% | 50,5% | 49,9% | 46,1% | 43,2% |
| CoR       | -0,1% | 0,7%  | 0,5%  | 0,3%  | 0,3%  |
| NPL Ratio | 2,1%  | 2,6%  | 3,0%  | 2,5%  | 2,5%  |
| Tier 1    | 19,1% | 21,7% | 21,3% | 19,7% | 19,1% |

### Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

| (mln CZK)                             | wartość        | udział      |
|---------------------------------------|----------------|-------------|
| etap I (2021-23)                      | 20 131         | 14%         |
| korekta o PV                          | 5 494          | 4%          |
| etap II (2024-38)                     | 89 879         | 61%         |
| etap III (2039-58)                    | 25 599         | 17%         |
| wartość rezidualna                    | 6 938          | 5%          |
| <b>wartość godziwa</b>                | <b>148 040</b> | <b>100%</b> |
| liczba akcji (mln)                    | 189            |             |
| koszt kapitału                        | 7,0%           |             |
| <b>wartość godziwa na akcję (CZK)</b> | <b>784</b>     |             |
| <b>cena docelowa za 9M (CZK)</b>      | <b>825</b>     |             |

### Model zysków ekonomicznych

| (mln CZK)                             | wartość        | udział      |
|---------------------------------------|----------------|-------------|
| początkowe TNAV                       | 106 056        | 75%         |
| etap I (2021-23)                      | 10 847         | 8%          |
| korekta o PV                          | 2 508          | 2%          |
| etap II (2024-38)                     | 15 756         | 11%         |
| etap III (2039-58)                    | 5 601          | 4%          |
| <b>wartość godziwa</b>                | <b>140 768</b> | <b>100%</b> |
| liczba akcji (mln)                    | 189            |             |
| koszt kapitału                        | 7,0%           |             |
| <b>wartość godziwa na akcję (CZK)</b> | <b>745</b>     |             |
| <b>cena docelowa za 9M (CZK)</b>      | <b>785</b>     |             |

### Podsumowanie wyceny

| (mln CZK)                        | waga | wycena        |
|----------------------------------|------|---------------|
| DDM                              | 50%  | 148 040       |
| zyski ekonomiczne                | 50%  | 140 768       |
| średnia wartość godziwa          |      | 144 404       |
| na akcję (CZK)                   |      | 764,63        |
| koszt kapitału 9M                |      | 5,3%          |
| <b>cena docelowa za 9M (CZK)</b> |      | <b>804,77</b> |

## Moneta Money Bank kupuj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 [michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 [mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)

Pierwsza w cyklu podwyżka stóp procentowych, choć oczekiwana jest dobrą informacją dla Monety, która ze względu na duży udział kredytów detalicznych powinna zyskiwać relatywnie więcej niż inne banki. Inną informacją, która może sprzyjać Monecie w najbliższym czasie jest posiedzenie RN ECB 23 lipca, na którym ma zapadnąć decyzja o polityce dywidendowej w strefie euro. Jest to istotne ponieważ CNB w swoich rekomendacjach jeżeli chodzi o politykę dywidendową ma podejście zbliżone do ECB, więc jeśli europejscy bankierzy centralni zniosą ograniczenia stóp wypłaty dywidendy począwszy od 4Q'21, to CNB może pójść za ich przykładem, co w przypadku Monety może oznaczać np. dywidendę zaliczkową w pod koniec 2021. Nie można zapominać o kwestii fuzji Monety z aktywami bankowymi grupy PPF. Akcjonariusze Monety głosowali za połączeniem podmiotów, jednakże nie zgodzili się na emisję akcji, która umożliwiłaby fuzję w wyniku wymiany akcji. Oznacza to, że jeżeli PPF nie porzucił planów fuzji to będzie musiał zaproponować korzystniejsze warunki dla dotychczasowych akcjonariuszy Monety. W efekcie spodziewamy się przynajmniej chwilowego uwolnienia kursu Monety i nadrobienie zaległości do Komercyjnego Banku - zaproponowane warunki share swapu kotwiczyły kurs banku w okolicach 80 CZK za akcje. Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj.

|                      |           |                         |
|----------------------|-----------|-------------------------|
| <b>cena bieżąca</b>  | 81,70 CZK | <b>potencjał zmiany</b> |
| <b>cena docelowa</b> | 95,50 CZK | +16,9%                  |

|                 | rekomendacja | cena docelowa    | data wydania      |
|-----------------|--------------|------------------|-------------------|
| <b>aktualna</b> | <b>kupuj</b> | <b>95,50 CZK</b> | <b>2021-04-09</b> |

| Podstawowe dane    |              | MONET CP        | vs. WIG       |
|--------------------|--------------|-----------------|---------------|
| ticker             | MONET CP     | zmiana 1M       | +3,8%         |
| ISIN               | CZ0008040318 | zmiana YTD      | +20,1%        |
| liczba akcji (mln) | 511,0        | średni obrót 1M | 123,5 mln CZK |
| MC (mln PLN)       | 41,7         | średni obrót 6M | 135,4 mln CZK |
|                    |              | P/E 12M fwd     | 12,5          |
|                    |              | P/E 5Y avg      | 11,4          |
| free float         | 100,0%       |                 | premia        |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln CZK)             | 2019         | 2020         | 2021P        | 2022P        | 2023P        |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| wynik odsetkowy       | 7 925        | 8 282        | 8 566        | 8 987        | 10 154       |
| WNDB                  | 10 519       | 12 098       | 11 337       | 11 781       | 13 002       |
| koszty                | -4 571       | -5 020       | -4 903       | -4 930       | -5 012       |
| saldo rezerw          | -517         | -3 562       | -2 253       | -1 651       | -1 680       |
| <b>zysk netto</b>     | <b>4 019</b> | <b>2 601</b> | <b>2 934</b> | <b>3 732</b> | <b>4 602</b> |
| P/E                   | 10,2         | 15,7         | 14,0         | 11,0         | 8,9          |
| P/BV                  | 1,7          | 1,3          | 1,2          | 1,3          | 1,2          |
| ROE                   | 16,2%        | 9,2%         | 8,9%         | 11,1%        | 13,5%        |
| DPS                   | 6,15         | 0,00         | 3,00         | 7,94         | 5,84         |
| DYield                | 7,5%         | 0,0%         | 3,7%         | 9,7%         | 7,2%         |
| <b>Zmiana prognoz</b> |              |              | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> | <b>2023P</b> |
| wynik odsetkowy       |              |              | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| wynik prowizyjny      |              |              | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| koszty razem          |              |              | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| saldo rezerw          |              |              | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| <b>zysk netto</b>     |              |              | <b>0,0%</b>  | <b>0,0%</b>  | <b>0,0%</b>  |

### RZiS

| (mln CZK)               | 2019          | 2020          | 2021P         | 2022P         | 2023P         |
|-------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| wynik odsetkowy netto   | 7 925         | 8 282         | 8 566         | 8 987         | 10 154        |
| wynik prowizyjny        | 1 950         | 1 891         | 1 976         | 2 055         | 2 129         |
| wynik handlowy          | 531           | 674           | 607           | 546           | 519           |
| pozostałe przychody     | 113           | 1 251         | 188           | 193           | 199           |
| <b>WNDB</b>             | <b>10 519</b> | <b>12 098</b> | <b>11 337</b> | <b>11 781</b> | <b>13 002</b> |
| koszty operacyjne       | -4 571        | -5 020        | -4 903        | -4 930        | -5 012        |
| <b>wynik operacyjny</b> | <b>5 500</b>  | <b>6 572</b>  | <b>5 920</b>  | <b>6 316</b>  | <b>7 432</b>  |
| saldo rezerw            | -517          | -3 562        | -2 253        | -1 651        | -1 680        |
| <b>zysk brutto</b>      | <b>4 983</b>  | <b>3 010</b>  | <b>3 667</b>  | <b>4 665</b>  | <b>5 752</b>  |
| podatek dochodowy       | -964          | -409          | -733          | -933          | -1 150        |
| zyski mniejszościowych  | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>zysk netto</b>       | <b>4 019</b>  | <b>2 601</b>  | <b>2 934</b>  | <b>3 732</b>  | <b>4 602</b>  |

### Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

| (mln CZK)                             | wartość       | udział      |
|---------------------------------------|---------------|-------------|
| etap I (2021-23)                      | 7 416         | 16%         |
| korekta o PV                          | 2 334         | 5%          |
| etap II (2024-38)                     | 29 398        | 62%         |
| etap III (2039-58)                    | 6 430         | 14%         |
| wartość rezydualna                    | 1 556         | 3%          |
| <b>wartość godziwa</b>                | <b>47 135</b> | <b>100%</b> |
| liczba akcji (mln)                    | 511           |             |
| koszt kapitału                        | 7,0%          |             |
| <b>wartość godziwa na akcję (CZK)</b> | <b>92</b>     |             |
| <b>cena docelowa za 9M (CZK)</b>      | <b>97</b>     |             |

### Model zysków ekonomicznych

| (mln CZK)                             | wartość       | udział      |
|---------------------------------------|---------------|-------------|
| początkowe TNAV                       | 32 300        | 71%         |
| etap I (2021-23)                      | 3 680         | 8%          |
| korekta o PV                          | 754           | 2%          |
| etap II (2024-38)                     | 8 981         | 20%         |
| etap III (2039-58)                    | -118          | 0%          |
| <b>wartość godziwa</b>                | <b>45 598</b> | <b>100%</b> |
| liczba akcji (mln)                    | 511           |             |
| koszt kapitału                        | 7,0%          |             |
| <b>wartość godziwa na akcję (CZK)</b> | <b>89</b>     |             |
| <b>cena docelowa za 9M (CZK)</b>      | <b>94</b>     |             |

### Podsumowanie wyceny

| (mln CZK)                        | waga | wycena       |
|----------------------------------|------|--------------|
| DDM                              | 50%  | 92,24        |
| zyski ekonomiczne                | 50%  | 89,23        |
| <b>średnia wartość godziwa</b>   |      | <b>90,74</b> |
| <b>cena docelowa za 9M (CZK)</b> |      | <b>95,50</b> |

## Erste Group akumuluj (podwyższona)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 [michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 [mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)

Po ostatniej przeliczeniu na nowo podnosimy naszą rekomendację do akumuluj, ale pozostawiamy nasze prognozy bez zmian. Nasze prognozy na 2021 rok są w dużej mierze zgodne z prognozą Erste, który oczekuje płaskiego wyniku odsetkowego (my +1% r/r), wzrostu wyniku prowizyjnego w średnim jednocyfrowym tempie (my +4% r/r), wyższego wyniku handlowego (my +7% r/r) oraz wzrostu kosztów poniżej przychodów (C/I spada u nas do 58% z 60% w 2020 r.). Jednocześnie bank prognozuje spadek kosztu ryzyka poniżej 65 p.b. (prognozujemy 45 p.b.), wskaźnik NPL w przedziale 3%-4% (my 3%) co w efekcie da znacznie wyższy wynik netto r/r (oczekujemy wzrostu na poziomie +69% r/r). W kolejnych latach oczekujemy płaskiej marży odsetkowej oraz dalszego spadku kosztu ryzyka co powinno poprawić wynik netto o +19% w 2022 i +10% w 2023 roku. Zgodnie z zapowiedzią Zarządu dywidenda w 2021 r. powinna być ograniczona (DY 2%) chociaż wyższa wypłata nie może być nadal wykluczona jeżeli EBA dopuści taką możliwość w 2H'21. Uważamy, że Erste jest znowu atrakcyjnie wyceniony z 2022 P/BV na poziomie 0,7x oraz P/E 8,5x chociaż należy pamiętać, że ROE (8%) pozostaje daleko w tyle w porównaniu z takimi bankami jak OTP czy Komerční.

|               |           |                  |
|---------------|-----------|------------------|
| cena bieżąca  | 31,79 EUR | potencjał zmiany |
| cena docelowa | 34,06 EUR | +7,1%            |

|                    | rekomendacja | cena docelowa   | data wydania |         |
|--------------------|--------------|-----------------|--------------|---------|
| nowa               | akumuluj     | 34,06 EUR       | 2021-07-06   |         |
| poprzednia         | trzymaj      | 34,06 EUR       | 2021-06-02   |         |
| Podstawowe dane    |              |                 | EBS AV       | vs. WIG |
| ticker             | EBS AV       | zmiana 1M       | -6,5%        | -7,2%   |
| ISIN               | AT0000652011 | zmiana YTD      | +30,1%       | +12,0%  |
| liczba akcji (mln) | 429,8        | średni obrót 1M | 22,6 mln EUR |         |
| MC (mln PLN)       | 13 663,3     | średni obrót 6M | 22,4 mln EUR |         |
|                    |              | P/E 12M fwd     | 11,0         | +6,1%   |
| free float         | 69,5%        | P/E 5Y avg      | 10,3         | premia  |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln EUR)         | 2019         | 2020       | 2021P        | 2022P        | 2023P        |
|-------------------|--------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| wynik odsetkowy   | 4 747        | 4 775      | 4 832        | 4 998        | 5 196        |
| WNDB              | 7 086        | 6 982      | 7 141        | 7 395        | 7 663        |
| koszty            | -4 283       | -4 220     | -4 209       | -4 316       | -4 410       |
| saldo rezerw      | -39          | -1 295     | -780         | -481         | -446         |
| <b>zysk netto</b> | <b>1 470</b> | <b>783</b> | <b>1 325</b> | <b>1 574</b> | <b>1 734</b> |
| P/E               | 8,3          | 15,6       | 9,2          | 7,7          | 7,0          |
| P/BV              | 0,9          | 0,8        | 0,7          | 0,7          | 0,7          |
| ROE               | 9,8%         | 4,8%       | 7,4%         | 8,3%         | 8,7%         |
| DPS               | 2,20         | 0,00       | 0,50         | 1,62         | 1,92         |
| DYield            | 6,9%         | 0,0%       | 1,6%         | 5,1%         | 6,0%         |
| Zmiana prognoz    |              |            | 2021P        | 2022P        | 2023P        |
| wynik odsetkowy   |              |            | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| wynik prowizyjny  |              |            | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| koszty razem      |              |            | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| saldo rezerw      |              |            | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| <b>zysk netto</b> |              |            | <b>0,0%</b>  | <b>0,0%</b>  | <b>0,0%</b>  |

### RZiS

| (mln EUR)                    | 2019         | 2020         | 2021P        | 2022P        | 2023P        |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| wynik odsetkowy netto        | 4 747        | 4 775        | 4 832        | 4 582        | 4 582        |
| wynik prowizyjny             | 2 000        | 1 977        | 2 063        | 1 908        | 1 908        |
| wynik handlowy               | 339          | 230          | 246          | 236          | 236          |
| <b>WNDB</b>                  | <b>7 086</b> | <b>6 982</b> | <b>7 141</b> | <b>6 726</b> | <b>6 726</b> |
| poz. wynik operacyjny        | -306         | 19           | 54           | 3            | 3            |
| podatek bankowy              | -128         | -118         | -86          | -112         | -112         |
| koszty operacyjne            | -4 283       | -4 220       | -4 209       | -4 181       | -4 181       |
| <b>zysk operacyjny</b>       | <b>2 369</b> | <b>2 663</b> | <b>2 900</b> | <b>2 436</b> | <b>2 436</b> |
| saldo rezerw                 | -39          | -1 295       | -780         | 59           | 59           |
| <b>zysk operacyjny netto</b> | <b>2 330</b> | <b>1 368</b> | <b>2 120</b> | <b>2 495</b> | <b>2 495</b> |
| zyski nadzwyczajne           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>zysk brutto</b>           | <b>2 330</b> | <b>1 368</b> | <b>2 120</b> | <b>2 495</b> | <b>2 495</b> |
| podatek dochodowy            | -419         | -343         | -409         | -332         | -332         |
| zyski mniejszościowych       | -441         | -242         | -387         | -369         | -369         |
| <b>zysk netto</b>            | <b>1 470</b> | <b>783</b>   | <b>1 325</b> | <b>1 793</b> | <b>1 793</b> |

### Bilans

| (mln EUR)              | 2019           | 2020           | 2021P          | 2022P          | 2023P          |
|------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>kredyty netto</b>   | <b>163 417</b> | <b>170 020</b> | <b>179 339</b> | <b>188 396</b> | <b>195 790</b> |
| pozostałe aktywa       | 82 737         | 107 374        | 107 886        | 108 642        | 109 992        |
| <b>aktywa razem</b>    | <b>246 154</b> | <b>277 394</b> | <b>287 225</b> | <b>297 038</b> | <b>305 783</b> |
| <b>depozyty</b>        | <b>173 331</b> | <b>191 070</b> | <b>203 719</b> | <b>215 302</b> | <b>224 361</b> |
| pozostałe zobowiązania | 52 347         | 63 914         | 59 589         | 56 439         | 54 669         |
| udziały mniejszościowe | 4 857          | 5 073          | 5 460          | 5 928          | 6 437          |
| <b>kapitały własne</b> | <b>15 619</b>  | <b>17 337</b>  | <b>18 457</b>  | <b>19 368</b>  | <b>20 315</b>  |

### Wskaźniki

| (%)       | 2019  | 2020  | 2021P | 2022P | 2023P |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| NIM       | 2,0%  | 1,9%  | 1,8%  | 1,8%  | 1,8%  |
| C/I       | 64,8% | 60,2% | 58,2% | 57,5% | 56,5% |
| CoR       | 0,0%  | 0,8%  | 0,4%  | 0,3%  | 0,2%  |
| NPL Ratio | 2,5%  | 2,7%  | 3,2%  | 3,2%  | 3,2%  |
| Tier 1    | 15,0% | 16,5% | 16,9% | 16,8% | 16,9% |

### Wycena sumą części (SOTP)

| (mln EUR)                 | wartość<br>godziwa | FVPS<br>(EUR) | zysk netto   |              |              | P/E         | BV          | P/BV         |
|---------------------------|--------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------|
|                           |                    |               | 2021P        | 2022P        | 2023P        | 2021P       | 2022P       | 2021P        |
| <b>Austria</b>            | <b>7 039</b>       | <b>16,38</b>  | <b>427</b>   | <b>527</b>   | <b>560</b>   | <b>13,3</b> | <b>12,6</b> | <b>4 709</b> |
| Savings Banks             | 725                | 1,69          | 54           | 66           | 73           | 13,4        | 10,9        | 3 077        |
| Erste Oesterreich         | 3 505              | 8,15          | 191          | 223          | 230          | 18,4        | 15,7        | 1 631        |
| Austria pozostała         | 2 809              | 6,53          | 183          | 238          | 258          | 15,4        | 11,8        | 2 170        |
| <b>CEE ogółem</b>         | <b>13 494</b>      | <b>31,40</b>  | <b>1 066</b> | <b>1 216</b> | <b>1 345</b> | <b>12,7</b> | <b>11,1</b> | <b>7 717</b> |
| Republika Czeska          | 6 163              | 14,34         | 507          | 598          | 625          | 12,1        | 10,3        | 2 578        |
| Rumunia                   | 2 162              | 5,03          | 189          | 224          | 261          | 11,5        | 9,6         | 1 698        |
| Słowacja                  | 2 673              | 6,22          | 195          | 212          | 265          | 13,7        | 12,6        | 1 174        |
| Węgry                     | 1 034              | 2,41          | 96           | 90           | 97           | 10,8        | 11,4        | 1 029        |
| Chorwacja                 | 1 202              | 2,80          | 70           | 83           | 85           | 17,1        | 14,5        | 981          |
| Serbia                    | 260                | 0,61          | 9            | 9            | 13           | 28,8        | 28,6        | 257          |
| <b>pozostałe</b>          | <b>-6 605</b>      | <b>-15,37</b> | <b>-168</b>  | <b>-169</b>  | <b>-171</b>  | <b>39,3</b> | <b>39,0</b> | <b>3 263</b> |
| <b>Grupa Erste ogółem</b> | <b>13 928</b>      | <b>32,41</b>  |              |              |              |             |             |              |

### Podsumowanie wyceny

| (mln EUR)                        | waga | wycena       |
|----------------------------------|------|--------------|
| koszt kapitału 12M               |      | 6,8%         |
| DDM                              | 50%  | 13 341       |
| zyski ekonomiczne                | 50%  | 14 515       |
| średnia wartość godziwa          |      | 13 928       |
| na akcję (EUR)                   |      | 32,41        |
| koszt kapitału 9M                |      | 5,1%         |
| <b>cena docelowa za 9M (EUR)</b> |      | <b>34,06</b> |

## RBI

### akumuluj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 [michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
 Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 [mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację akumuluj dla RBI. RBI zaraportował dobry wynik za 1Q'21 chociaż prognoza Zarządu pozostaje dość konserwatywna. W 1Q'21 grupa zaraportowała koszt ryzyka na poziomie 35 p.b. a pomimo tego Zarząd oczekuje 75 p.b. w całym roku. Na korzyść RBI z pewnością będą działać podwyżki stóp w regionie a w szczególności w Rosji gdzie grupa ma znaczące aktywa. Z drugiej strony podtrzymujemy, że zagrożeniem dla RBI jest polski portfel kredytów CHF. Bank zapowiedział, że nie przystąpi do programu ugód na zasadzie KNF. Uważamy, że w średnim i długim terminie może się to przyczynić do podwyższonych kosztów związanych z ryzykiem prawnym. Na koniec 2020 r. portfel kredytów RBI w Polsce miał wartość około 2,7 mld EUR, co oznacza, że przy niezmiennym kursie walutowym, jeżeli wszyscy klienci pójdą do sądu i wygrają, kosztów frankowych właśnie takiej skali należy się spodziewać w RBI.

**cena bieżąca**

19,49 EUR

**potencjał zmiany**
**cena docelowa**

21,00 EUR

**+7,7%**

|          | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|----------|--------------|---------------|--------------|
| aktualna | akumuluj     | 21,00 EUR     | 2021-04-09   |

| Podstawowe dane    |               |                 | RBI AV      | vs. WIG |
|--------------------|---------------|-----------------|-------------|---------|
| ticker             | RBI AV        | zmiana 1M       | -3,8%       | -4,5%   |
| ISIN               | AT00000606306 | zmiana YTD      | +20,3%      | +2,2%   |
| liczba akcji (mln) | 328,9         | średni obrót 1M | 8,0 mln EUR |         |
| MC (mln PLN)       | 6 411,0       | średni obrót 6M | 8,7 mln EUR |         |
|                    |               | P/E 12M fwd     | 8,1         | +3,8%   |
| free float         | 41,2%         | P/E 5Y avg      | 7,8         | premia  |

#### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln EUR)             | 2019         | 2020       | 2021P        | 2022P        | 2023P        |
|-----------------------|--------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| wynik odsetkowy       | 3 412        | 3 241      | 3 188        | 3 329        | 3 395        |
| WNDB                  | 5 226        | 5 095      | 4 955        | 5 166        | 5 295        |
| koszty                | -3 086       | -3 176     | -3 031       | -3 078       | -3 124       |
| saldo rezerw          | -373         | -686       | -832         | -807         | -822         |
| <b>zysk netto</b>     | <b>1 227</b> | <b>803</b> | <b>632</b>   | <b>746</b>   | <b>798</b>   |
| P/E                   | 4,7          | 7,2        | 9,2          | 7,8          | 7,3          |
| P/BV                  | 0,5          | 0,5        | 0,5          | 0,4          | 0,4          |
| ROE                   | 9,9%         | 6,1%       | 4,6%         | 5,2%         | 5,3%         |
| DPS                   | 1,12         | 0,37       | 0,48         | 0,58         | 0,68         |
| DYield                | 5,7%         | 1,9%       | 2,4%         | 3,0%         | 3,5%         |
| <b>Zmiana prognoz</b> |              |            | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> | <b>2023P</b> |
| wynik odsetkowy       |              |            | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| wynik prowizyjny      |              |            | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| koszty razem          |              |            | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| saldo rezerw          |              |            | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| <b>zysk netto</b>     |              |            | <b>0,0%</b>  | <b>0,0%</b>  | <b>0,0%</b>  |

#### RZiS

| (mln EUR)                  | 2019         | 2020         | 2021P        | 2022P        | 2023P        |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| wynik odsetkowy netto      | 3 412        | 3 241        | 3 188        | 3 329        | 3 395        |
| wynik prowizyjny           | 1 797        | 1 738        | 1 798        | 1 855        | 1 914        |
| wynik handlowy             | 17           | 115          | -31          | -18          | -14          |
| <b>WNDB</b>                | <b>5 226</b> | <b>5 095</b> | <b>4 955</b> | <b>5 166</b> | <b>5 295</b> |
| koszty całkowite           | -3 086       | -3 176       | -3 031       | -3 078       | -3 124       |
| <b>zysk operacyjny</b>     | <b>2 140</b> | <b>1 919</b> | <b>1 925</b> | <b>2 088</b> | <b>2 171</b> |
| saldo rezerw               | -373         | -686         | -832         | -807         | -822         |
| <b>zysk brutto</b>         | <b>1 767</b> | <b>1 233</b> | <b>1 092</b> | <b>1 281</b> | <b>1 349</b> |
| podatek dochodowy          | -402         | -324         | -353         | -409         | -418         |
| <b>zysk netto</b>          | <b>1 365</b> | <b>909</b>   | <b>739</b>   | <b>872</b>   | <b>931</b>   |
| zyski mniejszościowych     | -138         | -106         | -107         | -126         | -133         |
| <b>ZN przyp. akcjonar.</b> | <b>1 227</b> | <b>803</b>   | <b>632</b>   | <b>746</b>   | <b>798</b>   |

#### Bilans

| (mln EUR)                     | 2019           | 2020           | 2021P          | 2022P          | 2023P          |
|-------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>kredyty netto</b>          | <b>91 204</b>  | <b>90 671</b>  | <b>91 977</b>  | <b>94 632</b>  | <b>98 200</b>  |
| <b>aktywa razem</b>           | <b>152 200</b> | <b>165 959</b> | <b>164 074</b> | <b>163 245</b> | <b>163 315</b> |
| <b>depozyty</b>               | <b>96 214</b>  | <b>102 112</b> | <b>102 281</b> | <b>103 935</b> | <b>105 862</b> |
| zobowiązania ogółem           | 138 435        | 151 671        | 148 863        | 147 346        | 146 595        |
| zyski udziałowców mniejszości | 811            | 820            | 889            | 892            | 904            |
| <b>kapitał własny</b>         | <b>12 954</b>  | <b>13 468</b>  | <b>14 123</b>  | <b>14 679</b>  | <b>15 254</b>  |

#### Wskaźniki

| (%) | 2019  | 2020  | 2021P | 2022P | 2023P |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|
| NIM | 2,4%  | 2,1%  | 2,0%  | 2,1%  | 2,2%  |
| C/I | 59,1% | 62,3% | 61,2% | 59,6% | 59,0% |
| CoR | 0,4%  | 0,7%  | 0,9%  | 0,8%  | 0,8%  |

#### Wycena sumą części (SOTP)

| (mln EUR)               | Wartość<br>godziwa | FVPS<br>(EUR) | Zysk netto   |            |              | P/E        |            |            | BV            | P/BV       |
|-------------------------|--------------------|---------------|--------------|------------|--------------|------------|------------|------------|---------------|------------|
|                         |                    |               | 2021P        | 2022P      | 2023P        | 2021P      | 2022P      | 2023P      | 2021          | 2021       |
| CEE                     | 1 361              | 4,14          | 76           | 16         | 51           | 17,9       | 86,0       | 26,7       | 4 296         | 0,3        |
| SEE                     | 4 370              | 13,29         | 313          | 378        | 392          | 14,0       | 11,6       | 11,1       | 3 128         | 1,4        |
| EE                      | 2 202              | 6,69          | 624          | 690        | 698          | 3,5        | 3,2        | 3,2        | 2 697         | 0,8        |
| Corporate Center        | 4 795              | 14,58         | -13          | 5          | 10           | -364,3     | 888,2      | 461,7      | 2 617         | 1,8        |
| Corporates and Markets  | 3 276              | 9,96          | 229          | 274        | 273          | 14,3       | 12,0       | 12,0       | 3 392         | 1,0        |
| Reconciliation          | -9 545             | -29,02        | -489         | -491       | -494         | 19,5       | 19,4       | 19,3       | -1 807        | 5,3        |
| <b>Grupa Raiffeisen</b> | <b>6 459</b>       | <b>19,64</b>  | <b>739,3</b> | <b>872</b> | <b>930,6</b> | <b>8,7</b> | <b>7,4</b> | <b>6,9</b> | <b>14 323</b> | <b>0,5</b> |

#### Podsumowanie wyceny

| (mln EUR)                        | waga | wycena       |
|----------------------------------|------|--------------|
| DDM                              | 50%  | 14,29        |
| zyski ekonomiczne                | 50%  | 24,98        |
| średnia wartość godziwa          |      | 19,64        |
| <b>cena docelowa za 9M (EUR)</b> |      | <b>21,00</b> |

## OTP Bank trzymaj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 [michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 [mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)

Pozostawiamy bez zmian rekomendację trzymaj. Nasze obecne prognozy przekładają się na ROE 14,8% w 2021 roku, a następnie 14,7%-14,2% w kolejnych dwóch latach. Zarząd w 2021 roku oczekuje wzrostu ROE z poziomu 11% w 2020 roku, spadku kosztu ryzyka, spadku wskaźnika kosztów do średnich aktywów, dalszej erozji marży odsetkowej oraz płaskich wolumenów kredytowych. Nasze prognozy są zgodne z zapowiedziami Zarządu a nawet konserwatywne w odniesieniu do kosztu ryzyka, którego poziom wyznaczyliśmy na 97 p.b. w 2021 roku (138 p.b. w 2020 r.). Na pewno na korzyść OTP Banku działa rozpoczęcie cyklu podwyżek przez Węgierski bank centralny co powinno poprawiać perspektywę wyniku odsetkowego. Dodatkowo zgodnie z zapowiedziami, OTP kontynuuje przejścia w regionie. Kolejnym nabytkiem OTP jest bank w Słowenii Nova KBM. Bank powinien wesprzeć zysk netto OTP o około 5%-8%. Z drugiej strony spekulowana cena za akwizycję na poziomie 1.0x P/BV nie robi dużego wrażenia.

**cena bieżąca** 15 960,00 HUF  
**cena docelowa** 15 143,00 HUF **potencjał zmiany** -5,1%

|          | rekomenacja | cena docelowa | data wydania |
|----------|-------------|---------------|--------------|
| aktualna | trzymaj     | 15 143,00 HUF | 2021-06-02   |

| Podstawowe dane    |              |                 | OTP HB      | vs. WIG  |
|--------------------|--------------|-----------------|-------------|----------|
| ticker             | OTP HB       | zmiana 1M       | -2,0%       | -2,7%    |
| ISIN               | HU0000061726 | zmiana YTD      | +19,5%      | +1,4%    |
| liczba akcji (mln) | 267,0        | średni obrót 1M | 7,0 mld HUF |          |
| MC (mln PLN)       | 4 261,9      | średni obrót 6M | 6,1 mld HUF |          |
|                    |              | P/E 12M fwd     | 9,7         | -2,5%    |
| free float         | 100,0%       | P/E 5Y avg      | 10,0        | dyskonto |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mld HUF)             | 2019       | 2020       | 2021P        | 2022P        | 2023P        |
|-----------------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| wynik odsetkowy       | 706        | 788        | 809          | 857          | 908          |
| WNDB                  | 1 081      | 1 172      | 1 204        | 1 262        | 1 325        |
| koszty                | 568        | 632        | 632          | 650          | 671          |
| saldo rezerw          | 47         | 188        | 144          | 137          | 139          |
| <b>zysk netto</b>     | <b>412</b> | <b>259</b> | <b>393</b>   | <b>434</b>   | <b>468</b>   |
| P/E                   | 8,5        | 13,5       | 8,9          | 8,1          | 7,5          |
| P/BV                  | 1,9        | 1,7        | 1,5          | 1,4          | 1,2          |
| ROE                   | 20,1%      | 10,8%      | 14,8%        | 14,7%        | 14,2%        |
| DPS                   | 229,63     | 0,00       | 214,76       | 232,43       | 246,24       |
| DYield                | 1,4%       | 0,0%       | 1,3%         | 1,5%         | 1,5%         |
| <b>Zmiana prognoz</b> |            |            | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> | <b>2023P</b> |
| wynik odsetkowy       |            |            | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| wynik prowizyjny      |            |            | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| koszty razem          |            |            | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| saldo rezerw          |            |            | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| <b>zysk netto</b>     |            |            | <b>0,0%</b>  | <b>0,0%</b>  | <b>0,0%</b>  |

### RZiS

| (mld HUF)                 | 2019         | 2020         | 2021P        | 2022P        | 2023P        |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| wynik odsetkowy           | 706          | 788          | 809          | 857          | 908          |
| wynik prowizyjny          | 283          | 293          | 305          | 312          | 320          |
| pozostały                 | 92           | 91           | 91           | 94           | 97           |
| <b>WNDB</b>               | <b>1 081</b> | <b>1 172</b> | <b>1 204</b> | <b>1 262</b> | <b>1 325</b> |
| koszty dział. operacyjnej | 568          | 632          | 632          | 650          | 671          |
| <b>wynik operacyjny</b>   | <b>513</b>   | <b>540</b>   | <b>573</b>   | <b>613</b>   | <b>654</b>   |
| saldo rezerw              | 47           | 188          | 144          | 137          | 139          |
| <b>zysk brutto</b>        | <b>466</b>   | <b>352</b>   | <b>428</b>   | <b>476</b>   | <b>515</b>   |
| podatek dochodowy         | 47           | 42           | 49           | 55           | 60           |
| <b>zysk netto dywizji</b> | <b>419</b>   | <b>310</b>   | <b>379</b>   | <b>421</b>   | <b>455</b>   |
| odpis WNIP                | -8           | 1            | 0            | 0            | 0            |
| podatek bankowy           | -16          | -17          | -19          | -21          | -22          |
| inne                      | 0            | 1            | 2            | 2            | 2            |
| zyski mniejszościowych    | 17           | -36          | 31           | 32           | 33           |
| <b>zysk netto</b>         | <b>412</b>   | <b>259</b>   | <b>393</b>   | <b>434</b>   | <b>468</b>   |

### Bilans

| (mld HUF)              | 2019          | 2020          | 2021P         | 2022P         | 2023P         |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>kredyty netto</b>   | <b>12 248</b> | <b>13 529</b> | <b>14 546</b> | <b>15 653</b> | <b>16 686</b> |
| pozostałe aktywa       | 7 874         | 9 807         | 10 528        | 11 009        | 11 470        |
| <b>aktywa razem</b>    | <b>20 122</b> | <b>23 336</b> | <b>25 074</b> | <b>26 661</b> | <b>28 156</b> |
| <b>depozyty</b>        | <b>15 523</b> | <b>17 891</b> | <b>19 121</b> | <b>20 382</b> | <b>21 666</b> |
| pozostałe zobowiązania | 2 308         | 2 908         | 3 163         | 3 156         | 3 004         |
| udziały mniejszościowe | 5             | 4             | 5             | 5             | 6             |
| <b>kapitały własne</b> | <b>2 286</b>  | <b>2 533</b>  | <b>2 786</b>  | <b>3 118</b>  | <b>3 480</b>  |

### Wskaźniki

| (%)       | 2019  | 2020  | 2021P | 2022P | 2023P |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| NIM       | 4,1%  | 3,6%  | 3,3%  | 3,3%  | 3,3%  |
| C/I       | 52,5% | 54,0% | 52,5% | 51,5% | 50,6% |
| CoR       | 0,4%  | 1,4%  | 1,0%  | 0,9%  | 0,8%  |
| NPL Ratio | 6,3%  | 5,5%  | 6,2%  | 5,8%  | 5,6%  |
| Tier 1    | 13,9% | 15,4% | 15,7% | 16,5% | 17,4% |

### Wycena sumą części (SOTP)

| (mld HUF)                | wartość<br>godziwa | FVPS<br>(HUF) | zysk netto   |              |              | P/E         | BV         | P/BV       |
|--------------------------|--------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|-------------|------------|------------|
|                          |                    |               | 2021         | 2022         | 2023         | 2021        | 2022       | 2023       |
| <b>Węgry + pozostałe</b> | <b>2 042</b>       | <b>7 648</b>  | <b>201,9</b> | <b>214,3</b> | <b>224,0</b> | <b>10,1</b> | <b>9,5</b> | <b>9,1</b> |
| <b>CEE ogółem</b>        | <b>1 961</b>       | <b>7 330</b>  | <b>177,4</b> | <b>206,7</b> | <b>231,2</b> | <b>11,1</b> | <b>9,5</b> | <b>8,5</b> |
| DSK                      | 685                | 2 565         | 63,8         | 72,9         | 77,7         | 10,7        | 9,4        | 8,8        |
| OBS                      | -                  | -             | -            | -            | -            | -           | -          | -          |
| OTP Banka Hrvatska       | 229                | 859           | 19,6         | 23,2         | 26,5         | 11,7        | 9,9        | 8,7        |
| OTP Banka Romania        | 93                 | 347           | 5,5          | 6,6          | 7,7          | 16,7        | 14,0       | 12,0       |
| OTP Russia               | 284                | 1 050         | 15,8         | 17,8         | 22,3         | 18,4        | 16,3       | 13,1       |
| CJSC OTP Bank            | 182                | 683           | 29,9         | 31,9         | 34,8         | 6,1         | 5,7        | 5,2        |
| OTP Banka Serbia         | 245                | 919           | 18,8         | 25,9         | 31,4         | 14,3        | 10,4       | 8,6        |
| CKB                      | 54                 | 202           | 4,7          | 5,2          | 5,5          | 11,5        | 10,4       | 9,7        |
| OTP Albania              | 27                 | 101           | 2,8          | 2,9          | 3,5          | 9,7         | 9,3        | 7,7        |
| OTP Moldova              | 43                 | 162           | 4,7          | 5,7          | 6,3          | 9,2         | 7,5        | 6,9        |
| OTP Slovenia             | 118                | 443           | 11,7         | 14,6         | 15,5         | 10,1        | 8,1        | 7,6        |
| <b>suma dywizji</b>      | <b>4 004</b>       | <b>14 978</b> | <b>379,4</b> | <b>421,1</b> | <b>455,1</b> | <b>10,5</b> | <b>9,4</b> | <b>8,7</b> |
| podatek bankowy          | -219               | -820          |              |              |              |             |            |            |
| <b>Grupa OTP ogółem</b>  | <b>3 785</b>       | <b>14 158</b> |              |              |              |             |            |            |

### Podsumowanie wyceny

| (mld HUF)                              | waga | wycena        |
|----------------------------------------|------|---------------|
| koszt kapitału 12M                     |      | 9,3%          |
| DDM                                    | 50%  | 4 048         |
| zyski ekonomiczne                      | 50%  | 4 019         |
| średnia wartość godziwa na akcję (HUF) |      | 4 034         |
| podatek bankowy                        |      | -820          |
| zyski mniejszościowych                 |      | -128          |
| wartość godziwa na akcję (HUF)         |      | 14 158        |
| koszt kapitału 9M                      |      | 7,0%          |
| <b>cena docelowa za 9M (HUF)</b>       |      | <b>15 143</b> |

## PZU

### akumuluj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 [michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
 Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 [mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)

Pozostawiamy rekomendację akumuluj bez zmian. Cały czas podtrzymujemy, że PZU powinno być pośrednim beneficjentem restrykcji pandemicznych w krótkim okresie (niższe odszkodowania w majątku) jak i w dłuższym (wzrost składki w segmencie życia). Cały czas podkreślamy, że rynek ubezpieczycieli w Polsce jest beneficjentem relatywnie niskiej penetracji składki na życie. Nasze założenia odnośnie wzrostu jak i rentowności grupy są zgodne z nowo ogłoszoną strategią. Zwracamy uwagę, że strategia zakłada dość płaskie kapitały własne w przeciągu następnych 3 lat co zwiastować może wysokie dywidendy. W 2021 roku WZA zaakceptowało propozycję PZU wypłaty dywidendy w wysokości 3,50 PLN. Dzień dywidendy został ustalony na 15 września a wypłaty 6 października. W kolejnych latach oczekujemy normalizacji wypłaty do 90% co przekłada się na DY 10%, znacznie powyżej grupy porównawczej.

**cena bieżąca**

37,30 PLN

**potencjał zmiany**
**cena docelowa**

40,63 PLN

+8,9%

|          | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|----------|--------------|---------------|--------------|
| aktualna | akumuluj     | 40,63 PLN     | 2021-06-02   |

| Podstawowe dane    |              | PZU PW          | vs. WIG      |
|--------------------|--------------|-----------------|--------------|
| ticker             | PZU PW       | zmiana 1M       | -2,4%        |
| ISIN               | PLPZU0000011 | zmiana YTD      | +15,3%       |
| liczba akcji (mln) | 863,5        | średni obrót 1M | 76,1 mln PLN |
| MC (mln PLN)       | 32 209,4     | średni obrót 6M | 69,6 mln PLN |
|                    |              | P/E 12M fwd     | 10,0         |
|                    |              | P/E 5Y avg      | 10,9         |
| free float         | 64,8%        |                 | dyskonto     |

#### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)                 | 2019         | 2020         | 2021P        | 2022P        | 2023P        |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| skł. przyp. brutto        | 24 191       | 23 866       | 24 426       | 25 076       | 25 762       |
| odszkodowania             | -15 695      | -15 580      | -15 996      | -16 208      | -16 816      |
| wynik inw.                | 2 210        | 2 178        | 2 022        | 1 623        | 1 638        |
| koszty razem              | -5 119       | -5 132       | -5 149       | -5 275       | -5 405       |
| <b>zysk netto</b>         | <b>3 295</b> | <b>1 912</b> | <b>3 193</b> | <b>3 178</b> | <b>3 181</b> |
| P/E                       | 8,4          | 14,5         | 8,7          | 8,8          | 8,7          |
| P/BV                      | 2,0          | 1,8          | 1,8          | 1,8          | 1,7          |
| ROE                       | 21,2%        | 11,2%        | 17,8%        | 17,7%        | 17,4%        |
| DPS                       | 2,80         | 0,00         | 4,18         | 3,33         | 3,31         |
| DYield                    | 7,5%         | 0,0%         | 11,2%        | 8,9%         | 8,9%         |
| <b>Zmiana prognoz</b>     |              | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> | <b>2023P</b> |              |
| składka przypisana brutto |              | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |              |
| odszkodowania             |              | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |              |
| wynik inwestycyjny        |              | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |              |
| koszty razem              |              | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |              |
| <b>zysk netto</b>         |              | <b>0,0%</b>  | <b>0,0%</b>  | <b>0,0%</b>  |              |

#### RZiS

| (mln PLN)                   | 2019         | 2020         | 2021P        | 2022P        | 2023P        |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| składka przypisana brutto   | 24 191       | 23 866       | 24 426       | 25 076       | 25 762       |
| składka zarobiona netto     | 23 090       | 23 024       | 23 248       | 23 886       | 24 542       |
| odszkodowania i świadczeń   | -15 695      | -15 580      | -15 996      | -16 208      | -16 816      |
| wynik inwestycyjny          | 2 210        | 2 178        | 2 022        | 1 623        | 1 638        |
| koszty akwizycji            | -3 363       | -3 317       | -3 316       | -3 400       | -3 487       |
| koszty administracyjne      | -1 756       | -1 815       | -1 833       | -1 875       | -1 918       |
| pozostałe przychody/koszty  | -900         | -626         | -647         | -653         | -658         |
| wynik na działalności banku | 3 498        | 194          | 2 680        | 3 598        | 3 909        |
| <b>wynik operacyjny</b>     | <b>7 084</b> | <b>4 058</b> | <b>6 159</b> | <b>6 970</b> | <b>7 211</b> |
| koszty finansowe            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| jednostki zależne           | -4           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>zysk brutto</b>          | <b>7 080</b> | <b>4 058</b> | <b>6 159</b> | <b>6 970</b> | <b>7 211</b> |
| podatek dochodowy           | -1 895       | -1 528       | -1 558       | -1 781       | -1 848       |
| zysk mniejszości            | 1 890        | 618          | 1 407        | 2 012        | 2 182        |
| <b>zysk netto</b>           | <b>3 295</b> | <b>1 912</b> | <b>3 193</b> | <b>3 178</b> | <b>3 181</b> |

#### Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

| (mln PLN)                             | wartość       | udział      |
|---------------------------------------|---------------|-------------|
| etap I (2021-23)                      | 8 007         | 29%         |
| korekta o PV                          | 1 411         | 5%          |
| etap II (2024-38)                     | 13 865        | 51%         |
| etap III (2039-58)                    | 3 264         | 12%         |
| wartość rezidualna                    | 697           | 3%          |
| <b>wartość godziwa</b>                | <b>27 246</b> | <b>100%</b> |
| liczba akcji (mln)                    | 864           |             |
| koszt kapitału                        | 8,5%          |             |
| <b>wartość godziwa na akcję (PLN)</b> | <b>31,55</b>  |             |
| <b>cena docelowa za 9M (PLN)</b>      | <b>33,56</b>  |             |

#### Model zysków ekonomicznych

| (mln PLN)                             | wartość       | udział      |
|---------------------------------------|---------------|-------------|
| początkowe TNAV                       | 15 342        | 62%         |
| etap I (2021-23)                      | 3 450         | 14%         |
| korekta o PV                          | 534           | 2%          |
| etap II (2024-38)                     | 4 640         | 19%         |
| etap III (2039-58)                    | 925           | 4%          |
| <b>wartość godziwa</b>                | <b>24 892</b> | <b>100%</b> |
| liczba akcji (mln)                    | 864           |             |
| koszt kapitału                        | 8,5%          |             |
| <b>wartość godziwa na akcję (PLN)</b> | <b>28,83</b>  |             |
| <b>cena docelowa za 9M (PLN)</b>      | <b>30,66</b>  |             |

#### Wycena PZU (bez banków)

| (mln PLN)                      | waga | wycena        |
|--------------------------------|------|---------------|
| DDM                            | 50%  | 27 246        |
| zyski ekonomiczne              | 50%  | 24 892        |
| <b>średnia wartość godziwa</b> |      | <b>26 069</b> |

#### Wycena sumą części (SOTP)

| (mln PLN)                        | łącznie       | na akcję     |
|----------------------------------|---------------|--------------|
| PZU (bez banków)                 | 26 069        | 30,19        |
| Bank Pekao                       | 5 938         | 6,88         |
| Alior Bank                       | 976           | 1,13         |
| <b>suma części</b>               | <b>31 925</b> | <b>38,20</b> |
| <b>cena docelowa za 9M (PLN)</b> |               | <b>40,63</b> |

## Kruk

## akumuluj (podtrzymana)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 [michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
 Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 [mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)

Obniżamy wycenę Kruka do 288,46 PLN ze względu na odcięcie dywidendy oraz nieco niższą wycenę porównawczą. Nasza nowa wycena nadal implikuje rekomendację akumuluj. Cały czas podtrzymujemy, że ostatnie wyniki pokazują, że potencjału wzrostu należy obecnie szukać w silnym konsumencie, a nie w portfelach niepracujących wpływających po pandemii COVID-19, czego jeszcze oczekiwaliśmy we wrześniu zeszłego roku. Pomimo recesji Kruk zaskoczył rynek rekordowo wysokimi spłatami oraz rewaluacjami, co właśnie wskazuje, że klienci przeszli kryzys bez większego szwanku. Z kolei nie potwierdziły się nasze oczekiwania odnośnie napływu kredytów niepracujących w związku z pandemią i falą bankructw. Od marca 2020 roku (wybuch pandemii) do marca 2021 roku portfel kredytów niepracujących w Polsce spadł o 0,6 mld PLN, co można tłumaczyć niespotykaną skalą programów pomocowych. Z drugiej strony zostaliśmy absolutnie zaskoczeni spłatami i rewaluacjami na portfelu, co również potwierdziło skuteczność pomocy. W naszych prognozach zmniejszyliśmy wskaźnik NPL dla sektora bankowego, co oznacza mniejszy rynek dla windykatorów, ale z drugiej strony podnieśliśmy nasze oczekiwania odnośnie podaży portfeli, które jeszcze we wrześniu prognozowaliśmy na niższym poziomie w obawie przed bardziej zachowawczym zachowaniem banków. Dodatkowo oczekujemy rosnących zakupów na rynkach zagranicznych (Włochy, Hiszpania), które wykazują również pozytywny trend w spłatach pomimo kryzysu.

|               |            |                  |
|---------------|------------|------------------|
| cena bieżąca  | 267,00 PLN | potencjał zmiany |
| cena docelowa | 288,46 PLN | +8,0%            |

|                    | rekomendacja  | cena docelowa   | data wydania |        |
|--------------------|---------------|-----------------|--------------|--------|
| nowa               | akumuluj      | 288,46 PLN      | 2021-07-06   |        |
| poprzednia         | akumuluj      | 295,77 PLN      | 2021-06-09   |        |
| Podstawowe dane    |               | KRU PW          | vs. WIG      |        |
| ticker             | KRU PW        | zmiana 1M       | +0,2%        | -0,6%  |
| ISIN               | PLKRRK0000010 | zmiana YTD      | +103,8%      | +85,7% |
| liczba akcji (mln) | 19,0          | średni obrót 1M | 5,7 mln PLN  |        |
| MC (mln PLN)       | 5 075,9       | średni obrót 6M | 5,0 mln PLN  |        |
|                    |               | P/E 12M fwd     | 11,9         | +2,1%  |
| free float         | 100,0%        | P/E 5Y avg      | 11,7         | premia |

## Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)                     | 2019       | 2020      | 2021P       | 2022P       | 2023P       |
|-------------------------------|------------|-----------|-------------|-------------|-------------|
| przychody ogółem              | 1 251      | 1 138     | 1 467       | 1 566       | 1 666       |
| z zakupu wierzyt.             | 1 138      | 976       | 1 302       | 1 397       | 1 493       |
| z inkasa                      | 52         | 57        | 58          | 59          | 60          |
| koszty operacyjne             | -178       | -160      | -205        | -219        | -233        |
| <b>zysk netto</b>             | <b>277</b> | <b>81</b> | <b>447</b>  | <b>463</b>  | <b>454</b>  |
| P/E                           | 12,1       | 40,7      | 7,5         | 7,3         | 7,4         |
| P/BV                          | 2,6        | 2,5       | 2,2         | 2,0         | 1,8         |
| ROE                           | 15,0%      | 4,0%      | 20,7%       | 19,1%       | 16,6%       |
| DPS                           | 5,00       | 0,00      | 11,00       | 7,79        | 8,07        |
| DYield                        | 1,9%       | 0,0%      | 4,1%        | 2,9%        | 3,0%        |
| Zmiana prognoz                |            |           | 2021P       | 2022P       | 2023P       |
| nabyte pakiety wierzytelności |            |           | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| usługi windykacyjne           |            |           | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| pozostałe produkty            |            |           | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| koszty ogólne                 |            |           | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| <b>zysk netto</b>             |            |           | <b>0,0%</b> | <b>0,0%</b> | <b>0,0%</b> |

## RZiS

| (mln PLN)                        | 2019       | 2020       | 2021P      | 2022P      | 2023P      |
|----------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| nabyte pakiety wierzytelności    | 661        | 508        | 784        | 815        | 841        |
| usługi windykacyjne              | -1         | -11        | 14         | 15         | 15         |
| pozostałe produkty               | 6          | 35         | 54         | 55         | 57         |
| <b>marża pośrednia</b>           | <b>665</b> | <b>532</b> | <b>852</b> | <b>885</b> | <b>912</b> |
| koszty ogólne                    | 178        | 160        | 206        | 220        | 234        |
| wynik na pozostałej działalności | -2         | 7          | -1         | -1         | -1         |
| <b>EBITDA</b>                    | <b>484</b> | <b>379</b> | <b>645</b> | <b>664</b> | <b>677</b> |
| amortyzacja                      | 44         | 47         | 49         | 51         | 53         |
| <b>EBIT</b>                      | <b>440</b> | <b>332</b> | <b>596</b> | <b>612</b> | <b>624</b> |
| przychody/koszty finansowe       | -126       | -128       | -85        | -82        | -105       |
| zysk brutto                      | 314        | 204        | 510        | 530        | 519        |
| podatek dochodowy                | 37         | 123        | 61         | 64         | 62         |
| <b>zysk netto</b>                | <b>277</b> | <b>81</b>  | <b>449</b> | <b>467</b> | <b>457</b> |
| nakłady na nowe portfele         | 783        | 456        | 1 052      | 1 250      | 1 529      |
| spłaty                           | -1 782     | -1 834     | -1 952     | -2 176     | -2 216     |

## Wycena DDM oraz EVA

| (mln PLN)                             | DDM          | EVA          |
|---------------------------------------|--------------|--------------|
| początkowe TNAV                       |              | 1 958        |
| etap I (2021-30)                      | 1 059        | 1 471        |
| etap II (2031-50)                     | 1 666        | 1 511        |
| PV TV                                 | 2 284        |              |
| <b>wartość godziwa na 07/2021</b>     | <b>5 009</b> | <b>4 941</b> |
| korekta o wartość pieniądza w czasie  | -72          | 196          |
| <b>obecna wartość firmy</b>           | <b>4 937</b> | <b>5 136</b> |
| liczba akcji (mln)                    | 19,0         | 19,0         |
| koszt kapitału                        | 9,6%         | 9,6%         |
| <b>wartość godziwa na akcję (PLN)</b> | <b>259,7</b> | <b>270,2</b> |
| <b>cena docelowa za 9M (PLN)</b>      | <b>278,4</b> | <b>289,6</b> |

## Podsumowanie DCF

|                                          | (mln PLN)     |
|------------------------------------------|---------------|
| suma FCF                                 | 724           |
| wartość rezydualna (TV)                  | 12 622        |
| wzrost FCF po prognozie                  | 3,0%          |
| zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV) | 6 801         |
| wartość firmy (EV)                       | 7 525         |
| dług netto                               | 2 077         |
| udziałowcy mniejszościowi                | 0             |
| <b>wartość firmy na 01/2021</b>          | <b>5 449</b>  |
| korekta o wartość pieniądza w czasie     | 215           |
| <b>obecna wartość godziwa</b>            | <b>5 664</b>  |
| ilość akcji (mln)                        | 19,0          |
| <b>wartość firmy na akcję (PLN)</b>      | <b>297,92</b> |

## Podsumowanie wyceny

| (mln PLN)                        | waga | wycena        |
|----------------------------------|------|---------------|
| DCF                              | 25%  | 5 664         |
| DDM                              | 25%  | 4 937         |
| EVA                              | 25%  | 5 136         |
| porównawcza                      | 25%  | 4 726         |
| Wycena na akcję                  |      |               |
| (PLN)                            | waga | wycena        |
| DCF                              | 25%  | 298           |
| DDM & EVA                        | 25%  | 260           |
| EVA                              | 25%  | 270           |
| Porównawcza                      | 25%  | 249           |
| koszt kapitału 9M                |      | 7,2%          |
| <b>cena docelowa za 9M (PLN)</b> |      | <b>288,46</b> |

## GPW trzymaj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 [michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 [mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)

Na warszawskim parkiecie cały czas utrzymują się relatywnie wysokie obroty, a strumień nowych ofert publicznych nie ustaje, czego naturalnym beneficjentem jest GPW. Bardzo dobre linie przychodowe przykrywają oczekiwany wzrost bazy kosztowej, więc w 1Q'21 po oczyszczeniu o sezonową opłatę na KNF, wskaźnik C/I wyniósł zaledwie 47%. W lekkim kontraście do wyników operacyjnych GPW stoi kwestia optymalnego zarządzania kapitałem. Zadeklarowana dywidenda w wysokości 2,50 PLN jest zgodna z przyjętą polityką dywidendową, ale wobec bardzo dobrych wyników i silnego bilansu po cichu liczyliśmy na więcej. Cały czas pod znakiem zapytania stoi kwestia przejęcia giełdy armeńskiej, czekamy na jakieś konkrety w tej sprawie. Zwracamy również uwagę, na fakt zaangażowania GPW w projekt PCOL, który może stać się dodatkowym ośrodkiem capexu o rentowności niższej niż podstawowa działalność GPW. Pozostawiamy bez zmian nasze prognozy i rekomendację trzymaj.

|                      |           |                         |
|----------------------|-----------|-------------------------|
| <b>cena bieżąca</b>  | 48,90 PLN | <b>potencjał zmiany</b> |
| <b>cena docelowa</b> | 44,48 PLN | <b>-9,0%</b>            |

|                 | rekomendacja   | cena docelowa    | data wydania      |
|-----------------|----------------|------------------|-------------------|
| <b>aktualna</b> | <b>trzymaj</b> | <b>44,48 PLN</b> | <b>2021-04-09</b> |

| Podstawowe dane    |              |                   | GPW PW      | vs. WIG |
|--------------------|--------------|-------------------|-------------|---------|
| ticker             | GPW PW       | zmiana 1M         | -0,2%       | -0,9%   |
| ISIN               | PLGPW0000017 | zmiana YTD        | +7,0%       | -11,1%  |
| liczba akcji (mln) | 42,0         | średni obrót 1M   | 1,7 mln PLN |         |
| MC (mln PLN)       | 2 052,4      | średni obrót 6M   | 3,0 mln PLN |         |
| EV (mln PLN)       | 1 880,8      | EV/EBITDA 12M fwd | 8,0         | +5,8%   |
| free float         | 64,8%        | EV/EBITDA 5Y avg  | 7,5         | premia  |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)              | 2019  | 2020  | 2021P        | 2022P        | 2023P        |
|------------------------|-------|-------|--------------|--------------|--------------|
| przychody              | 336   | 404   | 396          | 388          | 388          |
| EBITDA                 | 188   | 220   | 220          | 208          | 207          |
| marża EBITDA           | 56,0% | 54,4% | 55,5%        | 53,7%        | 53,5%        |
| EBIT                   | 156   | 188   | 187          | 174          | 172          |
| zysk netto             | 119   | 151   | 158          | 149          | 146          |
| P/E                    | 17,2  | 13,6  | 13,0         | 13,8         | 14,1         |
| P/BV                   | 2,3   | 2,2   | 2,1          | 2,0          | 2,0          |
| EV/EBITDA              | 10,7  | 8,6   | 8,6          | 8,9          | 8,8          |
| DPS                    | 3,18  | 2,40  | 2,50         | 2,60         | 2,70         |
| DYield                 | 6,5%  | 4,9%  | 5,1%         | 5,3%         | 5,5%         |
| <b>Zmiana prognoz</b>  |       |       | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> | <b>2023P</b> |
| przychody ze sprzedaży |       |       | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| EBIT                   |       |       | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| EBITDA                 |       |       | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| zysk netto             |       |       | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |

### RZiS

| (mln PLN)                     | 2019       | 2020       | 2021P      | 2022P      | 2023P      |
|-------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>przychody ze sprzedaży</b> | <b>336</b> | <b>404</b> | <b>396</b> | <b>388</b> | <b>388</b> |
| rynek finansowy               | 185        | 256        | 257        | 253        | 249        |
| z czego obrót akcjami         | 94         | 87         | 151        | 151        | 145        |
| pozostałe                     | 169        | 106        | 102        | 104        | 0          |
| rynek towarowy                | 150        | 144        | 137        | 133        | 137        |
| z czego obsługa obrotu        | 79         | 75         | 72         | 67         | 64         |
| pozostałe                     | 69         | 65         | 66         | 72         | 0          |
| pozostałe przychody           | 1          | 3          | 2          | 2          | 2          |
| EBIT                          | 156        | 188        | 187        | 174        | 172        |
| EBITDA                        | 188        | 220        | 220        | 208        | 207        |
| udział w zyskach jednostek    | 11         | 16         | 14         | 13         | 12         |
| wynik na działalności finans. | -17        | -15        | -5         | -3         | -3         |
| <b>zysk brutto</b>            | <b>150</b> | <b>189</b> | <b>196</b> | <b>185</b> | <b>181</b> |
| podatek dochodowy             | -31        | -38        | -38        | -36        | -36        |
| <b>zysk netto</b>             | <b>119</b> | <b>151</b> | <b>158</b> | <b>149</b> | <b>146</b> |

### Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

| (PLN)                            | PLN          | %           |
|----------------------------------|--------------|-------------|
| Etap I (2021-23)                 | 6,98         | 17%         |
| Etap II (2024-30)                | 13,16        | 32%         |
| wartość rezydualna               | 20,72        | 51%         |
| <b>wartość godziwa</b>           | <b>40,86</b> | <b>100%</b> |
| CoE (%)                          | 8,5%         |             |
| <b>cena docelowa za 9M (PLN)</b> | <b>43,46</b> |             |

### Podsumowanie modelu DCF

| (mln PLN)                             | wartość      |
|---------------------------------------|--------------|
| wartość rezydualna                    | 1 706        |
| zdyskontowana wartość rezydualna      | 736          |
| zdyskontowana wartość FCF w okresie   | 884          |
| dług netto                            | -175         |
| udziały w spółkach                    | 0            |
| <b>wartość firmy</b>                  | <b>1 795</b> |
| liczba akcji (mln)                    | 42           |
| <b>wartość godziwa na akcję (PLN)</b> | <b>42,77</b> |
| CoE (%)                               | 8,5%         |
| <b>cena docelowa za 9M (PLN)</b>      | <b>45,50</b> |

### Bilans

| (mln PLN)              | 2019         | 2020         | 2021P        | 2022P        | 2023P        |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>aktywa</b>          | <b>1 257</b> | <b>1 362</b> | <b>1 412</b> | <b>1 450</b> | <b>1 482</b> |
| aktywa trwałe          | 586          | 589          | 617          | 624          | 624          |
| aktywa obrotowe        | 671          | 773          | 795          | 826          | 857          |
| <b>zob. i kapitały</b> | <b>1 257</b> | <b>1 362</b> | <b>1 412</b> | <b>1 450</b> | <b>1 482</b> |
| zob. długoterminowe    | 284          | 281          | 280          | 280          | 279          |
| zob. krótkoterminowe   | 100          | 156          | 155          | 154          | 154          |
| <b>kapitały własne</b> | <b>873</b>   | <b>924</b>   | <b>977</b>   | <b>1 017</b> | <b>1 049</b> |

### Wskaźniki

|           | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| P/E       | 15,6 | 12,3 | 11,8  | 12,6  | 12,8  |
| P/BV      | 2,1  | 2,0  | 1,9   | 1,8   | 1,8   |
| P/S       | 5,6  | 4,6  | 4,7   | 4,8   | 4,8   |
| EV/EBITDA | 9,7  | 7,7  | 7,7   | 8,0   | 7,9   |
| DYield    | 7,4% | 5,4% | 5,6%  | 5,8%  | 6,1%  |

### Podsumowanie wyceny

| (mln PLN)                      | waga | wycena       |
|--------------------------------|------|--------------|
| wycena DDM                     | 50%  | 40,86        |
| wycena DCF                     | 50%  | 42,77        |
| cena wynikowa                  |      | 41,81        |
| <b>cena docelowa za 9 m-cy</b> |      | <b>44,48</b> |

### Analiza scenariuszowa

| scenariusz    | wycena | różnica |
|---------------|--------|---------|
| bazowy        | 44,48  | -       |
| optymistyczny | 48,19  | +8,3%   |
| pesymistyczny | 40,19  | -9,6%   |

## Chemia

## Ciech

## trzymaj (bez zmian)

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. Ryzykiem dla Spółki jest zapowiadane przez agencję Reuters możliwe dalsze cięcie alokacji darmowych certyfikatów w sektorze przemysłowym i chemicznym. Ciech obecnie dostaje 1,5 mln ton darmowych certyfikatów, a zmniejszenie tej puli powodowałoby dodatkowe koszty działalności. Nie zmieniamy naszej rekomendacji (trzymaj) oraz ceny docelowej (47,47 PLN) dla Grupy Ciech.

cena bieżąca

50,30 PLN

potencjał zmiany

cena docelowa

47,47 PLN

-5,6%

|          | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|----------|--------------|---------------|--------------|
| aktualna | trzymaj      | 47,47 PLN     | 2021-06-02   |

| Podstawowe dane    |              |                   | CIE PW      | vs. WIG |
|--------------------|--------------|-------------------|-------------|---------|
| ticker             | CIE PW       | zmiana 1M         | +14,6%      | +13,9%  |
| ISIN               | PLCIECH00018 | zmiana YTD        | +72,3%      | +54,2%  |
| liczba akcji (mln) | 52,7         | średni obrót 1M   | 4,2 mln PLN |         |
| MC (mln PLN)       | 2 650,8      | średni obrót 6M   | 3,8 mln PLN |         |
| EV (mln PLN)       | 4 220,6      | EV/EBITDA 12M fwd | 6,0         | +8,1%   |
| 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.        | 14,8  | 18,7  | 13,6  | 12,0  | 12,4  |
| P/BV             | 1,3   | 1,3   | 1,2   | 1,2   | 1,1   |
| EV/EBITDA skor.  | 6,3   | 7,0   | 6,4   | 5,8   | 5,6   |
| DPS              | 0,00  | 0,00  | 3,00  | 2,67  | 2,94  |
| DYield           | 0,0%  | 0,0%  | 6,0%  | 5,3%  | 5,9%  |

| Zmiana prognoz                         | 2021P | 2022P | 2023P |
|----------------------------------------|-------|-------|-------|
| EBITDA adj.                            | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| zysk netto adj.                        | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| soda (USD/t)                           | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| soda Ciech (PLN/t)                     | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| soda vol (tys. ton)                    | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| węgiel do celów energetycznych (PLN/t) | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| węgiel kokсовy (USD/t)                 | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| gaz ziemny (PLN/m <sup>3</sup> )       | 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         |
| <b>przepływy oper.</b> | <b>532</b>  | <b>767</b>  | <b>682</b>  | <b>666</b>  | <b>654</b>  |
| amortyzacja            | 310         | 339         | 365         | 380         | 396         |
| kapitał obrotowy       | 56          | 354         | 38          | 22          | 5           |
| <b>przepływy inw.</b>  | <b>-407</b> | <b>-834</b> | <b>-458</b> | <b>-345</b> | <b>-366</b> |
| CAPEX                  | 385         | 708         | 458         | 345         | 366         |
| <b>przepływy fin.</b>  | <b>-17</b>  | <b>216</b>  | <b>-304</b> | <b>-284</b> | <b>-296</b> |
| 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%         |

## 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%  |

## 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%  |

## 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         |
| <b>wycena DCF na akcję (PLN)</b> | <b>48,33</b> |

## Wycena

| (PLN)                      | waga | cena         |
|----------------------------|------|--------------|
| porównawcza                | 50%  | 40,98        |
| DCF                        | 50%  | 48,33        |
| cena wynikowa              |      | 44,66        |
| koszt kapitału 9M          |      | 6,3%         |
| <b>cena docelowa za 9M</b> |      | <b>47,47</b> |

## Grupa Azoty trzymaj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

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

Wzrosty cen nawozów saletranych w końcówce czerwca pozwalają z nieco większym optymizmem spojrzeć na perspektywę 3Q'21. Niestety po słabym 1Q'21 Inwestorzy będą bardzo uważnie obserwować, czy rosnące koszty gazu ziemnego i certyfikatów uda się przenieść na klientów w 2Q'21. Ryzykiem dla Spółki jest zapowiadane przez agencję Reuters możliwe dalsze cięcie alokacji darmowych certyfikatów w sektorze przemysłowym i chemicznym. Grupa Azoty obecnie dostaje ponad 4 mln ton darmowych certyfikatów, a zmniejszenie tej puli spowodowałoby dodatkowe koszty działalności. Grupa Azoty pozostaje stosunkowo wyraźnie zadłużoną spółką (3,7x EBITDA'21) z perspektywami dalszych inwestycji po ukończeniu projektu PDH. Zakładamy, że po uruchomieniu nowych instalacji Grupa Azoty będzie musiała zwiększyć strumień wydatków inwestycyjnych na redukcję emisji CO<sub>2</sub>, co jednocześnie spowodować będzie, że jeszcze przez wiele lat akcjonariusze będą musieli się pogodzić z brakiem dywidendy. Pozostawiamy bez zmian naszą cenę docelową (34,74 PLN/akcja) oraz rekomendację trzymaj.

|                      |           |                         |
|----------------------|-----------|-------------------------|
| <b>cena bieżąca</b>  | 33,00 PLN | <b>potencjał zmiany</b> |
| <b>cena docelowa</b> | 34,74 PLN | +5,3%                   |

|                 | rekomendacja   | cena docelowa    | data wydania      |
|-----------------|----------------|------------------|-------------------|
| <b>aktualna</b> | <b>trzymaj</b> | <b>34,74 PLN</b> | <b>2021-05-07</b> |

| Podstawowe dane    |              |                   | ATT PW      | vs. WIG |
|--------------------|--------------|-------------------|-------------|---------|
| ticker             | ATT PW       | zmiana 1M         | -3,0%       | -3,7%   |
| ISIN               | PLZATRM00012 | zmiana YTD        | +20,2%      | +2,1%   |
| liczba akcji (mln) | 99,2         | średni obrót 1M   | 2,7 mln PLN |         |
| MC (mln PLN)       | 3 273,5      | średni obrót 6M   | 4,2 mln PLN |         |
| EV (mln PLN)       | 9 381,0      | EV/EBITDA 12M fwd | 6,7         | +9,3%   |
| free float         | 29,0%        | EV/EBITDA 5Y avg  | 6,1         | premia  |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)                        | 2019   | 2020   | 2021P  | 2022P  | 2023P  |
|----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| przychody                        | 11 308 | 10 525 | 12 954 | 12 320 | 14 116 |
| EBITDA skor.                     | 1 496  | 1 038  | 1 379  | 1 028  | 1 603  |
| marża EBITDA                     | 13,2%  | 9,9%   | 10,6%  | 8,3%   | 11,4%  |
| EBIT skor.                       | 685    | 272    | 594    | 217    | 496    |
| zysk netto skor.                 | 431    | 82     | 333    | 30     | 275    |
| P/E skor.                        | 7,6    | 40,0   | 9,8    | 109,6  | 11,9   |
| P/BV                             | 0,5    | 0,4    | 0,4    | 0,4    | 0,4    |
| EV/EBITDA skor.                  | 4,5    | 8,2    | 6,8    | 10,3   | 6,0    |
| DPS                              | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   |
| DYield                           | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| Zmiana prognoz                   |        |        | 2021P  | 2022P  | 2023P  |
| EBITDA                           |        |        | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| zysk netto                       |        |        | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| mocznik (PLN/t)                  |        |        | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| saletra (PLN/t)                  |        |        | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| gaz ziemny (PLN/m <sup>3</sup> ) |        |        | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| melamina (PLN/t)                 |        |        | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| poliamid 6 (PLN/t)               |        |        | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| propylen (PLN/t)                 |        |        | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |

### Wyniki i przepływy operacyjne

| (mln PLN)              | 2019          | 2020          | 2021P         | 2022P         | 2023P        |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| EBITDA nawozy          | 965           | 820           | 962           | 697           | 742          |
| EBITDA tworzywa        | 66            | -32           | 72            | 60            | 93           |
| EBITDA chemia          | 208           | 266           | 298           | 274           | 258          |
| EBITDA energetyka      | 102           | 98            | -92           | -151          | -110         |
| EBITDA pozostałe       | 83            | 169           | 139           | 147           | 145          |
| <b>przepływy oper.</b> | <b>2 033</b>  | <b>2 705</b>  | <b>1 375</b>  | <b>1 020</b>  | <b>1 622</b> |
| amortyzacja            | 811           | 766           | 785           | 811           | 1 107        |
| kapitał obrotowy       | 636           | 1 333         | 58            | -15           | 43           |
| <b>przepływy inw.</b>  | <b>-1 186</b> | <b>-2 831</b> | <b>-2 065</b> | <b>-2 029</b> | <b>-487</b>  |
| CAPEX                  | 1 044         | 3 009         | 2 065         | 2 029         | 487          |
| <b>przepływy fin.</b>  | <b>-923</b>   | <b>280</b>    | <b>-35</b>    | <b>913</b>    | <b>-693</b>  |
| dywidenda/buyback      | 0             | 0             | 0             | 0             | 0            |
| FCF                    | 883           | -469          | -703          | -1 014        | 1 126        |
| FCF/EBITDA             | 62%           | -35%          | -51%          | -99%          | 70%          |
| CFO/EBITDA             | 143%          | 205%          | 100%          | 99%           | 101%         |

### Bilans

| (mln PLN)               | 2019   | 2020   | 2021P  | 2022P  | 2023P  |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| aktywa                  | 15 479 | 18 207 | 19 433 | 20 368 | 20 739 |
| aktywa trwałe           | 10 705 | 13 512 | 14 728 | 15 951 | 15 336 |
| kapitał własny          | 7 036  | 7 339  | 7 609  | 7 638  | 7 913  |
| udział mniejszości      | 658    | 950    | 963    | 975    | 985    |
| dług netto              | 2 807  | 4 270  | 5 144  | 6 341  | 5 398  |
| dług netto/EBITDA (x)   | 197%   | 323%   | 373%   | 617%   | 337%   |
| dług netto/kap. wł. (x) | 40%    | 58%    | 68%    | 83%    | 68%    |

### Analiza porównawcza

|          | P/E   |      |      | EV/EBITDA |     |     |
|----------|-------|------|------|-----------|-----|-----|
|          | 21P   | 22P  | 23P  | 21P       | 22P | 23P |
| minimum  | 10,0  | 10,7 | 9,1  | 6,1       | 6,0 | 5,7 |
| maksimum | 140,9 | 24,2 | 20,1 | 9,3       | 9,3 | 9,1 |
| mediana  | 13,2  | 14,5 | 13,0 | 7,1       | 7,1 | 6,9 |
| waga     | 17%   | 17%  | 17%  | 17%       | 17% | 17% |

### Model DCF

| (mln PLN)                       | 21P    | 22P    | 23P    | 24P    | 25P    | 26P     | 27P     | 28P    | 29P    | 30P    | +      |
|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|
| mocznik (PLN/t)                 | 1 750  | 1 577  | 1 571  | 1 571  | 1 571  | 1 571   | 1 571   | 1 571  | 1 579  | 1 587  | 1 595  |
| saletra (PLN/t)                 | 1 400  | 1 312  | 1 305  | 1 305  | 1 305  | 1 305   | 1 305   | 1 305  | 1 312  | 1 318  | 1 325  |
| gaz ziem. (PLN/m <sup>3</sup> ) | 941    | 912    | 912    | 912    | 912    | 912     | 912     | 912    | 912    | 912    | 912    |
| przychody                       | 12 954 | 12 320 | 14 116 | 14 380 | 14 594 | 14 734  | 14 876  | 14 987 | 15 144 | 15 302 | 15 465 |
| EBITDA                          | 1 379  | 1 028  | 1 603  | 1 616  | 1 602  | 1 573,9 | 1 556   | 1 529  | 1 457  | 1 471  | 1 499  |
| marża EBITDA                    | 10,6%  | 8,3%   | 11,4%  | 11,2%  | 11,0%  | 10,7%   | 10,5%   | 10,2%  | 9,6%   | 9,6%   | 9,7%   |
| EBIT                            | 594    | 217    | 496    | 540    | 576    | 584,41  | 572,92  | 536    | 464    | 473    | 500    |
| podatek                         | 75     | -3     | 34     | 33     | 44     | 49,218  | 50,002  | 45     | 33     | 35     | 41     |
| CAPEX                           | -2 065 | -2 029 | -487   | -720   | -753   | -820,52 | -841,07 | -885   | -943   | -993   | -998   |
| kapitał obrotowy                | 58     | -15    | 43     | 6      | 5      | 3,3535  | 3,4171  | 3      | 4      | 4      | 4      |
| FCF                             | -703   | -1 014 | 1 126  | 869    | 810    | 707,52  | 668,35  | 601    | 486    | 449    |        |
| PV FCF                          | -675   | -921   | 957    | 690    | 602    | 491,79  | 433,98  | 364    | 274    | 237    | 230    |
| WACC                            | 6,1%   | 5,9%   | 6,3%   | 6,5%   | 6,6%   | 6,6%    | 6,7%    | 6,8%   | 6,8%   | 6,8%   | 6,9%   |
| risk-free rate                  | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%    | 3,5%    | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   |

### Podsumowanie DCF

| (mln PLN)                        |              |
|----------------------------------|--------------|
| beta                             | 1,0          |
| wzrost FCF po prognozie          | 2%           |
| zdyskontowana wartość FCF        | 6 968,5      |
| dług netto                       | 2 601,6      |
| inne korekty                     | -657,6       |
| <b>wycena DCF na akcję (PLN)</b> | <b>37,39</b> |

### Wycena

| (PLN)                      | waga | cena         |
|----------------------------|------|--------------|
| porównawcza                | 50%  | 27,96        |
| DCF                        | 50%  | 37,39        |
| cena wynikowa              |      | 32,68        |
| koszt kapitału 9M          |      | 6,3%         |
| <b>cena docelowa za 9M</b> |      | <b>34,74</b> |

## Surowce

## JSW

## kupuj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Wzrost aktywności kupców z Europy przekłada się na wzrost cen węgla koksowego w Australii. Te ostatnie zmierzają do 190 USD/t. Dodatkowo na rynek powoli (po epidemii COVID-19) wracają kupcy z Indii, którzy zabezpieczają dostawy na drugą połowę roku. W Europie wysokie ceny stali zachęcają producentów wielkopiecowych do wzrostu produkcji, co przekłada się na wyższe ceny koksu (jeszcze w XII'20 220 USD/t, a w VI prawdopodobnie przekroczą 400 USD/t). Naszym zdaniem w korzystniejszym otoczeniu makroekonomicznym JSW może w perspektywie najbliższego roku wypracować ponad 2 mld PLN EBITDA, a oczekiwany dalszy spadek zapasów prowadzić będzie do wygenerowania pozytywnego wolnego przepływu gotówki i spadku zadłużenia. W krótkiej perspektywie wierzymy, że raport produkcyjny za 2Q'21 może pozytywnie przełożyć się na wycenę akcji JSW (publikacja w drugiej połowie VII). Ryzykiem jest eskalacja konfliktu między załogą JSW, a Zarządem, szczególnie jeśli miałby on się przerodzić w strajk. Nie zmieniamy naszej rekomendacji dla Grupy JSW (kupuj) oraz ceny docelowej (48,09 PLN/akcja).

cena bieżąca

36,69 PLN

potencjał zmiany

cena docelowa

48,09 PLN

+31,1%

|          | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|----------|--------------|---------------|--------------|
| aktualna | kupuj        | 48,09 PLN     | 2021-04-09   |

| Podstawowe dane    |              |                   | JSW PW       | vs. WIG |
|--------------------|--------------|-------------------|--------------|---------|
| ticker             | JSW PW       | zmiana 1M         | +3,1%        | +2,4%   |
| ISIN               | PLJSW0000015 | zmiana YTD        | +41,4%       | +23,3%  |
| liczba akcji (mln) | 117,4        | średni obrót 1M   | 24,2 mln PLN |         |
| MC (mln PLN)       | 4 307,8      | średni obrót 6M   | 34,6 mln PLN |         |
| EV (mln PLN)       | 4 964,8      | EV/EBITDA 12M fwd | 3,6          | +31,0%  |
| free float         | 44,8%        | EV/EBITDA 5Y avg  | 2,8          | premia  |

## Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)                              | 2019  | 2020   | 2021P | 2022P | 2023P  |
|----------------------------------------|-------|--------|-------|-------|--------|
| przychody                              | 8 672 | 6 989  | 9 553 | 9 641 | 10 165 |
| EBITDA skor.                           | 1 839 | -200   | 2 093 | 2 186 | 2 487  |
| marża EBITDA                           | 21,2% | -2,9%  | 21,9% | 22,7% | 24,5%  |
| EBIT skor.                             | 806   | -1 305 | 935   | 884   | 1 155  |
| zysk netto skor.                       | 548   | -1 182 | 652   | 613   | 834    |
| P/E skor.                              | 7,9   | -      | 6,6   | 7,0   | 5,2    |
| P/BV                                   | 0,5   | 0,6    | 0,6   | 0,5   | 0,5    |
| EV/EBITDA skor.                        | 1,9   | -      | 2,4   | 2,1   | 1,6    |
| DPS                                    | 1,71  | 0,00   | 0,00  | 0,00  | 2,61   |
| DYield                                 | 4,7%  | 0,0%   | 0,0%  | 0,0%  | 7,1%   |
| Zmiana prognoz                         |       | 2021P  | 2022P | 2023P |        |
| EBITDA (skor.)                         |       | 0,0%   | 0,0%  | 0,0%  |        |
| zysk netto (skor.)                     |       | 0,0%   | 0,0%  | 0,0%  |        |
| węgiel koksowy (PLN/t)                 |       | 0,0%   | 0,0%  | 0,0%  |        |
| węgiel do celów energetycznych (PLN/t) |       | 0,0%   | 0,0%  | 0,0%  |        |
| koks (PLN/t)                           |       | 0,0%   | 0,0%  | 0,0%  |        |
| prod. węgla (tys. t)                   |       | 0,0%   | 0,0%  | 0,0%  |        |
| prod. w. koks. (tys. t)                |       | 0,0%   | 0,0%  | 0,0%  |        |
| prod. koksu (tys. t)                   |       | 0,0%   | 0,0%  | 0,0%  |        |

## Wyniki i przepływy operacyjne

| (mln PLN)               | 2019          | 2020          | 2021P         | 2022P         | 2023P         |
|-------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| prod. węgla (tys. t)    | 14 762        | 14 385        | 15 008        | 15 950        | 17 670        |
| prod. w. koks. (tys. t) | 10 208        | 11 062        | 12 006        | 12 760        | 14 136        |
| udział węgla koks. (%)  | 1             | 1             | 1             | 1             | 1             |
| prod. w. ener. (tys. t) | 4 554         | 3 323         | 3 002         | 3 190         | 3 534         |
| prod. koksu (tys. t)    | 3 170         | 3 331         | 3 900         | 3 700         | 3 500         |
| <b>przepływy oper.</b>  | <b>1 538</b>  | <b>355</b>    | <b>2 282</b>  | <b>2 084</b>  | <b>2 445</b>  |
| amortyzacja             | 1 034         | 1 105         | 1 158         | 1 302         | 1 332         |
| kapitał obrotowy        | -162          | 126           | 352           | 71            | 200           |
| <b>przepływy inw.</b>   | <b>-2 261</b> | <b>-1 811</b> | <b>-1 870</b> | <b>-1 670</b> | <b>-1 400</b> |
| CAPEX                   | 2 181         | 2 047         | 1 870         | 1 670         | 1 400         |
| <b>przepływy fin.</b>   | <b>-180</b>   | <b>1 442</b>  | <b>-119</b>   | <b>-117</b>   | <b>-421</b>   |
| dywidenda/buyback       | -201          | 0             | 0             | 0             | -306          |
| FCF                     | -691          | -1 802        | 421           | 441           | 1 089         |
| FCF/EBITDA              | -38%          | 900%          | 20%           | 20%           | 44%           |
| CFO/EBITDA              | 84%           | -177%         | 109%          | 95%           | 98%           |

## Bilans

| (mln PLN)               | 2019P  | 2020   | 2021P  | 2022P  | 2023P     |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| aktywa                  | 14 926 | 15 031 | 16 167 | 16 808 | 17 507,74 |
| aktywa trwałe           | 10 391 | 11 027 | 11 738 | 12 125 | 12 229,21 |
| kapitał własny          | 8 463  | 6 920  | 7 573  | 8 185  | 8 713,338 |
| udział mniejszości      | 388    | 397    | 397    | 397    | 396,8     |
| dług netto              | -1 252 | 553    | 260    | -36    | -660,809  |
| dług netto/EBITDA (x)   | -68%   | -276%  | 12%    | -2%    | -27%      |
| dług netto/kap. wł. (x) | -15%   | 8%     | 3%     | 0%     | -8%       |

## Analiza porównawcza

|          | P/E  |      |      | EV/EBITDA |      |     |
|----------|------|------|------|-----------|------|-----|
|          | 21P  | 22P  | 23P  | 21P       | 22P  | 23P |
| minimum  | 2,8  | 4,1  | 4,4  | 1,1       | 0,9  | 1,0 |
| maksimum | 37,2 | 39,0 | 13,0 | 37,2      | 10,0 | 9,4 |
| mediana  | 12,2 | 8,6  | 8,2  | 6,2       | 4,6  | 4,5 |
| waga     | 17%  | 17%  | 17%  | 17%       | 17%  | 17% |

## Model DCF

| (mln PLN)           | 21P    | 22P    | 23P    | 24P    | 25P    | 26P    | 27P    | 28P    | 29P    | 30P    | +      |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| w. koksowy (USD/t)  | 136    | 147    | 152    | 152    | 152    | 152    | 152    | 152    | 152    | 152    | 153    |
| w. energet. (PLN/t) | 263    | 263    | 263    | 263    | 263    | 263    | 263    | 263    | 263    | 263    | 263    |
| koks (USD/t)        | 321    | 306    | 274    | 268    | 268    | 268    | 268    | 268    | 268    | 268    | 269    |
| przychody           | 9 553  | 9 641  | 10 165 | 9 962  | 9 820  | 9 813  | 9 815  | 9 817  | 9 819  | 9 821  | 9 873  |
| EBITDA              | 2 093  | 2 186  | 2 487  | 2 400  | 2 220  | 2 116  | 2 021  | 1 960  | 1 936  | 1 820  | 1 743  |
| marża EBITDA        | 21,9%  | 22,7%  | 24,5%  | 24,1%  | 22,6%  | 21,6%  | 20,6%  | 20,0%  | 19,7%  | 18,5%  | 17,7%  |
| EBIT                | 935    | 884    | 1 155  | 1 060  | 865    | 751    | 654    | 596    | 562    | 436    | 343    |
| podatek             | 155    | 146    | 198    | 180    | 147    | 130    | 111    | 100    | 94     | 69     | 52     |
| CAPEX               | -1 870 | -1 670 | -1 400 | -1 400 | -1 400 | -1 400 | -1 400 | -1 400 | -1 400 | -1 400 | -1 400 |
| kapitał obrotowy    | 352    | 71     | 200    | -30    | -34    | -9     | -6     | -3     | -1     | -8     | 1      |
| FCF                 | 421    | 441    | 1 089  | 790    | 639    | 577    | 504    | 457    | 442    | 343    | 292    |
| PV FCF              | 396    | 383    | 870    | 582    | 434    | 361    | 290    | 243    | 216    | 155    |        |
| WACC                | 8,2%   | 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%      |
| zdyskontowana wartość FCF | 3 929,7 |
| dług netto                | 552,7   |
| inne korekty              | 396,8   |
| wycena DCF na akcję (PLN) | 38,60   |

## Wycena

| (PLN)                      | waga | cena         |
|----------------------------|------|--------------|
| porównawcza                | 50%  | 51,86        |
| DCF                        | 50%  | 38,60        |
| cena wynikowa              |      | 45,23        |
| koszt kapitału 9M          |      | 6,3%         |
| <b>cena docelowa za 9M</b> |      | <b>48,09</b> |

## KGHM kupuj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

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

Widmo rozprzestrzeniającej się fali zachorowań na wariant Delta COVID-19 na świecie może wciąż ważyć na sentymencie do spółek wydobywczych w lipcu. Z drugiej strony propozycje dodatkowych podatków dla wydobywców miedzi w krajach będącymi głównym jej producentami (Chile, Peru, Rosja) powstrzymują globalne spółki górnicze od podejmowania nowych inwestycji. Przy rosnącym popycie ze strony elektro mobilności oraz OZE od 2023 roku rynek miedzi wchodzi w strukturalny deficyt, który może się z każdym rokiem pogłębiać. Krótkoterminowo wyższe ceny surowców zwracają uwagę górników, co przekłada się na lokalne strajki i problemy w produkcji w Ameryce Południowej. Warto zwrócić uwagę, że w ostatnich dniach liczba otwartych pozycji na miedzi spadła do 8 tys. sztuk (jeszcze w II'21 70 tys. sztuk), co oznacza że spekulanci mocno ograniczyli swoją ekspozycję na metal, a w przypadku pojawienia się pozytywnych informacji może przekładać się to na dynamiczny wzrost cen miedzi. Pozostawiamy bez zmian naszą cenę docelową (245,39 PLN/akcja) oraz rekomendację kupuj.

**cena bieżąca**  
**cena docelowa**

191,45 PLN

**potencjał zmiany**

245,39 PLN

**+28,2%**

|          | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|----------|--------------|---------------|--------------|
| aktualna | kupuj        | 245,39 PLN    | 2021-06-02   |

| Podstawowe dane    |              |                   | KGH PW        | vs. WIG  |
|--------------------|--------------|-------------------|---------------|----------|
| ticker             | KGH PW       | zmiana 1M         | -5,6%         | -6,3%    |
| ISIN               | PLKGHM000017 | zmiana YTD        | +5,5%         | -12,6%   |
| liczba akcji (mln) | 200,0        | średni obrót 1M   | 116,8 mln PLN |          |
| MC (mln PLN)       | 38 290,0     | średni obrót 6M   | 116,7 mln PLN |          |
| EV (mln PLN)       | 36 757,7     | EV/EBITDA 12M fwd | 4,1           | -11,5%   |
| free float         | 63,2%        | EV/EBITDA 5Y avg  | 4,6           | dyskonto |

### 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.               | 21,1   | 18,0         | 6,1          | 6,6          | 6,9    |
| P/BV                    | 1,9    | 1,8          | 1,4          | 1,2          | 1,2    |
| EV/EBITDA skor.         | 8,7    | 6,5          | 3,4          | 3,3          | 3,2    |
| DPS                     | 0,00   | 0,00         | 1,50         | 10,00        | 17,31  |
| DYield                  | 0,0%   | 0,0%         | 0,8%         | 5,2%         | 9,0%   |
| <b>Zmiana prognoz</b>   |        | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> | <b>2023P</b> |        |
| EBITDA (skor.)          |        | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |        |
| zysk netto (skor.)      |        | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |        |
| miedź (USD/t)           |        | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |        |
| srebro (USD/oz)         |        | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |        |
| molibden (USD/t)        |        | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |        |
| prod. miedź (tys. ton)  |        | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |        |
| prod. srebro (ton)      |        | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |        |
| prod. molibden (mln lb) |        | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |        |

### Wyniki i przepływy operacyjne

| (mln PLN)                  | 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           |
| <b>przepływy oper.</b>     | <b>5 048</b>  | <b>5 656</b>  | <b>9 687</b>  | <b>8 038</b>  | <b>7 704</b>  |
| amortyzacja                | 1 920         | 1 963         | 2 092         | 2 121         | 2 045         |
| kapitał obrotowy           | 1 227         | 1 172         | 1 167         | 2             | -28           |
| <b>przepływy inw.</b>      | <b>-3 643</b> | <b>-3 661</b> | <b>-2 806</b> | <b>-2 710</b> | <b>-1 957</b> |
| CAPEX                      | 3 336         | 3 675         | 2 806         | 2 710         | 1 957         |
| <b>przepływy fin.</b>      | <b>-1 346</b> | <b>-489</b>   | <b>-447</b>   | <b>-2 147</b> | <b>-3 609</b> |
| 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           |
| <b>wycena DCF na akcję (PLN)</b> | <b>225,24</b> |

### Wycena

| (PLN)                      | waga | cena          |
|----------------------------|------|---------------|
| porównawcza                | 50%  | 236,41        |
| DCF                        | 50%  | 225,24        |
| cena wynikowa              |      | 230,83        |
| koszt kapitału 9M          |      | 6,3%          |
| <b>cena docelowa za 9M</b> |      | <b>245,39</b> |

# Paliwa

## Lotos

### akumuluj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.klischcz@mbank.pl

Nowy podwyższony scenariusz dla cen surowców i nieco bardziej optymistyczne założenia dla dyferencjału Ural/Brent pozwalają na podwyższenie naszych prognoz EBITDA LIFO dla okresu 2021-23 średnio o 8% (największy wpływ na rok bieżący z/w na oczekiwanie spadku cen gazu i ropy z obecnych poziomów w latach kolejnych). Uwzględniając wyższe mnożniki dla spółek porównywalnych rewidujemy cenę docelową w górę do 60,75 PLN (poprzednio 53,39 PLN) i utrzymujemy rekomendację akumuluj. Nadal aktualny jest nasz scenariusz systematycznej poprawy otoczenia makro w sektorze rafineryjnym wraz z powrotem ruchu na drogach i odbudowy ruchu lotniczego. Stopniowe zwiększanie podaży ropy powinno zapobiegać dalszym wzrostom cen surowca, a dodatkowo ewentualna umowa USA-Iran może poprawić dyskonto na ropach ciężkich. Z punktu widzenia Lotosu wspierające dla rentowności jest również obserwowane obecnie rozszerzanie się spreadu HSFO/diesel (presja na cracki HSFO przy tych cenach ropy i zwiększaniu użycia rafinerii, „zaległy” efekt IMO, poprawa na dieslu). Przypominamy, że każdy 1 USD/Bbl na modelowej marży to dodatkowe 0,3 mld PLN EBITDA (+15% do naszej prognozy dla roku 2021). W znormalizowanym otoczeniu marżowości (2022-23) EBITDA LIFO może wrócić do poziomu 2,5-3 mld PLN, co będzie implikować EV/EBITDA 4-4,5x. Spółka ma mocną pozycję bilansową (1,2x DN/EBITDA na koniec tego roku) i w najbliższych latach oczekujemy wysokiego FCFF yield (obecny rok będzie jednorazowo zainfekowany przez odpływ gotówki na kapitał obrotowy). Są to naszymi konkretnymi argumentami przemawiającymi za poprawą parytetu względem PKN Orlen w kontekście planowanej fuzji.

#### Rachunek wyników i dane operacyjne

| (mln PLN)                   | 2019         | 2020         | 2021P        | 2022P        | 2023P        |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>EBITDA LIFO skor.</b>    | <b>2 852</b> | <b>1 726</b> | <b>1 877</b> | <b>2 572</b> | <b>2 893</b> |
| upstream                    | 621          | 469          | 887          | 1 018        | 901          |
| rafineria                   | 1 965        | 1 021        | 757          | 1 317        | 1 749        |
| detal                       | 259          | 253          | 232          | 238          | 243          |
| <b>EV/EBITDA LIFO skor.</b> | <b>4,6</b>   | <b>7,0</b>   | <b>6,6</b>   | <b>4,5</b>   | <b>3,8</b>   |
| efekt LIFO                  | -141         | -740         | 692          | -262         | 0            |
| inne zd. jednorazowe        | 141          | 740          | -692         | 262          | 0            |
| <b>saldo finansowe</b>      | <b>-278</b>  | <b>-256</b>  | <b>-289</b>  | <b>-179</b>  | <b>-158</b>  |
| <b>przerób ropy mln ton</b> | <b>10,7</b>  | <b>10,2</b>  | <b>10,0</b>  | <b>10,7</b>  | <b>10,7</b>  |
| raf. EBITDA LIFO USD/Bbl    | 6,5          | 3,5          | 2,8          | 4,7          | 6,2          |
| detal EBITDA/tonę           | 156          | 163          | 140          | 143          | 146          |
| upstream \$ EBITDA/boe      | 21,4         | 16,2         | 38,7         | 36,3         | 36,8         |
| <b>wydobycie w mboe/d</b>   | <b>20,7</b>  | <b>20,3</b>  | <b>16,9</b>  | <b>21,3</b>  | <b>18,6</b>  |
| gaz                         | 10,9         | 10,1         | 7,4          | 5,5          | 4,1          |
| ropa                        | 9,8          | 10,2         | 9,4          | 15,8         | 14,5         |

#### Model DCF (bez segmentu wydobywczego)

| (mln PLN)         | 21P    | 22P    | 23P    | 24P    | 25P    | 26P    | 27P    | 28P    | 29P    | 30P    | +      |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Brent (USD/Bbl)   | 69     | 60     | 60     | 60     | 60     | 60     | 60     | 60     | 60     | 60     | 60     |
| marża+dyferencjał | 3,5    | 5,6    | 7,2    | 7,2    | 7,2    | 7,2    | 7,2    | 7,2    | 7,2    | 7,2    | 7,2    |
| USD/PLN           | 3,73   | 3,60   | 3,60   | 3,60   | 3,60   | 3,60   | 3,60   | 3,60   | 3,60   | 3,60   | 3,60   |
| przychody         | 26 814 | 25 132 | 25 717 | 25 724 | 25 731 | 25 738 | 25 744 | 25 750 | 25 768 | 25 785 | 25 785 |
| EBITDA            | 1 642  | 1 292  | 1 992  | 1 981  | 1 970  | 1 959  | 1 953  | 1 939  | 1 926  | 1 912  | 1 912  |
| marża EBITDA      | 6,1%   | 5,1%   | 7,7%   | 7,7%   | 7,7%   | 7,6%   | 7,6%   | 7,5%   | 7,5%   | 7,4%   | 7,4%   |
| EBIT              | 857    | 483    | 1 178  | 1 134  | 1 216  | 1 189  | 1 167  | 1 142  | 1 115  | 1 086  | 1 086  |
| podatek           | 163    | 92     | 224    | 215    | 231    | 226    | 222    | 217    | 212    | 206    | 206    |
| CAPEX             | -592   | -620   | -727   | -727   | -727   | -727   | -727   | -727   | -727   | -727   | -826   |
| kapitał obrotowy  | -1 145 | 691    | -123   | 3      | 10     | 10     | 7      | 5      | 5      | 3      | 0      |
| FCF               | -257   | 1 271  | 918    | 1 041  | 1 021  | 1 015  | 1 011  | 1 000  | 992    | 981    | 880    |
| PV FCF            | -248   | 1 134  | 756    | 792    | 716    | 655    | 600    | 546    | 497    | 452    |        |
| WACC              | 7,7%   | 8,0%   | 8,2%   | 8,4%   | 8,5%   | 8,6%   | 8,7%   | 8,8%   | 8,8%   | 8,8%   | 8,3%   |
| risk-free rate    | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   |

cena bieżąca

54,40 PLN

potencjał zmiany

cena docelowa

60,75 PLN

+11,7%

|                        | rekomendacja    | cena docelowa     | data wydania      |                |
|------------------------|-----------------|-------------------|-------------------|----------------|
| <b>nowa</b>            | <b>akumuluj</b> | <b>60,75 PLN</b>  | <b>2021-07-06</b> |                |
| poprzednia             | akumuluj        | 53,39 PLN         | 2021-06-02        |                |
| <b>Podstawowe dane</b> |                 |                   | <b>LTS PW</b>     | <b>vs. WIG</b> |
| ticker                 | LTS PW          | zmiana 1M         | +1,8%             | +1,1%          |
| ISIN                   | PLLOTOS00025    | zmiana YTD        | +31,2%            | +13,1%         |
| liczba akcji (mln)     | 184,9           | średni obrót 1M   | 21,7 mln PLN      |                |
| MC (mln PLN)           | 10 057,1        | średni obrót 6M   | 29,2 mln PLN      |                |
| EV (mln PLN)           | 12 393,9        | EV/EBITDA 12M fwd | 4,5               | -14,0%         |
| free float             | 46,8%           | EV/EBITDA 5Y avg  | 5,2               | dyskonto       |

#### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)                   | 2019         | 2020          | 2021P         | 2022P         | 2023P        |
|-----------------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| przychody                   | 29 493       | 20 909        | 28 115        | 26 646        | 27 060       |
| EBITDA                      | 2 879        | -307          | 2 530         | 2 310         | 2 893        |
| marża EBITDA                | 9,8%         | -1,5%         | 9,0%          | 8,7%          | 10,7%        |
| EBIT                        | 1 970        | -1 397        | 1 467         | 1 153         | 1 763        |
| <b>zysk netto</b>           | <b>1 153</b> | <b>-1 146</b> | <b>839</b>    | <b>602</b>    | <b>1 154</b> |
| P/E                         | 8,7          | -             | 12,0          | 16,7          | 8,7          |
| P/BV                        | 0,8          | 0,9           | 0,8           | 0,8           | 0,8          |
| EV/EBITDA                   | 4,5          | -             | 4,9           | 5,0           | 3,7          |
| DPS                         | 3,00         | 1,00          | 0,00          | 3,00          | 3,00         |
| DYield                      | 5,5%         | 1,8%          | 0,0%          | 5,5%          | 5,5%         |
| <b>Zmiana prognoz</b>       |              |               | <b>2021P</b>  | <b>2022P</b>  | <b>2023P</b> |
| EBITDA LIFO                 |              |               | +17,5%        | +6,1%         | +0,9%        |
| <b>zysk netto</b>           |              |               | <b>+84,7%</b> | <b>-13,0%</b> | <b>+2,9%</b> |
| Brent (USD/Bbl)             |              |               | +6,2%         | 0,0%          | 0,0%         |
| marża+dyferencjał (USD/Bbl) |              |               | +10,7%        | +8,4%         | 0,0%         |
| USD/PLN                     |              |               | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%         |

#### Bilans i CF

| (mln PLN)             | 2019         | 2020         | 2021P        | 2022P        | 2023P        |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>CF operacyjny</b>  | <b>2 130</b> | <b>2 870</b> | <b>1 233</b> | <b>2 908</b> | <b>2 542</b> |
| CFO/EBITDA LIFO skor. | 75%          | 166%         | 66%          | 113%         | 88%          |
| <b>CAPEX</b>          | <b>805</b>   | <b>895</b>   | <b>1 211</b> | <b>1 035</b> | <b>946</b>   |
| kapitał obrotowy      | 5 523        | 3 554        | 4 698        | 4 007        | 4 131        |
| kapitał własny        | 12 715       | 11 574       | 12 497       | 12 544       | 13 144       |
| <b>dług netto</b>     | <b>2 900</b> | <b>1 928</b> | <b>2 337</b> | <b>1 423</b> | <b>765</b>   |
| dług netto/EBITDA (x) | 1,0          | 1,1          | 1,2          | 0,6          | 0,3          |

#### Analiza porównawcza

|          | P/E  |      |      | EV/EBITDA |      |      |
|----------|------|------|------|-----------|------|------|
|          | 21P  | 22P  | 23P  | 21P       | 22P  | 23P  |
| minimum  | 5,6  | 5,6  | 4,4  | 2,5       | 2,5  | 2,7  |
| maksimum | 78,9 | 43,6 | 21,4 | 21,1      | 17,3 | 14,5 |
| mediana  | 10,0 | 9,5  | 9,0  | 5,6       | 4,9  | 4,8  |
| waga     | 17%  | 17%  | 17%  | 17%       | 17%  | 17%  |

#### Podsumowanie DCF

| (mln PLN)                        |              |
|----------------------------------|--------------|
| beta                             | 1,0          |
| wzrost FCF po prognozie          | 1,0%         |
| zdyskontowana wartość FCF        | 11 484       |
| dług netto                       | 1 928        |
| Petrobaltic                      | 2 670        |
| <b>wycena DCF na akcję (PLN)</b> | <b>66,13</b> |

#### Wycena

| (PLN)                      | waga | cena         |
|----------------------------|------|--------------|
| porównawcza                | 50%  | 48,16        |
| DCF                        | 50%  | 66,13        |
| cena wynikowa              |      | 57,15        |
| koszt kapitału 9M          |      | 6,3%         |
| <b>cena docelowa za 9M</b> |      | <b>60,75</b> |

## MOL kupuj (podwyższona)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Po kwietniowym komunikacie o planowanym przekazaniu akcji własnych do „rządowej” fundacji kurs MOL-a był pod presją i zachowywał się gorzej od swojej grupy porównawczej, ale powoli siła oddziaływania tego czynnika wygasa (my w konsekwencji tej decyzji skorygowaliśmy liczbę akcji i parametr Beta), a do głosu dochodzi coraz bardziej sprzyjające otoczenie makro. Rekordowe ceny gazu, coraz wyższe ceny ropy i niespotykane wcześniej marże petrochemiczne pozwalają na rewizję naszej prognozy CCS EBITDA na ten rok o prawie 20% (korekta dla okresu 2022-23 wynosi +7%). Uwzględniając aktualizację wyceny mnożnikowej podwyższamy cenę docelową do 2 816 HUF na akcję i podnosimy rekomendację do kupuj. Obecnie MOL jest wyceniany na EV/CCS EBITDA'21-23 z prawie 30% dyskontem do zintegrowanych koncernów rafineryjnych i prawie 10% poniżej benchmarku dla spółek wydobywczych (udział E&P w EBITDA to ~40-45%). Szacowany przez nas FCFE yield w najbliższych latach sięga średnio 8%, co zapewnia co najmniej utrzymanie dotychczasowego poziomu stopy dywidendy >4%. W naszej opinii profil biznesowy MOL-a najlepiej w regionie wpisuje się w obecne trendy makro w sektorze paliwowym. Istotnym katalizatorem może być publikacja bardzo dobrych wyników za 2Q.

**cena bieżąca**  
**cena docelowa**

2 378 HUF

**potencjał zmiany**

2 816 HUF

+18,4%

|                    | rekomendacja | cena docelowa     | data wydania      |          |
|--------------------|--------------|-------------------|-------------------|----------|
| <b>nowa</b>        | <b>kupuj</b> | <b>2 816 HUF</b>  | <b>2021-07-06</b> |          |
| poprzednia         | trzymaj      | 2 294 HUF         | 2021-04-09        |          |
| Podstawowe dane    |              |                   | MOL HB            | vs. WIG  |
| ticker             | MOL HB       | zmiana 1M         | -1,7%             | -2,4%    |
| ISIN               | HU0000153937 | zmiana YTD        | +8,6%             | -9,5%    |
| liczba akcji (mln) | 779,3        | średni obrót 1M   | 1 941,9 mln HUF   |          |
| MC (mln PLN)       | 1 853 242,7  | średni obrót 6M   | 2 185,1 mln HUF   |          |
| EV (mln PLN)       | 3 071 641,5  | EV/EBITDA 12M fwd | 3,6               | -14,6%   |
| free float         | 53,5%        | EV/EBITDA 5Y avg  | 4,2               | dyskonto |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mld HUF)                   | 2019   | 2020  | 2021P  | 2022P  | 2023P  |
|-----------------------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| przychody                   | 5 267  | 4 011 | 5 259  | 4 940  | 5 079  |
| EBITDA                      | 685    | 579   | 846    | 660    | 757    |
| marża EBITDA                | 13,0%  | 14,4% | 16,1%  | 13,4%  | 14,9%  |
| EBIT                        | 294    | 67    | 361    | 175    | 268    |
| zysk netto                  | 223    | -16   | 251    | 114    | 191    |
| P/E                         | 8,3    | -     | 7,4    | 16,3   | 9,7    |
| P/BV                        | 0,9    | 0,8   | 0,8    | 0,8    | 0,7    |
| EV/EBITDA                   | 4,0    | 5,3   | 3,6    | 4,6    | 3,8    |
| DPS                         | 142,44 | 0,00  | 97,36  | 102,65 | 102,65 |
| DYield                      | 6,0%   | 0,0%  | 4,1%   | 4,3%   | 4,3%   |
| zmiana prognoz              |        |       | 2021P  | 2022P  | 2023P  |
| CCS EBITDA                  |        |       | +19,4% | +8,8%  | +5,2%  |
| zysk netto                  |        |       | +84,5% | +34,0% | +17,3% |
| marża+dyferencjał (USD/Bbl) |        |       | +38,1% | +13,2% | 0,0%   |
| marża petchem (USD/t)       |        |       | +19,4% | +8,4%  | +8,2%  |
| Brent (USD/Bbl)             |        |       | +6,2%  | 0,0%   | 0,0%   |

### Rachunek wyników i dane operacyjne

| (mld HUF)                   | 2019         | 2020         | 2021P        | 2022P        | 2023P        |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>EBITDA LIFO skor.</b>    | <b>709</b>   | <b>630</b>   | <b>801</b>   | <b>677</b>   | <b>757</b>   |
| upstream                    | 305          | 210          | 384          | 299          | 273          |
| rafineria                   | 169          | 149          | 102          | 146          | 205          |
| detal                       | 83           | 81           | 159          | 69           | 112          |
| petchem                     | 137          | 156          | 153          | 162          | 168          |
| gaz                         | 54           | 62           | 42           | 42           | 42           |
| koszty ogólne               | -40          | -28          | -40          | -41          | -42          |
| <b>EV/EBITDA LIFO skor.</b> | <b>3,8</b>   | <b>4,8</b>   | <b>3,8</b>   | <b>4,5</b>   | <b>3,8</b>   |
| efekt LIFO                  | -20          | -62          | 45           | -17          | 0            |
| inne zd. jednorazowe        | -4           | 12           | 0            | 0            | 0            |
| <b>saldo finansowe</b>      | <b>-18</b>   | <b>-108</b>  | <b>-16</b>   | <b>-11</b>   | <b>-13</b>   |
| raf. EBITDA LIFO USD/Bbl    | 4,6          | 3,8          | 2,7          | 4,0          | 5,6          |
| upstream \$ EBITDA/boe      | 28,3         | 16,8         | 34,5         | 29,7         | 27,9         |
| <b>przerób ropy mln ton</b> | <b>17,5</b>  | <b>17,3</b>  | <b>17,5</b>  | <b>17,5</b>  | <b>17,5</b>  |
| <b>wydobyte mboe/d</b>      | <b>111,0</b> | <b>120,1</b> | <b>113,7</b> | <b>105,1</b> | <b>102,4</b> |

### Model DCF (bez segmentu wydobywczego)

| (mld HUF)         | 21P   | 22P   | 23P   | 24P   | 25P   | 26P   | 27P   | 28P   | 29P   | 30P   | +     |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Brent (USD/Bbl)   | 69    | 60    | 60    | 60    | 60    | 60    | 60    | 60    | 60    | 60    | 60    |
| marża+dyferencjał | 2,2   | 4,1   | 5,2   | 5,2   | 5,2   | 5,2   | 5,2   | 5,2   | 5,2   | 5,2   | 5,2   |
| USD/HUF           | 292   | 287   | 287   | 287   | 287   | 287   | 287   | 287   | 287   | 287   | 287   |
| przychody         | 4 709 | 4 487 | 4 646 | 4 777 | 4 899 | 5 024 | 5 152 | 5 284 | 5 420 | 5 559 | 5 559 |
| EBITDA            | 461   | 361   | 484   | 531   | 541   | 545   | 548   | 551   | 552   | 553   | 553   |
| marża EBITDA      | 9,8%  | 8,0%  | 10,4% | 11,1% | 11,1% | 10,9% | 10,6% | 10,4% | 10,2% | 10,0% | 10,0% |
| EBIT              | 198   | 80    | 195   | 234   | 261   | 263   | 263   | 260   | 254   | 247   | 224   |
| podatek           | 38    | 15    | 37    | 44    | 50    | 50    | 50    | 49    | 48    | 47    | 43    |
| CAPEX             | -420  | -399  | -360  | -315  | -315  | -316  | -316  | -320  | -325  | -329  | -329  |
| kapitał obrotowy  | -135  | 35    | -15   | -11   | -10   | -11   | -11   | -12   | -13   | -12   | 0     |
| FCF               | -131  | -18   | 72    | 161   | 167   | 169   | 171   | 169   | 167   | 165   | 182   |
| PV FCF            | -127  | -16   | 60    | 124   | 119   | 111   | 103   | 93    | 85    | 77    |       |
| WACC              | 7,5%  | 7,6%  | 7,8%  | 8,1%  | 8,3%  | 8,5%  | 8,7%  | 8,8%  | 9,0%  | 9,0%  | 8,5%  |
| risk-free rate    | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  |

### Bilans i CF

| (mld HUF)             | 2019       | 2020       | 2021P      | 2022P      | 2023P      |
|-----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>CF operacyjny</b>  | <b>704</b> | <b>572</b> | <b>635</b> | <b>658</b> | <b>689</b> |
| CFO/EBITDA LIFO skor. | 99%        | 91%        | 79%        | 97%        | 91%        |
| <b>CAPEX</b>          | <b>596</b> | <b>442</b> | <b>528</b> | <b>499</b> | <b>453</b> |
| kapitał obrotowy      | 286        | 435        | 570        | 536        | 551        |
| kapitał własny        | 2 151      | 2 216      | 2 381      | 2 405      | 2 506      |
| <b>dług netto</b>     | <b>559</b> | <b>934</b> | <b>929</b> | <b>871</b> | <b>738</b> |
| dług netto/EBITDA (x) | 0,8        | 1,6        | 1,1        | 1,3        | 1,0        |

### Analiza porównawcza

|          | P/E  |      |      | EV/EBITDA |      |      |
|----------|------|------|------|-----------|------|------|
|          | 21P  | 22P  | 23P  | 21P       | 22P  | 23P  |
| minimum  | 5,6  | 5,6  | 4,4  | 2,5       | 2,5  | 2,7  |
| maksimum | 78,9 | 43,6 | 21,4 | 21,1      | 17,3 | 14,5 |
| mediana  | 10,6 | 9,4  | 8,4  | 5,6       | 4,8  | 4,8  |
| waga     | 17%  | 17%  | 17%  | 17%       | 17%  | 17%  |

### Podsumowanie DCF

| (mld HUF)                        |              |
|----------------------------------|--------------|
| beta                             | 1,1          |
| wzrost FCF po prognozie          | 1,0%         |
| zdyskontowana wartość FCF        | 1 763        |
| dług netto i korekty             | 720          |
| segment wydobywczy               | 890          |
| <b>wycena DCF na akcję (HUF)</b> | <b>2 481</b> |

### Wycena

| (HUF)                      | waga | cena         |
|----------------------------|------|--------------|
| porównawcza                | 50%  | 2 799        |
| DCF                        | 50%  | 2 481        |
| cena wynikowa              |      | 2 640        |
| koszt kapitału 9M          |      | 6,7%         |
| <b>cena docelowa za 9M</b> |      | <b>2 816</b> |

## PGNiG akumuluj (podwyższona)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Uwzględniając bieżące trendy na rynkach surowcowych, aktualizujemy nasz scenariusz dla cen gazu (średnio +14% dla okresu 2021-23) i podwyższamy tegoroczne założenia dla ropy Brent (+6%). W przypadku gazu nadal nasze założenia plasują się poniżej krzywej terminowej (18 EUR/MWh vs 22 EUR/MWh w 1Y FWD) i jeśli kolejny sezon grzewczy nie zaskoczy negatywnie to przy obecnych niskich stanach zapasów realne jest utrzymanie cen powyżej 20 EUR/MWh. Oprócz sprzyjającego otoczenia makro w naszych nowych prognozach dla PGNiG uwzględniamy wyższe od oczekiwań wyniki 1Q'21, nieco wyższy spread PL/DE, dostosowanie cenników dla SME oraz sprzyjające warunki pogodowe w 2Q'21. W efekcie podnosimy nasze szacunki EBITDA dla okresu 2021-23 średnio o 10% i obecnie dla tego okresu odchylamy się od rynkowego konsensusu o 9% (z potencjałem dalszej rewizji w górę naszych konserwatywnych założeń dla notowań gazu). W efekcie powyższych zmian podwyższamy naszą cenę docelową dla akcji PGNiG do 7,45 PLN i podnosimy rekomendację do akumuluj. Oczywiście kurs PGNiG znajduje się obecnie pod wpływem ogłoszonej fuzji z PKN, która ma mieć formułę share swap. Decyzje o akceptacji parytetu w praktyce podejmie Skarb Państwa i trudno wyrokować jakie będą tutaj rozstrzygnięcia, ale w naszej opinii obecna relacja PGN/PKN odbiega od fundamentów na niekorzyść PGN. Rynek zdaje się zbyt literalnie zinterpretował deklaracje ministra o szacowanym udziale Skarbu Państwa w nowym podmiocie na poziomie 50%.

cena bieżąca

6,58 PLN

potencjał zmiany

cena docelowa

7,45 PLN

+13,3%

|                        | rekomendacja    | cena docelowa     | data wydania      |                |
|------------------------|-----------------|-------------------|-------------------|----------------|
| <b>nowa</b>            | <b>akumuluj</b> | <b>7,45 PLN</b>   | <b>2021-07-06</b> |                |
| poprzednia             | trzymaj         | 6,84 PLN          | 2021-06-02        |                |
| <b>Podstawowe dane</b> |                 |                   | <b>PGN PW</b>     | <b>vs. WIG</b> |
| ticker                 | PGN PW          | zmiana 1M         | +0,6%             | -0,2%          |
| ISIN                   | PLPGNIG00014    | zmiana YTD        | +18,7%            | +0,6%          |
| liczba akcji (mln)     | 5 778,3         | średni obrót 1M   | 25,2 mln PLN      |                |
| MC (mln PLN)           | 37 998,2        | średni obrót 6M   | 29,9 mln PLN      |                |
| EV (mln PLN)           | 38 267,8        | EV/EBITDA 12M fwd | 4,1               | -5,6%          |
| free float             | 28,1%           | EV/EBITDA 5Y avg  | 4,4               | dyskonto       |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)             | 2019   | 2020   | 2021P        | 2022P        | 2023P        |
|-----------------------|--------|--------|--------------|--------------|--------------|
| przychody             | 42 023 | 39 197 | 52 330       | 49 339       | 46 401       |
| EBITDA                | 5 504  | 13 009 | 10 359       | 10 133       | 9 852        |
| marża EBITDA          | 13,1%  | 33,2%  | 19,8%        | 20,5%        | 21,2%        |
| EBIT                  | 2 448  | 9 585  | 6 488        | 5 673        | 5 054        |
| zysk netto            | 1 371  | 7 340  | 4 294        | 3 946        | 3 592        |
| P/E                   | 27,7   | 5,2    | 8,8          | 9,6          | 10,6         |
| P/BV                  | 1,0    | 0,9    | 0,8          | 0,8          | 0,7          |
| EV/EBITDA             | 7,6    | 2,7    | 3,7          | 3,7          | 3,6          |
| DPS                   | 0,11   | 0,09   | 0,21         | 0,22         | 0,20         |
| DYield                | 1,7%   | 1,4%   | 3,2%         | 3,4%         | 3,1%         |
| <b>Zmiana prognoz</b> |        |        | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> | <b>2023P</b> |
| EBITDA                |        |        | +17,2%       | +5,0%        | +6,9%        |
| zysk netto            |        |        | +30,1%       | +4,3%        | +8,9%        |
| Brent (USD/Bbl)       |        |        | +6,2%        | 0,0%         | 0,0%         |
| Gaz EU (EUR/MWh)      |        |        | +22,7%       | +9,1%        | +9,1%        |
| USD/PLN               |        |        | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |

### Rachunek wyników i dane operacyjne

| (mln PLN)                  | 2019         | 2020          | 2021P         | 2022P         | 2023P        |
|----------------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| <b>EBITDA</b>              | <b>5 504</b> | <b>13 009</b> | <b>10 359</b> | <b>10 133</b> | <b>9 852</b> |
| EBITDA skor.               | 6 424        | 8 436         | 10 534        | 10 317        | 10 037       |
| wydobycie                  | 3 972        | 2 610         | 6 679         | 5 325         | 5 351        |
| obróć                      | -165         | 3 227         | 838           | 1 871         | 1 377        |
| dystribucja                | 2 019        | 2 128         | 2 318         | 2 203         | 2 354        |
| energetyka                 | 856          | 930           | 946           | 1 171         | 1 217        |
| pozostałe                  | -258         | -459          | -246          | -254          | -262         |
| <b>saldo finansowe</b>     | <b>-289</b>  | <b>-560</b>   | <b>-44</b>    | <b>32</b>     | <b>-8</b>    |
| <b>prod. ropy mln ton</b>  | <b>1,21</b>  | <b>1,33</b>   | <b>1,30</b>   | <b>1,53</b>   | <b>1,39</b>  |
| kraj                       | 0,77         | 0,71          | 0,67          | 0,61          | 0,62         |
| zagranica                  | 0,44         | 0,61          | 0,63          | 0,92          | 0,77         |
| <b>prod. gazu mld m3</b>   | <b>4,5</b>   | <b>4,5</b>    | <b>5,8</b>    | <b>6,7</b>    | <b>6,8</b>   |
| kraj                       | 3,8          | 3,7           | 3,8           | 3,8           | 4,0          |
| zagranica                  | 0,7          | 0,8           | 2,0           | 2,9           | 2,8          |
| <b>marża obrót PLN/MWh</b> | <b>-2,9</b>  | <b>14,8</b>   | <b>2,5</b>    | <b>7,7</b>    | <b>6,2</b>   |

### Model DCF

| (mln PLN)        | 21P    | 22P    | 23P    | 24P    | 25P    | 26P    | 27P    | 28P    | 29P    | 30P    | +      |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Brent (USD/Bbl)  | 69     | 60     | 60     | 60     | 60     | 60     | 60     | 60     | 60     | 60     | 60     |
| Gaz EU (EUR/MWh) | 20,5   | 18,3   | 18,3   | 18,3   | 18,3   | 18,3   | 18,3   | 18,3   | 18,3   | 18,3   | 18,3   |
| USD/PLN          | 3,73   | 3,60   | 3,60   | 3,60   | 3,60   | 3,60   | 3,60   | 3,60   | 3,60   | 3,60   | 3,60   |
| przychody        | 52 330 | 49 339 | 46 401 | 48 323 | 48 612 | 46 109 | 46 761 | 46 996 | 47 174 | 47 464 | 47 464 |
| EBITDA           | 9 826  | 9 293  | 8 995  | 9 623  | 10 040 | 10 093 | 10 346 | 10 011 | 9 655  | 9 356  | 9 356  |
| marża EBITDA     | 18,8%  | 18,8%  | 19,4%  | 19,9%  | 20,7%  | 21,9%  | 22,1%  | 21,3%  | 20,5%  | 19,7%  | 19,7%  |
| EBIT             | 6 488  | 5 673  | 5 054  | 5 366  | 5 451  | 5 222  | 5 366  | 4 969  | 4 575  | 4 276  | 4 276  |
| podatek          | 2 150  | 1 758  | 1 454  | 1 632  | 1 772  | 1 701  | 1 799  | 1 479  | 1 167  | 937    | 937    |
| CAPEX            | -8 037 | -5 394 | -5 485 | -5 657 | -5 769 | -5 828 | -5 736 | -5 596 | -5 429 | -5 273 | -5 080 |
| kapitał obrotowy | -1 566 | 357    | 350    | -229   | -34    | 299    | -78    | -28    | -21    | -35    | -35    |
| FCF              | -1 927 | 2 498  | 2 406  | 2 104  | 2 465  | 2 862  | 2 733  | 2 909  | 3 038  | 3 113  | 3 305  |
| PV FCF           | -1 846 | 2 195  | 1 940  | 1 556  | 1 672  | 1 780  | 1 559  | 1 523  | 1 460  | 1 374  |        |
| WACC             | 9,0%   | 9,0%   | 9,0%   | 9,0%   | 9,0%   | 9,0%   | 9,1%   | 9,0%   | 8,9%   | 8,9%   | 8,6%   |
| risk-free rate   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   |

### Bilans i CF

| (mln PLN)             | 2019         | 2020          | 2021P        | 2022P        | 2023P         |
|-----------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|
| <b>CF operacyjny</b>  | <b>4 938</b> | <b>14 118</b> | <b>6 140</b> | <b>7 998</b> | <b>7 939</b>  |
| CFO/EBITDA            | 90%          | 109%          | 59%          | 79%          | 81%           |
| <b>CAPEX</b>          | <b>6 069</b> | <b>5 795</b>  | <b>8 037</b> | <b>5 394</b> | <b>5 485</b>  |
| kapitał obrotowy      | 6 059        | 4 675         | 6 241        | 5 885        | 5 534         |
| kapitał własny        | 38 108       | 44 126        | 47 207       | 49 865       | 52 273        |
| <b>dług netto</b>     | <b>3 715</b> | <b>-2 914</b> | <b>271</b>   | <b>-970</b>  | <b>-2 185</b> |
| dług netto/EBITDA (x) | 0,7          | -0,2          | 0,0          | -0,1         | -0,2          |

### Analiza porównawcza

|          | P/E  |      |      | EV/EBITDA |      |      |
|----------|------|------|------|-----------|------|------|
|          | 21P  | 22P  | 23P  | 21P       | 22P  | 23P  |
| minimum  | 3,7  | 4,5  | 4,5  | 2,4       | 2,4  | 1,3  |
| maksimum | 19,3 | 17,0 | 21,0 | 13,5      | 13,5 | 13,2 |
| mediana  | 11,5 | 11,1 | 10,8 | 6,0       | 5,7  | 5,6  |
| waga     | 17%  | 17%  | 17%  | 17%       | 17%  | 17%  |

### Podsumowanie DCF

| (mln PLN)                        |             |
|----------------------------------|-------------|
| beta                             | 1,1         |
| wzrost FCF po prognozie          | 2,0%        |
| zdyskontowana wartość FCF        | 35 440      |
| dług netto                       | -2 914      |
| inne korekty                     | -7          |
| <b>wycena DCF na akcję (PLN)</b> | <b>6,64</b> |

### Wycena

| (PLN)                      | waga | cena        |
|----------------------------|------|-------------|
| porównawcza                | 33%  | 8,95        |
| DYield-porównawcza         | 17%  | 4,08        |
| DCF                        | 50%  | 6,64        |
| koszt kapitału 9M          |      | 6,7%        |
| <b>cena docelowa za 9M</b> |      | <b>7,45</b> |

## PKN Orlen redukuje (obniżona)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Trendy w sektorze paliwowym są raczej wyzwaniem dla Orlenu (ceny gazu, CO<sub>2</sub>, ceny ropy) i tylko w niektórych obszarach ten wpływ jest pozytywny (petrochemia- ale jest to częściowo neutralizowane przez planowy przestój remontowy). W tym kontekście aktualizacja naszego scenariusza makro wpływa na prognozy EBITDA dla koncernu (+5% dla okresu 2021-23) w mniejszym stopniu niż w przypadku jego najbliższych konkurentów (Lotos +8%, MOL +11%). Dodatkowo w wycenie uwzględniamy zmiany we flagowym projekcie petrochemicznym, który ma teraz kosztować 13,5 mld PLN i generować 1 mld PLN EBITDA od 2025 roku (wcześniej zakładaliśmy odpowiednio 8 mld PLN i 1,3 mld PLN EBITDA od 2024 roku). Inwestycja może być co prawda jeszcze wsparta dotacjami publicznymi, ale nie spodziewamy się istotnego wpływu z tego tytułu na poziomie IRR, który obecnie można szacować zaledwie na ~3%. Inkrementalny poziom EBITDA uwzględnia planowane wyłączenie starej instalacji o mocy ~300 tys. ton, czego wcześniej Spółka nie komunikowała i dlatego aktualizacja założeń projektu wpływa negatywnie na nasz model DCF. Jednak po aktualizacji wyceny porównawczej i wyższych prognoz dla rafinerii/petrochemii podnosimy naszą cenę docelową do 70,59 PLN na akcję. Przy obecnym kursie implikuje to rekomendację redukuje. Przypominamy, że aktualne plany inwestycyjne Spółki implikują 4 lata ujemnych przepływów pieniężnych, co powinno obniżyć atrakcyjność inwestycyjną w relacji do grupy porównawczej. W ostatnich tygodniach rynek zaczął dyskontować „tanie” przejęcie PGNiG, ale w naszej opinii interpretacja deklaracji Skarbu Państwa (50% udział w połączonym podmiocie) jest zbyt literalna i ostateczny parytet będzie bliższy fundamentom.

**cena bieżąca**

77,80 PLN

**potencjał zmiany**
**cena docelowa**

70,59 PLN

**-9,3%**

|                    | rekomendacja    | cena docelowa     | data wydania      |          |
|--------------------|-----------------|-------------------|-------------------|----------|
| <b>nowa</b>        | <b>redukuje</b> | <b>70,59 PLN</b>  | <b>2021-07-06</b> |          |
| poprzednia         | trzymaj         | 60,64 PLN         | 2021-03-25        |          |
| Podstawowe dane    |                 |                   | PKN PW            | vs. WIG  |
| ticker             | PKN PW          | zmiana 1M         | -4,6%             | -5,3%    |
| ISIN               | PLPKN0000018    | zmiana YTD        | +34,8%            | +16,7%   |
| liczba akcji (mln) | 427,7           | średni obrót 1M   | 73,5 mln PLN      |          |
| MC (mln PLN)       | 33 275,8        | średni obrót 6M   | 81,9 mln PLN      |          |
| EV (mln PLN)       | 53 060,2        | EV/EBITDA 12M fwd | 5,1               | -0,7%    |
| free float         | 67,6%           | EV/EBITDA 5Y avg  | 5,1               | dyskonto |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)                   | 2019    | 2020   | 2021P   | 2022P  | 2023P   |
|-----------------------------|---------|--------|---------|--------|---------|
| przychody                   | 111 203 | 86 178 | 100 283 | 99 180 | 101 220 |
| EBITDA                      | 8 862   | 9 071  | 10 949  | 8 209  | 9 741   |
| marża EBITDA                | 8,0%    | 10,5%  | 10,9%   | 8,3%   | 9,6%    |
| EBIT                        | 5 365   | 4 562  | 5 548   | 2 201  | 3 408   |
| zysk netto                  | 4 300   | 3 313  | 4 096   | 1 326  | 2 212   |
| P/E                         | 7,7     | 10,0   | 8,1     | 25,1   | 15,0    |
| P/BV                        | 0,9     | 0,8    | 0,7     | 0,7    | 0,7     |
| EV/EBITDA                   | 4,5     | 5,8    | 4,8     | 7,1    | 6,4     |
| DPS                         | 3,50    | 1,00   | 3,50    | 3,50   | 3,50    |
| DYield                      | 4,5%    | 1,3%   | 4,5%    | 4,5%   | 4,5%    |
| Zmiana prognoz              |         |        | 2021P   | 2022P  | 2023P   |
| EBITDA LIFO                 |         |        | +12,6%  | +5,4%  | -0,8%   |
| zysk netto                  |         |        | +128,2% | -15,2% | -6,6%   |
| marża+dyferencjał (USD/Bbl) |         |        | +22,5%  | +5,9%  | 0,0%    |
| marża petchem (USD/t)       |         |        | +22,6%  | 0,0%   | 0,0%    |
| USD/PLN                     |         |        | 0,0%    | 0,0%   | 0,0%    |

### Rachunek wyników i dane operacyjne

| (mln PLN)                      | 2019         | 2020          | 2021P        | 2022P        | 2023P        |
|--------------------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>EBITDA LIFO skor.</b>       | <b>8 998</b> | <b>8 512</b>  | <b>8 433</b> | <b>8 936</b> | <b>9 741</b> |
| rafineria                      | 2 690        | 631           | -36          | 894          | 1 728        |
| petchem                        | 2 200        | 1 884         | 2 994        | 1 794        | 1 981        |
| detal                          | 3 067        | 3 288         | 3 114        | 3 176        | 3 253        |
| upstream                       | 331          | 323           | 525          | 423          | 431          |
| energetyka                     | 1 563        | 3 279         | 2 863        | 3 707        | 3 438        |
| koszty ogólne                  | -853         | -893          | -1 027       | -1 058       | -1 089       |
| <b>EV/EBITDA LIFO skor.</b>    | <b>4,5</b>   | <b>6,3</b>    | <b>6,4</b>   | <b>6,6</b>   | <b>6,5</b>   |
| efekt LIFO                     | -131         | -2 374        | 1 920        | -727         | 0            |
| inne zd. jednorazowe           | -5           | 2 933         | 597          | 0            | 0            |
| <b>saldo finansowe</b>         | <b>-11</b>   | <b>-1 035</b> | <b>-475</b>  | <b>-549</b>  | <b>-662</b>  |
| raf. EBITDA LIFO USD/Bbl       | 2,8          | 0,7           | 0,0          | 1,1          | 2,1          |
| detal EBITDA/tonę              | 312          | 371           | 330          | 307          | 308          |
| <b>przerób ropy mln ton</b>    | <b>33,9</b>  | <b>29,5</b>   | <b>31,1</b>  | <b>31,9</b>  | <b>31,9</b>  |
| <b>prod. petch. (tys. ton)</b> | <b>2 665</b> | <b>2 458</b>  | <b>2 400</b> | <b>2 668</b> | <b>2 668</b> |

### Model DCF

| (mln PLN)         | 21P     | 22P     | 23P     | 24P     | 25P     | 26P     | 27P     | 28P     | 29P     | 30P     | 29P     |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| marża+dyferencjał | 3,3     | 4,7     | 5,7     | 5,7     | 5,7     | 5,7     | 5,7     | 5,7     | 5,7     | 5,7     | 5,7     |
| marża petchem     | 504     | 310     | 310     | 350     | 350     | 350     | 350     | 350     | 350     | 350     | 350,3   |
| USD/PLN           | 3,73    | 3,60    | 3,60    | 3,60    | 3,60    | 3,60    | 3,60    | 3,60    | 3,60    | 3,60    | 3,60    |
| przychody         | 100 283 | 99 180  | 101 220 | 102 440 | 103 512 | 104 536 | 105 583 | 106 653 | 107 667 | 108 701 | 108 701 |
| EBITDA            | 10 949  | 8 209   | 9 741   | 10 225  | 11 226  | 11 382  | 11 500  | 11 611  | 11 719  | 11 836  | 11 836  |
| marża EBITDA      | 10,9%   | 8,3%    | 9,6%    | 10,0%   | 10,8%   | 10,9%   | 10,9%   | 10,9%   | 10,9%   | 10,9%   | 10,9%   |
| EBIT              | 5 548   | 2 201   | 3 408   | 2 754   | 3 829   | 4 087   | 4 446   | 4 745   | 4 980   | 5 046   | 5 778   |
| podatek           | 1 054   | 418     | 648     | 523     | 727     | 776     | 845     | 902     | 946     | 959     | 1 098   |
| CAPEX             | -9 117  | -10 710 | -10 677 | -10 097 | -7 556  | -6 338  | -5 995  | -6 031  | -6 052  | -6 058  | -6 058  |
| kapitał obrotowy  | 399     | -330    | -274    | -317    | -888    | -486    | -226    | -115    | -113    | -120    | -120    |
| FCF               | 1 177   | -3 249  | -1 858  | -713    | 2 054   | 3 782   | 4 434   | 4 563   | 4 607   | 4 699   | 4 560   |
| PV FCF            | 1 137   | -2 940  | -1 576  | -568    | 1 535   | 2 649   | 2 908   | 2 798   | 2 637   | 2 508   |         |
| WACC              | 7,1%    | 6,8%    | 6,7%    | 6,5%    | 6,6%    | 6,6%    | 6,8%    | 7,0%    | 7,1%    | 7,3%    | 7,3%    |
| risk-free rate    | 3,5%    | 3,5%    | 3,5%    | 3,5%    | 3,5%    | 3,5%    | 3,5%    | 3,5%    | 3,5%    | 3,5%    | 3,5%    |

### Bilans i CF

| (mln PLN)             | 2019         | 2020          | 2021P         | 2022P         | 2023P         |
|-----------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>CF operacyjny</b>  | <b>9 319</b> | <b>7 620</b>  | <b>10 387</b> | <b>7 568</b>  | <b>8 948</b>  |
| CFO/EBITDA LIFO skor. | 104%         | 90%           | 123%          | 85%           | 92%           |
| <b>CAPEX</b>          | <b>4 450</b> | <b>7 565</b>  | <b>9 117</b>  | <b>10 710</b> | <b>10 677</b> |
| kapitał obrotowy      | 9 611        | 7 893         | 7 494         | 7 824         | 8 098         |
| kapitał własny        | 38 596       | 42 174        | 44 788        | 44 632        | 45 363        |
| <b>dług netto</b>     | <b>6 446</b> | <b>18 305</b> | <b>19 007</b> | <b>24 196</b> | <b>28 084</b> |
| dług netto/EBITDA (x) | 0,7          | 2,0           | 1,7           | 2,9           | 2,9           |

### Analiza porównawcza

|          | P/E  |      |      | EV/EBITDA |      |      |
|----------|------|------|------|-----------|------|------|
|          | 21P  | 22P  | 23P  | 21P       | 22P  | 23P  |
| minimum  | 4,6  | 6,2  | 5,8  | 2,5       | 2,5  | 2,7  |
| maksimum | 36,0 | 43,6 | 21,4 | 21,1      | 17,3 | 16,7 |
| mediana  | 10,8 | 10,7 | 9,6  | 6,5       | 5,5  | 5,2  |
| waga     | 17%  | 17%  | 17%  | 17%       | 17%  | 17%  |

### Podsumowanie DCF

| (mln PLN)                        |              |
|----------------------------------|--------------|
| beta                             | 1,0          |
| wzrost FCF po prognozie          | 1,0%         |
| zdyskontowana wartość FCF        | 49 921       |
| dług netto                       | 16 907       |
| inne korekty                     | -777         |
| <b>wycena DCF na akcję (PLN)</b> | <b>72,66</b> |

### Wycena

| (PLN)                      | waga | cena         |
|----------------------------|------|--------------|
| porównawcza                | 50%  | 60,14        |
| DCF                        | 50%  | 72,66        |
| cena wynikowa              |      | 66,40        |
| koszt kapitału 9M          |      | 6,3%         |
| <b>cena docelowa za 9M</b> |      | <b>70,59</b> |

## Energetyka

## CEZ

## kupuj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Trendy na rynku energii pozostają dla CEZ sprzyjające (kontrakt na rynku niemieckim w okolicach lokalnych maksimów), gdyż niski wskaźnik emisji (<0,3 t/MWh) i integracja pionowa wytwarzania pozwala w obecnym otoczeniu drożących 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%). Stąd nasza prognoza EBITDA na ten rok zawiera się w przedziale Zarządu i dopiero w kolejnych latach pojawią się wzrosty wyników (po korekcie o sprzedaż aktywów). 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. Aktualizujemy naszą wycenę o wysokość dywidendy i bieżące wskaźniki dla grupy porównawczej, w efekcie obniżamy cenę docelową do 722,14 CZK i utrzymujemy rekomendację kupuj.

cena bieżąca

598,00 CZK

potencjał zmiany

cena docelowa

722,14 CZK

+20,8%

|                        | rekomendacja | cena docelowa     | data wydania      |                |
|------------------------|--------------|-------------------|-------------------|----------------|
| <b>nowa</b>            | <b>kupuj</b> | <b>722,14 CZK</b> | <b>2021-07-06</b> |                |
| poprzednia             | kupuj        | 759,63 CZK        | 2021-06-02        |                |
| <b>Podstawowe dane</b> |              |                   | <b>CEZ CP</b>     | <b>vs. WIG</b> |
| ticker                 | CEZ CP       | zmiana 1M         | +1,2%             | +0,5%          |
| ISIN                   | CZ0005112300 | zmiana YTD        | +29,2%            | +11,1%         |
| liczba akcji (mln)     | 538,0        | średni obrót 1M   | 154,0 mln CZK     |                |
| MC (mln PLN)           | 321,7        | średni obrót 6M   | 133,3 mln CZK     |                |
| EV (mln PLN)           | 446,4        | EV/EBITDA 12M fwd | 8,0               | +8,6%          |
| free float             | 30,2%        | EV/EBITDA 5Y avg  | 7,4               | 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                   | 22,4    | 59,2    | 17,7         | 14,9         | 13,8         |
| P/BV                  | 1,3     | 1,4     | 1,4          | 1,4          | 1,4          |
| EV/EBITDA             | 8,1     | 7,2     | 7,7          | 7,4          | 7,1          |
| DPS                   | 23,86   | 33,67   | 52,00        | 33,81        | 40,07        |
| DYield                | 4,0%    | 5,6%    | 8,7%         | 5,7%         | 6,7%         |
| <b>Zmiana prognoz</b> |         |         | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> | <b>2023P</b> |
| EBITDA                |         |         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| zysk netto            |         |         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| energia (EUR/MWh)     |         |         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| EUR/CZK               |         |         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| CO2 (EUR/t)           |         |         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |

## Rachunek wyników i dane operacyjne

| (mln CZK)                    | 2019          | 2020          | 2021P         | 2022P         | 2023P         |
|------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>EBITDA skor.</b>          | <b>61 605</b> | <b>64 931</b> | <b>58 212</b> | <b>60 587</b> | <b>62 961</b> |
| 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         |
| dystribucja                  | 20 588        | 21 540        | 19 169        | 18 054        | 18 744        |
| obróć                        | 3 748         | 4 650         | 5 452         | 5 406         | 5 865         |
| pozostałe                    | 1 372         | 1 366         | 1 315         | 1 322         | 1 388         |
| <b>saldo finansowe</b>       | <b>-8 018</b> | <b>-4 679</b> | <b>-5 495</b> | <b>-4 493</b> | <b>-4 494</b> |
| <b>produkcja energii TWh</b> | <b>64,6</b>   | <b>60,9</b>   | <b>55,5</b>   | <b>55,0</b>   | <b>54,7</b>   |
| w tym OZE                    | 5,0           | 5,3           | 4,7           | 4,2           | 4,4           |
| <b>wolumen obrotu TWh</b>    | <b>35,6</b>   | <b>33,3</b>   | <b>25,2</b>   | <b>17,2</b>   | <b>17,3</b>   |
| 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         |
| <b>WRA w mld CZK</b>         | <b>121,1</b>  | <b>127,6</b>  | <b>136,0</b>  | <b>138,6</b>  | <b>149,1</b>  |
| zwrot na WRA (EBIT)          | 9,2%          | 5,4%          | 9,3%          | 8,5%          | 8,0%          |

## 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%    |

## Bilans i CF

| (mln CZK)             | 2019           | 2020           | 2021P          | 2022P          | 2023P          |
|-----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>CF operacyjny</b>  | <b>42 931</b>  | <b>72 157</b>  | <b>55 926</b>  | <b>57 815</b>  | <b>60 957</b>  |
| CFO/EBITDA            | 71%            | 111%           | 96%            | 95%            | 97%            |
| <b>CAPEX</b>          | <b>29 802</b>  | <b>31 558</b>  | <b>34 703</b>  | <b>36 796</b>  | <b>37 354</b>  |
| kapitał obrotowy      | 70 553         | 63 471         | 57 905         | 53 553         | 56 923         |
| kapitał własny        | 250 761        | 233 871        | 224 084        | 227 454        | 229 249        |
| <b>dług netto</b>     | <b>159 987</b> | <b>141 658</b> | <b>123 624</b> | <b>123 717</b> | <b>124 622</b> |
| 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 | 20,6 | 19,0 | 11,7      | 11,6 | 11,2 |
| maksimum | 12,1 | 11,3 | 10,5 | 6,3       | 5,9  | 5,8  |
| mediana  | 16,3 | 15,5 | 14,0 | 8,8       | 8,7  | 8,6  |
| waga     | 17%  | 17%  | 17%  | 17%       | 17%  | 17%  |

## Podsumowanie DCF

| (mln CZK)                        |               |
|----------------------------------|---------------|
| beta                             | 1,0           |
| wzrost FCF po prognozie          | 2,0%          |
| zdyskontowana wartość FCF        | 604 340       |
| dług netto                       | 159 464       |
| inne korekty                     | -75 845       |
| <b>wycena DCF na akcję (CZK)</b> | <b>685,94</b> |

## Wycena

| (CZK)                      | waga | cena          |
|----------------------------|------|---------------|
| porównawcza                | 34%  | 597,36        |
| DYield-porównawcza         | 16%  | 823,64        |
| DCF                        | 50%  | 685,94        |
| koszt kapitału 9M          |      | 5,6%          |
| <b>cena docelowa za 9M</b> |      | <b>722,14</b> |

## Enea

### zawieszona (bez zmian)

Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02 [kamil.kliszcz@mbank.pl](mailto:kamil.kliszcz@mbank.pl)

Oczywiście obecnie w centrum uwagi jest temat transformacji sektora i tutaj z punktu widzenia rynku Enea nie jest faworytem, co odzwierciedla zachowanie kursu w porównaniu do PGE czy Tauronu. Tymczasem według naszych kalkulacji 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<sub>2</sub>, 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**  
**cena docelowa**

8,49 PLN

-

|          | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|----------|--------------|---------------|--------------|
| aktualna | zawieszona   |               | 2021-06-02   |

| Podstawowe dane    |              |                   | ENA PW | vs. WIG     |
|--------------------|--------------|-------------------|--------|-------------|
| ticker             | ENA PW       | zmiana 1M         | -11,3% | -12,0%      |
| ISIN               | PLENEA000013 | zmiana YTD        | +29,8% | +11,7%      |
| liczba akcji (mln) | 441,4        | średni obrót 1M   |        | 4,2 mln PLN |
| MC (mln PLN)       | 3 745,6      | średni obrót 6M   |        | 4,6 mln PLN |
| EV (mln PLN)       | 10 498,7     | EV/EBITDA 12M fwd | 3,2    | -18,8%      |
| 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               | 8,9    | -      | 3,4    | 4,2    | 4,1    |
| P/BV              | 0,3    | 0,3    | 0,3    | 0,3    | 0,3    |
| EV/EBITDA         | 3,4    | 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%   | 4,8%   |
| Zmiana prognoz    |        |        | 2021P  | 2022P  | 2023P  |
| EBITDA            |        |        | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| zysk netto        |        |        | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| energia (PLN/MWh) |        |        | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| węgiel (PLN/t)    |        |        | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| CO2 (EUR/t)       |        |        | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |

#### Rachunek wyników i dane operacyjne

| (mln PLN)                    | 2019         | 2020         | 2021P        | 2022P        | 2023P        |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>EBITDA skor.</b>          | <b>3 285</b> | <b>3 220</b> | <b>3 308</b> | <b>3 066</b> | <b>3 053</b> |
| 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          |
| dystribucja                  | 1 092        | 1 313        | 1 282        | 1 235        | 1 254        |
| obrót                        | -50          | -15          | 220          | 121          | 224          |
| pozostałe                    | -45          | 20           | -12          | 43           | 43           |
| <b>saldo finansowe</b>       | <b>-913</b>  | <b>-897</b>  | <b>-253</b>  | <b>-224</b>  | <b>-199</b>  |
| <b>produkcja energii TWh</b> | <b>25,9</b>  | <b>22,5</b>  | <b>23,1</b>  | <b>23,1</b>  | <b>23,1</b>  |
| w tym OZE                    | 2,3          | 2,4          | 2,4          | 2,4          | 2,4          |
| <b>wolumen obrotu TWh</b>    | <b>19,3</b>  | <b>19,8</b>  | <b>20,0</b>  | <b>20,2</b>  | <b>20,4</b>  |
| 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         |
| <b>WRA w mld PLN</b>         | <b>8,4</b>   | <b>8,7</b>   | <b>9,0</b>   | <b>9,4</b>   | <b>9,7</b>   |
| zwrot na WRA (EBIT)          | 5,9%         | 7,8%         | 7,0%         | 6,1%         | 6,1%         |

#### Bilans i CF

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

**PGE****zawieszona (bez zmian)**

Kamil Kliszc

+48 22 438 24 02

kamil.kliscz@mbank.pl

Wszystko wskazuje na to, że wcześniej czy później Polska osiągnie porozumienie z Czechami ws. kopalni Turów i nie wykona postanowienia TSUE, co oznacza że z punktu widzenia PGE „pożar” został ugaszony. W tym kontekście uwaga inwestorów znów będzie skupiona 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 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 CO2 nie jest korzystne dla PGE (najwyższa emisyjność w sektorze). Jeśli chodzi o wyniki 2Q to należy oczekiwać negatywnego wpływu problemów produkcyjnych i pożaru w Bełchatowie, ale nie zakładamy aby to miało istotny wpływ na całoroczny strumień EBITDA.

**cena bieżąca**

9,09 PLN

**cena docelowa**

-

|          | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|----------|--------------|---------------|--------------|
| aktualna | zawieszona   |               | 2021-06-02   |

| Podstawowe dane    |              |                   | PGE PW | vs. WIG      |
|--------------------|--------------|-------------------|--------|--------------|
| ticker             | PGE PW       | zmiana 1M         | -14,8% | -15,5%       |
| ISIN               | PLPGER000010 | zmiana YTD        | +39,9% | +21,8%       |
| liczba akcji (mln) | 1 869,8      | średni obrót 1M   |        | 19,6 mln PLN |
| MC (mln PLN)       | 17 003,8     | średni obrót 6M   |        | 25,2 mln PLN |
| EV (mln PLN)       | 23 076,0     | EV/EBITDA 12M fwd | 3,8    | -8,3%        |
| free float         | 42,6%        | EV/EBITDA 5Y avg  | 4,1    | dyskonto     |

**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                   | -      | 154,6  | 9,4          | 41,0         | 18,1         |
| P/BV                  | 0,4    | 0,4    | 0,4          | 0,4          | 0,4          |
| EV/EBITDA             | 4,0    | 4,2    | 3,3          | 3,4          | 3,3          |
| DPS                   | 0,00   | 0,00   | 0,00         | 0,00         | 0,11         |
| DYield                | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%         | 0,0%         | 1,2%         |
| <b>Zmiana prognoz</b> |        |        | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> | <b>2023P</b> |
| EBITDA                |        |        | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| zysk netto            |        |        | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| energia (PLN/MWh)     |        |        | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| węgiel (PLN/t)        |        |        | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| CO2 (EUR/t)           |        |        | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |

**Rachunek wyników i dane operacyjne**

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

**Bilans i CF**

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

## Polenergia trzymaj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

W poprzednim raporcie miesięcznym zaktualizowaliśmy nasze szacunki i wycenę Polenergii w oparciu o nowe scenariusze dla cen energii i CO<sub>2</sub>. Na ten moment utrzymujemy neutralną rekomendację i nie widzimy przesłanek do kolejnych rewizji prognoz. Oczywiście planowana duża emisja akcji (wartość 675 mln PLN) przy relatywnie niskiej cenie emisyjnej (47 PLN) będzie wpływać na nominalną wartość akcji, ale ze względu na prawo pierwszeństwa nie wpływa na zwrot z inwestycji dla akcjonariuszy mniejszościowych. Obecnie premia do grupy porównywalnych spółek z ekspozycją na segment OZE wynosi na wskaźniku EV/EBITDA'21-23 około 15%, 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.

|                      |           |                         |
|----------------------|-----------|-------------------------|
| <b>cena bieżąca</b>  | 76,80 PLN | <b>potencjał zmiany</b> |
| <b>cena docelowa</b> | 78,59 PLN | +2,3%                   |

|                 | rekomendacja   | cena docelowa    | data wydania      |
|-----------------|----------------|------------------|-------------------|
| <b>aktualna</b> | <b>trzymaj</b> | <b>78,59 PLN</b> | <b>2021-06-02</b> |

| Podstawowe dane    | PEP PW       | zmiana 1M         | PEP PW      | vs. WIG |
|--------------------|--------------|-------------------|-------------|---------|
| ticker             | PEP PW       | zmiana 1M         | +4,6%       | +3,9%   |
| ISIN               | PLPLSEP00013 | zmiana YTD        | +41,7%      | +23,6%  |
| liczba akcji (mln) | 45,4         | średni obrót 1M   | 0,2 mln PLN |         |
| MC (mln PLN)       | 3 490,1      | średni obrót 6M   | 0,5 mln PLN |         |
| EV (mln PLN)       | 4 420,3      | EV/EBITDA 12M fwd | 15,3        | +90,1%  |
| free float         | 32,4%        | EV/EBITDA 5Y avg  | 8,0         | 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                          | 32,0  | 31,6  | 29,1         | 30,1         | 19,1         |
| P/BV                         | 2,7   | 2,5   | 2,3          | 2,1          | 1,9          |
| EV/EBITDA                    | 15,4  | 16,2  | 15,0         | 14,7         | 11,2         |
| DPS                          | 0,00  | 0,00  | 0,00         | 0,00         | 0,00         |
| DYield                       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| <b>Zmiana prognoz</b>        |       |       | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> | <b>2023P</b> |
| EBITDA                       |       |       | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| zysk netto                   |       |       | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| energia (PLN/MWh)            |       |       | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| zielony certyfikat (PLN/MWh) |       |       | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| CO2 (EUR/t)                  |       |       | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |

### Rachunek wyników i dane operacyjne

| (mln PLN)                    | 2019        | 2020        | 2021P       | 2022P       | 2023P       |
|------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>EBITDA skor.</b>          | <b>275</b>  | <b>256</b>  | <b>294</b>  | <b>314</b>  | <b>421</b>  |
| onshore                      | 175         | 212         | 239         | 280         | 359         |
| fotowoltaika                 | 0           | 2           | 2           | 2           | 8           |
| gaz                          | 81          | 19          | 25          | 4           | 24          |
| dystribucja                  | 15          | 14          | 17          | 18          | 19          |
| obróć                        | 15          | 22          | 24          | 23          | 25          |
| pozostałe                    | -10         | -13         | -13         | -14         | -14         |
| <b>saldo finansowe</b>       | <b>-24</b>  | <b>-37</b>  | <b>-46</b>  | <b>-53</b>  | <b>-59</b>  |
| <b>produkcja energii TWh</b> | <b>1,49</b> | <b>1,47</b> | <b>1,54</b> | <b>1,80</b> | <b>2,05</b> |
| 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          |
| <b>WRA w mln PLN</b>         | <b>92</b>   | <b>96</b>   | <b>117</b>  | <b>129</b>  | <b>140</b>  |

### 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%  |

### Bilans i CF

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

### Podsumowanie DCF

| (mln PLN)                        |              |
|----------------------------------|--------------|
| beta                             | 1            |
| wzrost FCF po prognozie          | 2,5%         |
| zdyskontowana wartość FCF        | 3 595        |
| dług netto                       | 740          |
| inne korekty                     | 403          |
| <b>wycena DCF na akcję (PLN)</b> | <b>71,67</b> |

### Wycena

| (PLN)                      | waga | cena         |
|----------------------------|------|--------------|
| porównawcza                | 50%  | 76,18        |
| DCF                        | 50%  | 71,67        |
| <b>średnia</b>             |      | <b>73,93</b> |
| koszt kapitału 9M          |      | 8,5%         |
| <b>cena docelowa za 9M</b> |      | <b>78,59</b> |

## Tauron zawieszona (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

W ostatnim raporcie miesięcznym zaktualizowaliśmy nasze prognozy dla tego roku (efekt bardzo mocnego 1Q), ale zwracamy uwagę że czynniki wspierające rentowność na początku roku nie są powtarzalne (zyski na transakcjach na CO2, korzystny hedging z początku pandemii w ubiegłym roku). Dodatkowo w przyszłym roku segment obrotu może być pod presją obecnej wyżki cen na TGE (ryzyko powtórzenia scenariusza mrożenia cen przez rząd). 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 pisaliśmy w komentarzu z 10 maja. Na ten moment nie jesteśmy jednak jeszcze w stanie wybrać jednego wiodącego scenariusza dla wyceny i rekomendacja pozostaje zawieszona.

cena bieżąca

3,38 PLN

cena docelowa

-

|          | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|----------|--------------|---------------|--------------|
| aktualna | zawieszona   |               | 2021-06-02   |

| Podstawowe dane    | TPE PW       | vs. WIG                      |
|--------------------|--------------|------------------------------|
| ticker             | TPE PW       | zmiana 1M -7,7% -8,4%        |
| ISIN               | PLTAURN00011 | zmiana YTD +24,0% +5,9%      |
| liczba akcji (mln) | 1 752,5      | średni obrót 1M 9,6 mln PLN  |
| MC (mln PLN)       | 5 914,9      | średni obrót 6M 13,9 mln PLN |
| EV (mln PLN)       | 20 200,6     | EV/EBITDA 12M fwd 5,5 +17,1% |
| 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                   | -      | -      | 4,4          | 6,2          | 5,8          |
| P/BV                  | 0,3    | 0,4    | 0,4          | 0,3          | 0,3          |
| EV/EBITDA             | 5,8    | 5,1    | 4,8          | 5,1          | 4,8          |
| DPS                   | 0,00   | 0,00   | 0,00         | 0,00         | 0,00         |
| DYield                | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| <b>Zmiana prognoz</b> |        |        | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> | <b>2023P</b> |
| EBITDA                |        |        | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| zysk netto            |        |        | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| energia (PLN/MWh)     |        |        | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| węgiel (PLN/t)        |        |        | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| CO2 (EUR/t)           |        |        | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |

### Rachunek wyników i dane operacyjne

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

### Bilans i CF

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

## Telekomunikacja

### Cyfrowy Polsat

#### trzymaj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Prezes UOKiK wydał zgodę na sprzedaż Polkomtel Infrastruktura do Cellenex, co oznacza że w ciągu najbliższych tygodni transakcja powinna dobieć końca. Jak wskazywaliśmy wcześniej, podchodzimy pozytywnie do sprzedaży Polkomtel Infrastruktura. Po pierwsze, transakcja nie zmieni istotnie wysokości generowanego FCFE w najbliższych latach. Po drugie, świadczenie usług na rzecz Grupy Polsat będzie oparte na zamówionej infrastrukturze telekomunikacyjnej, a nie na konsumpcji danych. Co ważniejsze, Cyfrowy Polsat nie będzie miał zobowiązań zgodnie z MSSF 16 aby rozpoznać jako aktywo infrastructure, z której będzie korzystać. Stąd, spółka przechodzi w model "assecio light", a zapotrzebowanie na CAPEX pod sieć 5G znacznie obniża się. W połączeniu z oczekiwaniami przez nas dobrymi danymi finansowymi za 2Q'21, spodziewamy się że Cyfrowy Polsat będzie cieszyć się pozytywnym sentymentem w średnim terminie. Nasz model finansowy zaktualizujemy po ostatecznym zakończeniu transakcji.

|                      |           |                         |
|----------------------|-----------|-------------------------|
| <b>cena bieżąca</b>  | 30,60 PLN | <b>potencjał zmiany</b> |
| <b>cena docelowa</b> | 27,90 PLN | <b>-8,8%</b>            |

|                 | rekomenacja    | cena docelowa    | data wydania      |
|-----------------|----------------|------------------|-------------------|
| <b>aktualna</b> | <b>trzymaj</b> | <b>27,90 PLN</b> | <b>2020-12-08</b> |

| Podstawowe dane    |              |                   | CPS PW       | vs. WIG  |
|--------------------|--------------|-------------------|--------------|----------|
| ticker             | CPS PW       | zmiana 1M         | -0,4%        | -1,1%    |
| ISIN               | PLCFRPT00013 | zmiana YTD        | +1,1%        | -17,0%   |
| liczba akcji (mln) | 639,5        | średni obrót 1M   | 11,9 mln PLN |          |
| MC (mln PLN)       | 19 570,0     | średni obrót 6M   | 15,5 mln PLN |          |
| EV (mln PLN)       | 31 634,6     | EV/EBITDA 12M fwd | 5,0          | -25,8%   |
| free float         | 32,0%        | EV/EBITDA 5Y avg  | 6,7          | dyskonto |

#### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)             | 2019   | 2020   | 2021P        | 2022P        | 2023P        |
|-----------------------|--------|--------|--------------|--------------|--------------|
| przychody             | 10 676 | 11 963 | 12 149       | 12 411       | 12 595       |
| EBITDA                | 4 197  | 4 192  | 4 318        | 4 405        | 4 474        |
| marża EBITDA          | 39,3%  | 35,0%  | 35,5%        | 35,5%        | 35,5%        |
| EBIT                  | 1 967  | 1 886  | 2 044        | 2 136        | 2 256        |
| zysk netto            | 1 101  | 1 142  | 1 490        | 1 549        | 1 618        |
| P/E                   | 17,8   | 17,1   | 13,1         | 12,6         | 12,1         |
| P/BV                  | 1,4    | 1,4    | 1,3          | 1,2          | 1,2          |
| EV/EBITDA             | 7,7    | 7,5    | 7,3          | 7,2          | 7,2          |
| DPS                   | 0,93   | 1,00   | 1,20         | 1,27         | 1,36         |
| DYield                | 3,0%   | 3,3%   | 3,9%         | 4,1%         | 4,5%         |
| <b>Zmiana prognoz</b> |        |        | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> | <b>2023P</b> |
| przychody             |        |        | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| EBITDA                |        |        | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| EBIT                  |        |        | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| zysk netto            |        |        | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| CAPEX                 |        |        | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |

#### Rachunek wyników i dane operacyjne

| (mln PLN)                   | 2019          | 2020          | 2021P         | 2022P         | 2023P         |
|-----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>liczba RGUs pospaid*</b> | <b>17,43</b>  | <b>17,99</b>  | <b>18,04</b>  | <b>18,09</b>  | <b>18,12</b>  |
| w tym Pay TV                | 5,01          | 5,01          | 5,01          | 5,01          | 5,02          |
| w tym mobile                | 7,83          | 8,53          | 8,58          | 8,63          | 8,65          |
| <b>przychody</b>            | <b>11 676</b> | <b>11 963</b> | <b>12 149</b> | <b>12 411</b> | <b>12 595</b> |
| zmiana                      | 0             | 2,5%          | 1,6%          | 2,2%          | 1,5%          |
| <b>EBIT</b>                 | <b>1 967</b>  | <b>1 886</b>  | <b>2 044</b>  | <b>2 136</b>  | <b>2 256</b>  |
| marża                       | 16,8%         | 15,8%         | 16,8%         | 17,2%         | 17,9%         |
| <b>EBITDA</b>               | <b>4 197</b>  | <b>4 192</b>  | <b>4 318</b>  | <b>4 405</b>  | <b>4 474</b>  |
| marża                       | 35,9%         | 35,0%         | 35,5%         | 35,5%         | 35,5%         |
| koszty finansowe            | -466          | -333          | -269          | -294          | -329          |
| inne                        | -34           | -111          | 87            | 93            | 96            |
| <b>zysk brutto</b>          | <b>1 468</b>  | <b>1 442</b>  | <b>1 862</b>  | <b>1 935</b>  | <b>2 023</b>  |
| podatek                     | -353          | -296          | -354          | -368          | -384          |
| zyski mniejszości           | 14            | 5             | 18            | 19            | 20            |
| <b>zysk netto</b>           | <b>1 101</b>  | <b>1 142</b>  | <b>1 490</b>  | <b>1 549</b>  | <b>1 618</b>  |

#### Model DCF

| (mln PLN)         | 20     | 21P    | 22P    | 23P    | 24P    | 25P    | 26P     | 27P    | 28P    | 29P    | +      |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| przychody         | 11 963 | 12 149 | 12 411 | 12 595 | 12 766 | 12 937 | 13 112  | 13 292 | 13 473 | 13 647 | 13 647 |
| EBITDA ex. MSSF16 | 3 720  | 3 843  | 3 930  | 3 999  | 4 036  | 4 068  | 4 096   | 4 125  | 4 152  | 4 171  | 4 171  |
| marża EBITDA      | 31,1%  | 31,6%  | 31,7%  | 31,8%  | 31,6%  | 31,4%  | 31,2%   | 31,0%  | 30,8%  | 30,6%  | 30,6%  |
| amortyzacja       | 1 830  | 1 799  | 1 794  | 1 743  | 1 691  | 1 639  | 1 586   | 1 531  | 1 480  | 1 450  | 1 450  |
| EBIT              | 1 886  | 2 044  | 2 136  | 2 256  | 2 345  | 2 429  | 2 511   | 2 594  | 2 672  | 2 721  | 2 721  |
| podatek           | 358    | 388    | 406    | 429    | 446    | 461    | 477     | 493    | 508    | 517    | 517    |
| NOPLAT            | 1 528  | 1 655  | 1 730  | 1 828  | 1 899  | 1 967  | 2 034   | 2 101  | 2 165  | 2 204  | 2 204  |
| CAPEX             | -1 218 | -1 884 | -2 324 | -2 659 | -1 664 | -1 387 | -1 1974 | -1 404 | -1 423 | -1 439 | -1 439 |
| kapitał obrotowy  | -205   | -293   | -231   | -202   | -190   | -193   | -196    | -199   | -202   | -203   | -203   |
| FCF               | 1 935  | 1 277  | 970    | 710    | 1 737  | 2 027  | 1 449   | 2 029  | 2 020  | 2 012  | 2 012  |
| PV FCF            | 1 935  | 1 194  | 849    | 582    | 1 335  | 1 458  | 975     | 1 276  | 1 186  | 1 101  |        |
| WACC              | 6,7%   | 6,7%   | 6,7%   | 6,7%   | 6,8%   | 6,9%   | 6,9%    | 7,0%   | 7,1%   | 7,2%   | 7,2%   |
| dług netto / EV   | 36,4%  | 36,2%  | 36,2%  | 37,0%  | 35,6%  | 33,5%  | 32,9%   | 30,7%  | 28,4%  | 26,1%  | 26,1%  |
| risk-free rate    | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%    | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   |

\*dotyczy tylko Cyfrowego Polsatu (bez Netii)

#### Bilans i CF

| (mln PLN)                    | 2019          | 2020          | 2021P         | 2022P         | 2023P         |
|------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>CF operacyjny</b>         | <b>3 087</b>  | <b>3 252</b>  | <b>3 283</b>  | <b>3 425</b>  | <b>3 509</b>  |
| CFO/EBITDA                   | 74%           | 78%           | 76%           | 78%           | 78%           |
| <b>CAPEX</b>                 | <b>-1 232</b> | <b>-1 218</b> | <b>-1 884</b> | <b>-2 324</b> | <b>-2 659</b> |
| aktywa ogółem                | 32 590        | 33 115        | 34 243        | 35 080        | 35 903        |
| kapitał własny               | 13 811        | 14 433        | 15 288        | 16 027        | 16 774        |
| <b>dług netto ex. MSSF16</b> | <b>10 792</b> | <b>10 273</b> | <b>9 963</b>  | <b>9 966</b>  | <b>10 316</b> |
| dług netto/EBITDA ex. MSSF16 | 2,9           | 2,8           | 2,6           | 2,5           | 2,6           |

#### Analiza porównawcza

|          | P/E   |       |       | EV/EBITDA |       |       |
|----------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|
|          | 2020P | 2021P | 2022P | 2020P     | 2021P | 2022P |
| minimum  | 5,4   | 6,1   | 5,3   | 3,5       | 3,1   | 2,8   |
| maksimum | 61,8  | 73,6  | 43,1  | 21,1      | 12,4  | 12,5  |
| mediana  | 13,7  | 13,6  | 11,6  | 6,7       | 6,4   | 6,2   |
| waga     | 0%    | 0%    | 0%    | 33%       | 33%   | 33%   |

#### Podsumowanie DCF

| (mln PLN)                        |              |
|----------------------------------|--------------|
| beta                             | 1,0          |
| wzrost FCF po prognozie          | 0,0%         |
| zdyskontowana wartość FCF        | 26 636       |
| dług netto ex. MSSF16            | 10 792       |
| inne korekty                     | 978          |
| <b>wycena DCF na akcję (PLN)</b> | <b>26,30</b> |

#### Wycena

| (PLN)                      | waga | cena         |
|----------------------------|------|--------------|
| porównawcza                | 50%  | 26,15        |
| DCF                        | 50%  | 26,30        |
| cena wynikowa              |      | 26,23        |
| koszt kapitału 9M          |      | 6,4%         |
| <b>cena docelowa za 9M</b> |      | <b>27,90</b> |

## Orange Polska kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Orange Polska ogłosiła strategię „Grow pod koniec czerwca” 21. W centrum nowego czteroletniego planu (2021-24) spółka stawia światłowód i konwergencja, jednak w przeciwieństwie do poprzedniej strategii, Orange Polska chce większy naciska położyć na monetizację dotychczasowych inwestycji. Spółka chce ogłosić niebawem nowy długoterminowy program motywacyjny (który zostanie wkrótce wdrożony), skorelowany ze wzrostem jej wartości, co mocno powiąże działania wyższej kadry zarządzającej z interesem akcjonariuszy. Spółka uznaje dywidendę w wysokości 0,25 PLN na akcję jako stabilny poziom bazowy na przyszłość. Wszelkie decyzje o zmianie wysokości dywidendy będą podejmowane co roku. CAPEX ma być na poziomie 1,7-1,9 mld PLN: Orange wyraźnie podkreśla spadek CAPEXu na FTTH (od 2023 r. ma być < 300 mln PLN – poświęcony głównie na B2B), w miejsce CAPXu na FTTH Orange będzie realizować CAPEX na 5G. Podsumowując, choć plany Orange Polska na lata 2021-24 nie zaskoczyły nas istotnie. (strategia „Grow jest ewolucją planu Orange.One) i interpretujemy ją neutralnie. Z drugiej strony, podtrzymujemy pozytywne podejście do spółki w długim terminie, przy obecnym poziomie kursu giełdowego. Orange Polska daje na rynek jasny przekaz: „wzrost wyników + dywidenda + cięcia w CAPEX na FTTH” – to w końcu kluczowe punkty, których rynek oczekuje.

**cena bieżąca**  
**cena docelowa**

6,99 PLN

**potencjał zmiany**

8,20 PLN

**+17,4%**

|                 | rekomendacja | cena docelowa   | data wydania      |
|-----------------|--------------|-----------------|-------------------|
| <b>aktualna</b> | <b>kupuj</b> | <b>8,20 PLN</b> | <b>2020-12-08</b> |

| Podstawowe dane    |              |                   | OPL PW       | vs. WIG |
|--------------------|--------------|-------------------|--------------|---------|
| ticker             | OPL PW       | zmiana 1M         | +2,3%        | +1,6%   |
| ISIN               | PLTLKPL00017 | zmiana YTD        | +6,0%        | -12,1%  |
| liczba akcji (mln) | 1 312,0      | średni obrót 1M   | 11,7 mln PLN |         |
| MC (mln PLN)       | 9 164,3      | średni obrót 6M   | 12,4 mln PLN |         |
| EV (mln PLN)       | 16 752,7     | EV/EBITDA 12M fwd | 5,2          | +8,2%   |
| free float         | 49,3%        | EV/EBITDA 5Y avg  | 4,8          | premia  |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)      | 2019   | 2020   | 2021P  | 2022P  | 2023P  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| przychody      | 11 406 | 11 508 | 11 564 | 11 807 | 11 962 |
| EBITDA         | 3 255  | 3 349  | 3 546  | 3 707  | 3 756  |
| marża EBITDA   | 28,5%  | 29,1%  | 30,7%  | 31,4%  | 31,4%  |
| EBIT           | 415    | 404    | 686    | 896    | 992    |
| zysk netto     | 82     | 46     | 296    | 457    | 544    |
| P/E            | 111,8  | 199,2  | 31,0   | 20,1   | 16,8   |
| P/BV           | 0,9    | 0,9    | 0,9    | 0,8    | 0,9    |
| EV/EBITDA      | 5,5    | 5,3    | 4,7    | 4,6    | 4,4    |
| DPS            | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,25   | 0,50   |
| DYield         | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 3,6%   | 7,2%   |
| Zmiana prognoz |        | 2021P  | 2022P  | 2023P  |        |
| przychody      |        | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |        |
| EBITDA         |        | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |        |
| EBIT           |        | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |        |
| zysk netto     |        | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |        |
| CAPEX          |        | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |        |

### Rachunek wyników i dane operacyjne

| (mln PLN)                   | 2019          | 2020          | 2021P         | 2022P         | 2023P         |
|-----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| klienci konwer. B2C (tys.)  | 1 369         | 1 483         | 1 560         | 1 651         | 2 098         |
| łącza szerokopasmowe (tys.) | 2 607         | 2 702         | 2 728         | 2 778         | 2 830         |
| <b>przychody</b>            | <b>11 406</b> | <b>11 508</b> | <b>11 564</b> | <b>11 807</b> | <b>11 962</b> |
| telefonia komórkowa         | 2 598         | 2 557         | 2 545         | 2 554         | 2 563         |
| telefonia stacjonarna       | 2 192         | 2 081         | 2 021         | 1 925         | 1 839         |
| pozostałe                   | 6 616         | 6 870         | 6 998         | 7 328         | 7 560         |
| <b>koszty</b>               | <b>8 092</b>  | <b>-8 064</b> | <b>7 970</b>  | <b>8 076</b>  | <b>8 156</b>  |
| koszty pracownicze          | -1 490        | -1 352        | -1 325        | -1 301        | -1 294        |
| usługi obce                 | -6 417        | -6 535        | -6 493        | -6 619        | -6 704        |
| poz. przychody i koszty     | -185          | -177          | -153          | -156          | -158          |
| Sprzedaż aktywów            | 271           | 61            | 120           | 150           | 130           |
| Pozostałe                   | -596          | -647          | -665          | -672          | -679          |
| <b>EBITDAaL</b>             | <b>2 718</b>  | <b>2 797</b>  | <b>2 929</b>  | <b>3 059</b>  | <b>3 127</b>  |
| marża                       | 23,8%         | 24,3%         | 25,3%         | 25,9%         | 26,1%         |
| <b>zysk netto</b>           | <b>74</b>     | <b>46</b>     | <b>296</b>    | <b>457</b>    | <b>544</b>    |

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

### Model DCF

| (mln PLN)            | 20     | 21P    | 22P    | 23P    | 24P    | 25P    | 26P    | 27P    | 28P    | 29P    | +      |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| przychody            | 11 508 | 11 564 | 11 807 | 11 962 | 12 136 | 12 312 | 12 512 | 12 665 | 12 871 | 13 055 | 13 055 |
| EBITDA ex. IFRS16    | 2 915  | 3 114  | 3 275  | 3 324  | 3 296  | 3 331  | 3 409  | 3 440  | 3 504  | 3 542  | 3 542  |
| marża EBITDA         | 25,3%  | 26,9%  | 27,7%  | 27,8%  | 27,2%  | 27,1%  | 27,2%  | 27,2%  | 27,2%  | 27,1%  | 27,1%  |
| amortyzacja          | 2 511  | 2 428  | 2 379  | 2 332  | 2 262  | 2 194  | 2 128  | 2 086  | 2 044  | 2 003  | 2 003  |
| EBIT                 | 492    | 686    | 896    | 992    | 1 034  | 1 137  | 1 281  | 1 355  | 1 461  | 1 539  | 1 539  |
| podatek              | 94     | 130    | 170    | 189    | 196    | 216    | 243    | 257    | 278    | 292    | 292    |
| NOPLAT               | 399    | 556    | 725    | 804    | 838    | 921    | 1 038  | 1 098  | 1 183  | 1 246  | 1 246  |
| CAPEX -zysk. z nier. | -1 892 | -2 405 | -2 763 | -1 737 | -1 834 | -1 860 | -1 859 | -1 851 | -2 320 | -2 319 | -2 319 |
| kapitał obrotowy     | 238    | -54    | -66    | -67    | -67    | -67    | -66    | -66    | -61    | -61    | -61    |
| FCF                  | 1 256  | 524    | 275    | 1 331  | 1 198  | 1 188  | 1 241  | 1 265  | 846    | 870    | 870    |
| PV FCF               | 1 256  | 485    | 238    | 1 080  | 909    | 843    | 822    | 782    | 488    | 468    |        |
| WACC                 | 6,9%   | 6,8%   | 6,8%   | 6,9%   | 6,9%   | 7,0%   | 7,1%   | 7,2%   | 7,2%   | 7,2%   | 7,2%   |
| dług netto / EV      | 34,7%  | 35,0%  | 36,3%  | 34,6%  | 33,4%  | 32,2%  | 30,4%  | 28,3%  | 27,9%  | 27,4%  | 27,4%  |
| risk-free rate       | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   |

\*korekta nakładów inwestycyjnych o zyski ze sprzedaży nieruchomości

### Bilans i CF

| (mln PLN)             | 2019         | 2020         | 2021P        | 2022P        | 2023P        |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>CF operacyjny</b>  | <b>2 858</b> | <b>3 005</b> | <b>2 550</b> | <b>2 619</b> | <b>2 679</b> |
| CFO/EBITDAaL          | 105%         | 107%         | 87%          | 86%          | 86%          |
| <b>CAPEX</b>          | <b>2 140</b> | <b>1 892</b> | <b>2 525</b> | <b>2 913</b> | <b>1 867</b> |
| aktywa ogółem         | 24 922       | 24 300       | 24 362       | 24 462       | 24 303       |
| kapitał własny        | 10 555       | 10 597       | 10 675       | 10 804       | 10 692       |
| <b>dług netto</b>     | <b>8 754</b> | <b>8 489</b> | <b>7 586</b> | <b>7 908</b> | <b>7 493</b> |
| dług netto/EBITDA (x) | 2,5          | 2,2          | 2,1          | 2,1          | 2,0          |

### Analiza porównawcza

|          | EV/EBITDA |       |       | DYield - RFR |       |       |
|----------|-----------|-------|-------|--------------|-------|-------|
|          | 2020P     | 2021P | 2022P | 2020P        | 2021P | 2022P |
| minimum  | 3,5       | 3,1   | 2,8   | -0,7%        | -0,4% | 1,8%  |
| maksimum | 10,3      | 10,0  | 9,3   | 10,8%        | 8,5%  | 8,4%  |
| mediana  | 5,5       | 5,3   | 5,3   | 4,2%         | 4,3%  | 5,3%  |
| waga     | 22%       | 22%   | 22%   | 0%           | 17%   | 17%   |

### Podsumowanie DCF

| (mln PLN)                        |             |
|----------------------------------|-------------|
| beta                             | 1,0         |
| wzrost FCF po prognozie          | 0,0%        |
| zdyskontowana wartość FCF        | 16 942      |
| dług netto ex. MSSFI6            | 6 182       |
| inne korekty                     | 2           |
| <b>wycena DCF na akcję (PLN)</b> | <b>8,20</b> |

### Wycena

| (PLN)                      | waga | cena        |
|----------------------------|------|-------------|
| porównawcza                | 50%  | 7,21        |
| DCF                        | 50%  | 8,20        |
| cena wynikowa              |      | 7,70        |
| koszt kapitału 9M          |      | 6,4%        |
| <b>cena docelowa za 9M</b> |      | <b>8,20</b> |

## Media

### Agora

#### trzymaj (obniżona)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Od wydania pozytywnej rekomendacji na Agorę w grudniu'20 kurs spółki wzrósł o blisko 50% i był istotnie lepszy od szerokiego rynku. Duże prawdopodobieństwo rozwoju wariantu SARS CoV-2 Delta przy jednocześnie spowalniającym tempie szczepień może przynieść kolejne obostrzenia, które dotkną Agorę z dwóch stron: w biznesie kinowym i w reklamie stacjonarnej. Dodatkowo, dużym czynnikiem ryzyka jest potencjalne wprowadzenie podatku od reklamy. Stąd, sądzimy że przy obecnym poziomie notowań walorów spółki ich potencjał wzrostowy wyczerpał się. Aktualizujemy nasze model finansowy po wynikach 1Q'21 i wyznaczamy nowy poziom ceny docelowej na 10,60 PLN, w wyniku czego obniżamy rekomendację inwestycyjną do trzymaj z akumuluj. Wbrew konsensusowi, uważamy że spółka ma niskie szanse na poprawę wyniku EBITDA w 2021 r. Kluczowy będzie 4Q'21 z kumulacją premier filmowych (w tym nowe przygody Jamesa Bonda i Matrix), jednak trudno będzie nadrobić straty z 1H'21. Ponadto, widmo czwartej fali nie pomaga uwierzyć w sukces kin w nadchodzących miesiącach.

**cena bieżąca**

10,40 PLN

**potencjał zmiany**

**cena docelowa**

10,60 PLN

**+1,9%**

|                    | rekomendacja | cena docelowa     | data wydania |             |
|--------------------|--------------|-------------------|--------------|-------------|
| nowa               | trzymaj      | 10,60 PLN         | 2021-07-06   |             |
| poprzednia         | akumuluj     | 7,60 PLN          | 2020-12-08   |             |
| Podstawowe dane    |              |                   | AGO PW       | vs. WIG     |
| ticker             | AGO PW       | zmiana 1M         | +4,0%        | +3,3%       |
| ISIN               | PLAGORA00067 | zmiana YTD        | +44,0%       | +25,9%      |
| liczba akcji (mln) | 46,6         | średni obrót 1M   |              | 0,5 mln PLN |
| MC (mln PLN)       | 484,4        | średni obrót 6M   |              | 0,3 mln PLN |
| EV (mln PLN)       | 1 322,9      | EV/EBITDA 12M fwd | 7,1          | +28,6%      |
| free float         | 76,9%        | EV/EBITDA 5Y avg  | 5,5          | premia      |

#### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)             | 2019  | 2020  | 2021P        | 2022P        | 2023P        |
|-----------------------|-------|-------|--------------|--------------|--------------|
| przychody             | 1 250 | 837   | 858          | 1 035        | 1 174        |
| EBITDA                | 84    | 183   | 96           | 152          | 178          |
| marża EBITDA          | 6,8%  | 21,8% | 11,2%        | 14,7%        | 15,2%        |
| EBIT                  | 0     | 25    | -58          | -1           | 27           |
| zysk netto            | 4     | -69   | -75          | -20          | 2            |
| P/E                   | 136,9 | -     | -            | -            | 221,8        |
| P/BV                  | 0,5   | 0,6   | 0,6          | 0,6          | 0,6          |
| EV/EBITDA             | 5,7   | 6,4   | 13,8         | 8,7          | 7,4          |
| DPS                   | 0,50  | 0,00  | 0,00         | 0,00         | 0,00         |
| DYield                | 4,8%  | 0,0%  | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| <b>Zmiana prognoz</b> |       |       | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> | <b>2023P</b> |
| przychody             |       |       | +2,0%        | +3,7%        | +6,3%        |
| EBITDA                |       |       | +54,3%       | +5,1%        | +11,9%       |
| EBIT                  |       |       | -            | -            | +49,9%       |
| zysk netto            |       |       | -            | -            | -            |
| CAPEX                 |       |       | -9,1%        | +18,5%       | +8,0%        |

#### Rachunek wyników i dane operacyjne

| (mln PLN)                   | 2019         | 2020         | 2021P        | 2022P        | 2023P        |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| rozpowsz. GW (tys.)         | 98           | 64           | 63           | 62           | 61           |
| sprzed. bilety do kin (mln) | 14,0         | 4,6          | 4,9          | 8,6          | 11,8         |
| ATP (PLN)                   | 18,5         | 18,4         | 18,4         | 18,8         | 19,1         |
| RPH (PLN)                   | 7,9          | 8,1          | 8,2          | 8,3          | 8,4          |
| <b>przychody</b>            | <b>1 250</b> | <b>837</b>   | <b>858</b>   | <b>1 035</b> | <b>1 174</b> |
| prasa i druk                | 255          | 197          | 196          | 201          | 205          |
| film i książka              | 522          | 241          | 242          | 360          | 462          |
| reklama zewnętrzna          | 184          | 115          | 117          | 149          | 166          |
| internet                    | 209          | 214          | 230          | 242          | 254          |
| radio                       | 113          | 88           | 97           | 111          | 116          |
| druk                        | -            | -            | -            | -            | -            |
| wyłączenia                  | -33          | -17          | -23          | -27          | -30          |
| <b>EBITDA ex. MSSFI6</b>    | <b>104</b>   | <b>38</b>    | <b>29</b>    | <b>85</b>    | <b>112</b>   |
| marża                       | 8,4%         | 4,6%         | 3,4%         | 8,2%         | 9,5%         |
| <b>zysk netto</b>           | <b>3,5</b>   | <b>-68,7</b> | <b>-74,9</b> | <b>-19,5</b> | <b>2,2</b>   |

#### Model DCF

| (mln PLN)        | 21P   | 22P   | 23P   | 24P   | 25P   | 26P   | 27P   | 28P   | 29P   | 30P   | +     |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| przychody        | 858   | 1 035 | 1 174 | 1 252 | 1 308 | 1 356 | 1 399 | 1 440 | 1 480 | 1 522 | 1 552 |
| EBITDA ex MSSFI6 | 29    | 85    | 112   | 123   | 130   | 137   | 142   | 147   | 153   | 158   | 161   |
| marża EBITDA     | 3,4%  | 8,2%  | 9,5%  | 9,8%  | 9,9%  | 10,1% | 10,1% | 10,2% | 10,3% | 10,4% | 10,4% |
| amortyzacja      | 88    | 86    | 85    | 84    | 84    | 84    | 85    | 85    | 86    | 88    | 89    |
| EBIT             | -58   | -1    | 27    | 38    | 46    | 53    | 57    | 62    | 66    | 70    | 72    |
| podatek          | 0     | 0     | 5     | 7     | 9     | 10    | 11    | 12    | 13    | 13    | 14    |
| NOPLAT           | -58   | -1    | 22    | 31    | 37    | 43    | 46    | 50    | 54    | 57    | 58    |
| CAPEX            | -62   | -66   | -85   | -92   | -89   | -82   | -84   | -85   | -87   | -88   | -90   |
| kapitał obrotowy | -25   | -11   | -6    | -3    | -1    | -2    | -2    | -2    | -3    | -3    | -3    |
| FCF              | -58   | 9     | 16    | 19    | 31    | 43    | 45    | 48    | 51    | 54    | 55    |
| PV FCF           | -55   | 8     | 13    | 14    | 21    | 27    | 26    | 25    | 24    | 23    |       |
| WACC             | 8,4%  | 8,4%  | 8,5%  | 8,6%  | 8,8%  | 9,2%  | 9,4%  | 9,7%  | 10,0% | 10,0% | 10,0% |
| dług netto / EV  | 25,2% | 24,8% | 23,6% | 21,8% | 18,3% | 12,3% | 9,0%  | 4,9%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| risk-free rate   | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  |

#### Bilans i CF

| (mln PLN)                    | 2019        | 2020       | 2021P      | 2022P      | 2023P      |
|------------------------------|-------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>CF operacyjny</b>         | <b>131</b>  | <b>89</b>  | <b>-2</b>  | <b>68</b>  | <b>95</b>  |
| CFO/EBITDA ex. MSSFI6        | 126%        | 232%       | -6%        | 80%        | 85%        |
| <b>CAPEX</b>                 | <b>-111</b> | <b>-62</b> | <b>-62</b> | <b>-66</b> | <b>-85</b> |
| aktywa ogółem                | 1 992       | 2 018      | 1 945      | 1 972      | 2 018      |
| kapitał własny               | 931         | 821        | 762        | 759        | 777        |
| <b>dług netto ex. MSSFI6</b> | <b>157</b>  | <b>96</b>  | <b>160</b> | <b>158</b> | <b>147</b> |
| dług netto/EBITDA ex.MSSFI6  | 1,5         | 2,5        | 5,5        | 1,9        | 1,3        |

#### Analiza porównawcza

|          | P/E   |       |       | EV/EBITDA |       |       |
|----------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|
|          | 2021P | 2022P | 2023P | 2021P     | 2022P | 2023P |
| minimum  | 20,5  | 17,6  | 10,7  | 8,1       | 7,4   | 6,5   |
| maksimum | 38,7  | 38,9  | 24,6  | 147,2     | 62,9  | 46,8  |
| mediana  | 22,8  | 26,9  | 16,4  | 23,2      | 11,9  | 9,9   |
| waga     | 0%    | 0%    | 0%    | 33%       | 33%   | 33%   |

#### Podsumowanie DCF

| (mln PLN)                        |             |
|----------------------------------|-------------|
| beta                             | 1,3         |
| wzrost FCF po prognozie          | 2,0%        |
| zdyskontowana wartość FCF        | 452         |
| dług netto ex. MSSFI6            | 96          |
| inne korekty                     | 80          |
| <b>wycena DCF na akcję (PLN)</b> | <b>9,35</b> |

#### Wycena

| (PLN)                      | waga | cena         |
|----------------------------|------|--------------|
| porównawcza                | 50%  | 10,37        |
| DCF                        | 50%  | 9,35         |
| cena wynikowa              |      | 9,86         |
| koszt kapitału 9M          |      | 7,5%         |
| <b>cena docelowa za 9M</b> |      | <b>10,60</b> |

## Wirtualna Polska kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Rozprzestrzenianie się wariantu SARS-CoV2 Delta oraz spowolnienie tempa szczepień w Polsce podnoszą ryzyka wprowadzenia kolejnych obostrzeń, które mogą negatywnie działać zwłaszcza na turystyczną nogę e-commerce w Wirtualnej Polsce. Z drugiej strony, podczas poprzednich okresów lock-down zaobserwowaliśmy istotną migrację budżetów reklamowych z mediów stacjonarnych do online, na czym zdecydowanie skorzystała grupa WP (rekordowe wyniki w mediowej). Stąd podtrzymujemy pozytywne podejście do spółki. Wirtualna ma ciągle szanse na rekordowe wyniki w 2021 r. Zakładamy osiągnięcie skorygowanego zysku EBITDA rzędu 283 mln PLN, co oznacza wzrost o 34% R/R. Przy realizacji naszych prognoz, Wirtualna Polska jest obecnie notowana na EV/EBITDA'21 i P/E'21 z wyraźnymi dyskontami do peer grupy. W krótkim terminie kluczowym katalizatorem wzrostu notowań walorów spółki powinny być dobre wyniki za 2Q'21.

cena bieżąca

117,60 PLN

potencjał zmiany

cena docelowa

126,00 PLN

+7,1%

|          | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|----------|--------------|---------------|--------------|
| aktualna | kupuj        | 126,00 PLN    | 2021-05-06   |

| Podstawowe dane    |              |                   | WPL PW      | vs. WIG |
|--------------------|--------------|-------------------|-------------|---------|
| ticker             | WPL PW       | zmiana 1M         | +3,7%       | +3,0%   |
| ISIN               | PLWRTPL00027 | zmiana YTD        | +28,6%      | +10,5%  |
| liczba akcji (mln) | 29,7         | średni obrót 1M   | 2,0 mln PLN |         |
| MC (mln PLN)       | 3 487,0      | średni obrót 6M   | 1,2 mln PLN |         |
| EV (mln PLN)       | 3 625,3      | EV/EBITDA 12M fwd | 12,2        | +16,9%  |
| free float         | 53,0%        | EV/EBITDA 5Y avg  | 10,5        | premia  |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)      | 2019  | 2020  | 2021P | 2022P | 2023P |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| przychody      | 709   | 632   | 708   | 797   | 861   |
| EBITDA         | 209   | 203   | 283   | 321   | 347   |
| marża EBITDA   | 29,5% | 32,0% | 39,9% | 40,2% | 40,3% |
| EBIT           | 130   | 122   | 196   | 225   | 245   |
| zysk netto     | 69    | 79    | 139   | 166   | 184   |
| P/E            | 50,5  | 44,4  | 25,1  | 21,0  | 18,9  |
| P/BV           | 6,8   | 5,8   | 4,9   | 4,3   | 3,7   |
| EV/EBITDA      | 18,3  | 18,5  | 12,8  | 11,0  | 9,8   |
| DPS            | 1,00  | 0,00  | 1,00  | 1,91  | 2,26  |
| DYield         | 0,8%  | 0,0%  | 0,8%  | 1,6%  | 1,9%  |
| Zmiana prognoz |       |       | 2021P | 2022P | 2023P |
| przychody      |       |       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| EBITDA         |       |       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| EBIT           |       |       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| zysk netto     |       |       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| CAPEX          |       |       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |

### Rachunek wyników i dane operacyjne

| (mln PLN)                 | 2019        | 2020        | 2021P        | 2022P        | 2023P        |
|---------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>przychody</b>          | <b>709</b>  | <b>632</b>  | <b>708</b>   | <b>797</b>   | <b>861</b>   |
| gotówkowe                 | 665         | 589         | 662          | 748          | 809          |
| barterowe                 | 23,2        | 16,3        | 17,3         | 18,4         | 19,1         |
| <b>koszty</b>             | <b>579</b>  | <b>511</b>  | <b>512</b>   | <b>573</b>   | <b>616</b>   |
| amortyzacja               | 79,3        | 68,5        | 75,2         | 84,2         | 90,2         |
| zużycie mater. i energii  | 6,3         | 5,3         | 5,6          | 5,7          | 5,9          |
| wynagrodzenia             | 200         | 197         | 207          | 217          | 224          |
| pozostałe                 | 294         | 240         | 224          | 266          | 295          |
| <b>EBITDA</b>             | <b>218</b>  | <b>205</b>  | <b>283</b>   | <b>321</b>   | <b>347</b>   |
| marża                     | 30,7%       | 32,4%       | 39,9%        | 40,2%        | 40,3%        |
| <b>EBITDA skorygowana</b> | <b>223</b>  | <b>217</b>  | <b>283</b>   | <b>321</b>   | <b>347</b>   |
| marża                     | 31,5%       | 34,3%       | 39,9%        | 40,2%        | 40,3%        |
| <b>EBIT</b>               | <b>130</b>  | <b>122</b>  | <b>196</b>   | <b>225</b>   | <b>245</b>   |
| marża                     | 18,3%       | 19,2%       | 27,7%        | 28,2%        | 28,5%        |
| <b>zysk netto</b>         | <b>69,0</b> | <b>78,5</b> | <b>139,1</b> | <b>165,8</b> | <b>184,3</b> |

### Bilans i CF

| (mln PLN)             | 2019       | 2020       | 2021P      | 2022P      | 2023P      |
|-----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>CF operacyjny</b>  | <b>179</b> | <b>211</b> | <b>228</b> | <b>254</b> | <b>279</b> |
| CFO/EBITDA            | 82%        | 103%       | 80%        | 79%        | 80%        |
| <b>CAPEX</b>          | <b>-58</b> | <b>-61</b> | <b>-68</b> | <b>-76</b> | <b>-82</b> |
| aktywa ogółem         | 1 145      | 1 244      | 1 272      | 1 338      | 1 410      |
| kapitał własny        | 513        | 598        | 707        | 816        | 934        |
| <b>dług netto</b>     | <b>334</b> | <b>240</b> | <b>127</b> | <b>19</b>  | <b>-99</b> |
| dług netto/EBITDA (x) | 1,5        | 1,2        | 0,4        | 0,1        | -0,3       |

### Analiza porównawcza

|          | P/E   |       |       | EV/EBITDA |       |       |
|----------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|
|          | 2021P | 2022P | 2023P | 2021P     | 2022P | 2023P |
| minimum  | 15,0  | 14,0  | 12,5  | 10,1      | 8,8   | 7,5   |
| maksimum | 63,0  | 53,8  | 38,4  | 37,6      | 29,1  | 20,6  |
| mediana  | 32,6  | 26,7  | 22,3  | 17,2      | 14,4  | 12,0  |
| waga     | 17%   | 17%   | 17%   | 17%       | 17%   | 17%   |

### Model DCF

| (mln PLN)        | 21P   | 22P   | 23P   | 24P   | 25P   | 26P   | 27P   | 28P   | 29P   | 30P   | +     |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| przychody        | 708   | 797   | 861   | 923   | 982   | 1 039 | 1 093 | 1 144 | 1 192 | 1 237 | 1 261 |
| EBITDA ex.MSSF16 | 271   | 309   | 336   | 362   | 389   | 413   | 434   | 454   | 471   | 485   | 495   |
| marża            | 38,3% | 38,8% | 39,0% | 39,3% | 39,6% | 39,7% | 39,7% | 39,7% | 39,5% | 39,3% | 0     |
| amortyzacja      | 75    | 84    | 90    | 96    | 101   | 106   | 111   | 115   | 118   | 120   | 123   |
| EBIT             | 196   | 225   | 245   | 267   | 288   | 306   | 323   | 339   | 353   | 365   | 373   |
| podatek          | 37    | 43    | 47    | 51    | 55    | 58    | 61    | 64    | 67    | 69    | 71    |
| NOPLAT           | 159   | 182   | 199   | 216   | 233   | 248   | 262   | 275   | 286   | 296   | 302   |
| CAPEX            | -68   | -76   | -82   | -88   | -94   | -99   | -105  | -110  | -115  | -120  | -122  |
| kapitał obrotowy | -3    | -10   | -7    | -6    | -6    | -6    | -5    | -5    | -5    | -4    | -4    |
| FCF              | 163   | 181   | 200   | 218   | 234   | 249   | 263   | 274   | 284   | 292   | 297   |
| PV FCF           | 154   | 157   | 161   | 161   | 160   | 157   | 152   | 147   | 140   | 132   |       |
| WACC             | 8,4%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  |       |
| dług netto / EV  | 2,9%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |       |
| risk-free rate   | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  |       |

### Podsumowanie DCF

| (mln PLN)                  |        |
|----------------------------|--------|
| beta                       | 1,0    |
| wzrost FCF po prognozie    | 2,0%   |
| zdyskontowana wartość FCF  | 3 772  |
| skor. dług netto ex.MSSF16 | 203    |
| inne korekty               | 11     |
| wycena DCF na akcję (PLN)  | 119,97 |

### Wycena

| (PLN)                      | waga | cena          |
|----------------------------|------|---------------|
| porównawcza                | 50%  | 116,93        |
| DCF                        | 50%  | 119,97        |
| cena wynikowa              |      | 118,45        |
| koszt kapitału 9M          |      | 6,4%          |
| <b>cena docelowa za 9M</b> |      | <b>126,00</b> |

## IT

### Asseco Poland

#### kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Podtrzymujemy pozytywne podejście do Asseco Poland. Kluczowe argumenty to: (1) wzrost wyników, (2) wysoki zwłaszcza jak na sektor IT DYield oraz (3) atrakcyjna wycena na P/E. Asseco Poland zaraportowało dobre wyniki za 1Q'21. Duże wzrosty odnotowała jednostka dominująca (przychody + +28% R/R, EBIT + 43% R/R). Zamówienia od ZUS oraz z Cyfrowego Polsatu wyraźnie pomagają wynikom matki Asseco. Sytuacja finansowa tego podmiotu poprawiła się na trwałe, a to właśnie matka jest głównym kontrybutorem do zysku netto i dywidendy w grupie Asseco. W średnim terminie spodziewamy się kontynuacji dobrych trendów wynikowych.

**cena bieżąca**

76,90 PLN

**potencjał zmiany**

**cena docelowa**

80,70 PLN

+4,9%

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

| Podstawowe dane    |         |                   | ACP PW      | vs. WIG  |
|--------------------|---------|-------------------|-------------|----------|
| ticker             | ACP PW  | zmiana 1M         | +9,8%       | +9,1%    |
| ISIN               | 0       | zmiana YTD        | +18,3%      | +0,2%    |
| liczba akcji (mln) | 83,0    | średni obrót 1M   | 6,5 mln PLN |          |
| MC (mln PLN)       | 6 382,7 | średni obrót 6M   | 6,8 mln PLN |          |
| EV (mln PLN)       | 9 603,5 | EV/EBITDA 12M fwd | 4,7         | -13,0%   |
| free float         | 68,0%   | EV/EBITDA 5Y avg  | 5,4         | dyskonto |

#### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)      | 2019   | 2020   | 2021P  | 2022P  | 2023P  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| przychody      | 10 667 | 12 190 | 12 492 | 12 940 | 13 354 |
| EBITDA         | 1 612  | 1 922  | 1 951  | 2 022  | 2 076  |
| marża EBITDA   | 15,1%  | 15,8%  | 15,6%  | 15,6%  | 15,5%  |
| EBIT           | 975    | 1 215  | 1 249  | 1 307  | 1 350  |
| zysk netto     | 322    | 402    | 397    | 422    | 437    |
| P/E            | 19,8   | 15,9   | 16,1   | 15,1   | 14,6   |
| P/BV           | 1,1    | 1,1    | 1,1    | 1,0    | 1,0    |
| P/S            | 0,60   | 0,52   | 0,51   | 0,49   | 0,48   |
| DPS            | 3,01   | 3,07   | 3,11   | 3,01   | 3,01   |
| DYield         | 3,9%   | 4,0%   | 4,0%   | 3,9%   | 3,9%   |
| Zmiana prognoz |        | 2021P  | 2022P  | 2023P  |        |
| przychody      |        | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |        |
| EBITDA         |        | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |        |
| EBIT           |        | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |        |
| zysk netto     |        | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |        |
| CAPEX          |        | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |        |

#### Rachunek wyników i dane operacyjne

| (mln PLN)               | 2019          | 2020          | 2021P         | 2022P         | 2023P         |
|-------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>przychody</b>        | <b>10 667</b> | <b>12 190</b> | <b>12 492</b> | <b>12 940</b> | <b>13 354</b> |
| zmiana                  | 14,4%         | 14,3%         | 2,5%          | 3,6%          | 3,2%          |
| rynek polski            | 1 486         | 1 432         | 1 710         | 1 788         | 1 837         |
| rynek pd-wsch. Europy   | 890           | 1 028         | 1 166         | 1 256         | 1 333         |
| rynek zachodnioeur.     | 697           | 857           | 861           | 878           | 896           |
| rynek środkowoeur.      | 1 060         | 1 332         | 1 125         | 1 159         | 1 194         |
| rynek izraelski         | 6 554         | 7 561         | 7 624         | 7 853         | 8 088         |
| rynek wschodnioeur.     | 8             | 6             | 7             | 7             | 7             |
| <b>EBIT</b>             | <b>976</b>    | <b>1 215</b>  | <b>1 249</b>  | <b>1 307</b>  | <b>1 350</b>  |
| amortyzacja             | 635           | 707           | 702           | 715           | 727           |
| <b>EBITDA</b>           | <b>1 612</b>  | <b>1 922</b>  | <b>1 951</b>  | <b>2 022</b>  | <b>2 076</b>  |
| marża                   | 15,1%         | 15,8%         | 15,6%         | 15,6%         | 15,5%         |
| jednostki stowarzyszone | -381          | -466          | -584          | -609          | -633          |
| podatek                 | -191          | -216          | -253          | -258          | -259          |
| <b>zysk netto</b>       | <b>322</b>    | <b>402</b>    | <b>397</b>    | <b>422</b>    | <b>437</b>    |

#### Bilans i CF

| (mln PLN)             | 2019         | 2020         | 2021P        | 2022P        | 2023P        |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>CF operacyjny</b>  | <b>1 501</b> | <b>1 961</b> | <b>1 628</b> | <b>1 703</b> | <b>1 762</b> |
| CFO/EBITDA            | 93%          | 102%         | 83%          | 84%          | 85%          |
| <b>CAPEX</b>          | <b>-320</b>  | <b>-314</b>  | <b>-500</b>  | <b>-518</b>  | <b>-534</b>  |
| aktywa ogółem         | 14 598       | 16 705       | 16 001       | 16 730       | 17 468       |
| kapitał własny        | 5 765        | 6 044        | 6 022        | 6 195        | 6 382        |
| <b>dług netto</b>     | <b>1 091</b> | <b>601</b>   | <b>109</b>   | <b>-508</b>  | <b>-1137</b> |
| dług netto/EBITDA (x) | 0,7          | 0,3          | 0,1          | -0,3         | -0,5         |

#### Analiza porównawcza

|          | 2020P | P/E 2021P | 2022P |
|----------|-------|-----------|-------|
| minimum  | 28,0  | 26,8      | 24,1  |
| maksimum | 10,5  | 9,0       | 7,5   |
| mediana  | 21,9  | 17,9      | 16,1  |
| waga     | 33%   | 33%       | 33%   |

#### Skrót z modeli DCF

| (mln PLN)                          | 20    | 21P   | 22P   | 23P   | 24P   | 25P   | 26P   | 27P   | 28P   | 29P   | +     |
|------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Asseco Poland (matka)</b>       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| przychody                          | 997   | 965   | 1 011 | 1 032 | 1 054 | 1 076 | 1 099 | 1 122 | 1 146 | 1 170 | 1 170 |
| EBITDA                             | 222   | 216   | 230   | 233   | 236   | 238   | 241   | 244   | 247   | 250   | 250   |
| NOPLAT                             | 128   | 123   | 133   | 135   | 138   | 140   | 142   | 144   | 147   | 149   | 149   |
| FCF                                | 108   | 127   | 143   | 144   | 145   | 145   | 146   | 146   | 147   | 149   | 149   |
| WACC                               | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  |       |
| <b>Asseco Business Solutions</b>   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| przychody                          | 282   | 296   | 320   | 337   | 353   | 368   | 382   | 395   | 407   | 418   | 427   |
| EBITDA                             | 118   | 120   | 128   | 134   | 139   | 144   | 148   | 151   | 154   | 157   | 160   |
| NOPLAT                             | 75    | 75    | 81    | 84    | 87    | 90    | 92    | 94    | 95    | 96    | 98    |
| FCF                                | 70    | 72    | 76    | 80    | 83    | 85    | 87    | 89    | 91    | 92    | 94    |
| WACC                               | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  |       |
| <b>Asseco South Eastern Europe</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| przychody                          | 1 026 | 1 157 | 1 247 | 1 324 | 1 394 | 1 461 | 1 527 | 1 592 | 1 657 | 1 723 | 1 740 |
| EBITDA                             | 223   | 242   | 264   | 280   | 294   | 308   | 321   | 335   | 348   | 361   | 365   |
| NOPLAT                             | 118   | 131   | 143   | 152   | 159   | 167   | 174   | 181   | 188   | 195   | 197   |
| FCF                                | 106   | 121   | 140   | 152   | 162   | 172   | 178   | 184   | 189   | 194   | 196   |
| WACC                               | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  |       |

#### Podsumowanie SOTP

| (mln PLN)          | metoda    | udział | wycena       |
|--------------------|-----------|--------|--------------|
| Asseco PL matka    | DCF       | 100%   | 1 909        |
| ACE                | 12x PE'20 | 93%    | 964          |
| ABS                | DCF       | 43%    | 1 197        |
| ASEE               | DCF       | 51%    | 2 612        |
| r. zachodnioeurop. | 12x PE'20 | 100%   | 301          |
| Formula Systems    | rynek     | 26%    | 5 595        |
| pozostałe          | 10x PE    | 0%     | 218          |
| <b>razem</b>       |           |        | <b>6 644</b> |
| wycena 1 akcji     |           |        | 80,05        |

#### Wycena

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

## Comarch kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Od początku roku notowania Comarchu wzrosły o > 26%. Pomimo tego, podtrzymujemy pozytywne podejście do spółki. Ubiegły rok, pomimo pandemii, okazał się bardzo udany dla Comarchu. Spółka wygenerowała relatywnie wysoki wzrost przychodów (+7% R/R), a jednocześnie wysoki poziom marży zysku brutto ze sprzedaży (tj. 29,5%). Dyscyplina kosztowa (poprzez spadek dynamiki zatrudnienia oraz oszczędności związane z pandemią) przełożyła się na wysoki CFO. Guidance Zarządu na 2021 rok jest mało precyzyjne: portfel zamówień spółki jest „kilka procent” wyższy R/R. Stąd, pomimo świetnych wyników za 4Q'20 i 1Q'21, podchodzimy do prognoz na 2021 rok ostrożnie. Zakładamy jedynie 4% wzrostu przychodów, a poziom marży brutto ze sprzedaży wyznaczamy na 28,2% (co odpowiada średniej z ostatnich 5 lat i jest 1,3 p.p. niżej R/R). Duży potencjał do pobicia naszych estymacji widzimy w segmencie TMT (na ten moment zakładamy stabilne obroty w 2021 r. po >10% spadku w 2020 r.). Nasza prognoza EBITDA to 252 mln PLN. Comarch jest notowany na EV/EBITDA'21 i P/E'21 z wysokimi dyskontami do peer grupy, które według nas nie są uzasadnione.

**cena bieżąca**  
**cena docelowa**

242,00 PLN

potencjał zmiany

267,00 PLN

+10,3%

|          | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|----------|--------------|---------------|--------------|
| aktualna | kupuj        | 267,00 PLN    | 2021-03-30   |

| Podstawowe dane    |              |                   | CMR PW      | vs. WIG  |
|--------------------|--------------|-------------------|-------------|----------|
| ticker             | CMR PW       | zmiana 1M         | +5,2%       | +4,5%    |
| ISIN               | PLCOMAR00012 | zmiana YTD        | +26,4%      | +8,3%    |
| liczba akcji (mln) | 8,1          | średni obrót 1M   | 0,4 mln PLN |          |
| MC (mln PLN)       | 1 968,3      | średni obrót 6M   | 0,7 mln PLN |          |
| EV (mln PLN)       | 1 765,8      | EV/EBITDA 12M fwd | 6,3         | -13,7%   |
| free float         | 60,9%        | EV/EBITDA 5Y avg  | 7,3         | dyskonto |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)      | 2019  | 2020  | 2021P | 2022P | 2023P |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| przychody      | 1 437 | 1 536 | 1 601 | 1 690 | 1 767 |
| EBITDA         | 228   | 272   | 252   | 254   | 258   |
| marża EBITDA   | 15,9% | 17,7% | 15,7% | 15,0% | 14,6% |
| EBIT           | 143   | 187   | 164   | 163   | 164   |
| zysk netto     | 105   | 119   | 111   | 114   | 117   |
| P/E            | 18,8  | 16,6  | 17,8  | 17,3  | 16,8  |
| P/BV           | 2,0   | 1,8   | 1,6   | 1,5   | 1,4   |
| EV/EBITDA      | 8,4   | 6,7   | 7,0   | 6,7   | 6,3   |
| DPS            | 1,50  | 1,50  | 1,50  | 1,50  | 1,50  |
| DYield         | 0,6%  | 0,6%  | 0,6%  | 0,6%  | 0,6%  |
| Zmiana prognoz |       |       | 2021P | 2022P | 2023P |
| przychody      |       |       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| EBITDA         |       |       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| EBIT           |       |       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| zysk netto     |       |       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| CAPEX          |       |       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |

### Rachunek wyników i dane operacyjne

| (mln PLN)                | 2019         | 2020         | 2021P        | 2022P        | 2023P        |
|--------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>przychody</b>         | <b>1 437</b> | <b>1 536</b> | <b>1 601</b> | <b>1 690</b> | <b>1 767</b> |
| TMT                      | 336          | 301          | 307          | 331          | 353          |
| finanse i bankowość      | 191          | 259          | 287          | 302          | 314          |
| handel i usługi          | 252          | 237          | 223          | 232          | 241          |
| przemysł i utilities     | 179          | 178          | 182          | 191          | 201          |
| sektor publiczny         | 130          | 154          | 160          | 167          | 173          |
| SME                      | 291          | 332          | 362          | 384          | 399          |
| inne                     | 58           | 76           | 81           | 84           | 87           |
| zysk brutto na sprzedaży | 421          | 452          | 451          | 469          | 485          |
| marża                    | 29,3%        | 29,5%        | 28,2%        | 27,7%        | 27,5%        |
| koszty sprzedaży         | 146          | 143          | 152          | 164          | 173          |
| koszty ogólnego zarządu  | 128          | 127          | 131          | 138          | 147          |
| <b>EBIT</b>              | <b>143</b>   | <b>187</b>   | <b>164</b>   | <b>163</b>   | <b>164</b>   |
| marża                    | 10,0%        | 12,2%        | 10,2%        | 9,7%         | 9,3%         |
| <b>zysk netto</b>        | <b>104,8</b> | <b>118,7</b> | <b>110,8</b> | <b>113,8</b> | <b>117,1</b> |

### Model DCF

| (mln PLN)        | 21P   | 22P   | 23P   | 24P   | 25P   | 26P   | 27P   | 28P   | 29P   | 30P   | +     |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| przychody        | 1 601 | 1 690 | 1 767 | 1 840 | 1 909 | 1 976 | 2 044 | 2 112 | 2 183 | 2 254 | 2 299 |
| EBITDA           | 252   | 254   | 258   | 264   | 266   | 269   | 270   | 270   | 270   | 268   | 274   |
| marża EBITDA     | 15,7% | 15,0% | 14,6% | 14,3% | 14,0% | 13,6% | 13,2% | 12,8% | 12,4% | 11,9% | 11,9% |
| amortyzacja      | 88    | 91    | 94    | 97    | 101   | 104   | 107   | 110   | 112   | 114   | 116   |
| EBIT             | 164   | 163   | 164   | 166   | 166   | 164   | 162   | 160   | 158   | 154   | 158   |
| podatek          | 44    | 44    | 44    | 45    | 45    | 44    | 44    | 43    | 43    | 42    | 43    |
| NOPLAT           | 120   | 119   | 120   | 121   | 121   | 120   | 118   | 117   | 115   | 113   | 115   |
| CAPEX            | -99   | -103  | -82   | -76   | -77   | -79   | -82   | -84   | -90   | -94   | -96   |
| kapitał obrotowy | -9    | -15   | -14   | -14   | -14   | -15   | -15   | -16   | -17   | -18   | -18   |
| FCF              | 100   | 92    | 118   | 129   | 130   | 130   | 128   | 126   | 121   | 115   | 117   |
| PV FCF           | 93    | 80    | 94    | 95    | 88    | 81    | 74    | 67    | 59    | 52    |       |
| WACC             | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  |
| dług netto / EV  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| risk-free rate   | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  |

### Bilans i CF

| (mln PLN)             | 2019       | 2020        | 2021P       | 2022P       | 2023P       |
|-----------------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>CF operacyjny</b>  | <b>169</b> | <b>293</b>  | <b>202</b>  | <b>197</b>  | <b>201</b>  |
| CFO/EBITDA            | 74%        | 108%        | 80%         | 77%         | 78%         |
| <b>CAPEX</b>          | <b>-45</b> | <b>-87</b>  | <b>-99</b>  | <b>-103</b> | <b>-82</b>  |
| aktywa ogółem         | 1 843      | 1 995       | 2 124       | 2 258       | 2 390       |
| kapitał własny        | 971        | 1 097       | 1 196       | 1 297       | 1 402       |
| <b>dług netto</b>     | <b>-58</b> | <b>-162</b> | <b>-221</b> | <b>-276</b> | <b>-359</b> |
| dług netto/EBITDA (x) | -0,3       | -0,6        | -0,9        | -1,1        | -1,4        |

### Analiza porównawcza

|          | P/E   |       |       | EV/EBITDA |       |       |
|----------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|
|          | 2021P | 2022P | 2023P | 2021P     | 2022P | 2023P |
| minimum  | 27,3  | 26,5  | 23,8  | 18,9      | 17,1  | 15,9  |
| maksimum | 10,0  | 9,0   | 7,4   | 5,2       | 4,9   | 4,4   |
| mediana  | 22,2  | 17,1  | 15,0  | 11,3      | 10,6  | 10,7  |
| waga     | 33%   | 33%   | 33%   | 33%       | 33%   | 33%   |

### Podsumowanie DCF

| (mln PLN)                        |               |
|----------------------------------|---------------|
| beta                             | 1,0           |
| wzrost FCF po prognozie          | 2,0%          |
| zdyskontowana wartość FCF        | 1 591         |
| dług netto MSSFI6                | -162          |
| inne korekty                     | 19            |
| <b>wycena DCF na akcję (PLN)</b> | <b>213,20</b> |

### Wycena

| (PLN)                      | waga | cena          |
|----------------------------|------|---------------|
| porównawcza                | 40%  | 307,58        |
| DCF                        | 60%  | 213,20        |
| cena wynikowa              |      | 250,95        |
| koszt kapitału 9M          |      | 6,4%          |
| <b>cena docelowa za 9M</b> |      | <b>267,00</b> |

## Sygnity trzymaj (bez zmian)

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

Podtrzymujemy neutralne podejście do Sygnity. Spółka zawarła ugodę z Fast Enterprises, podwykonawcą na projekcie e-Podatki i tym samym rozwiązała ostatni „duży problem” z trudnego dla spółki okresu 2014-17. Sytuacja kredytowa grupy uległa dużej poprawie, na koniec września'21 szacujemy dług netto/EBITDA = 0,6x. Sygnity generuje wysoki strumień gotówki (FCFE = 26-27 mln PLN, co implikuje Yield >11%). Z drugiej strony spółka zaraportowała rozczarowujący zestaw wyników za 1Q i 2Q'20/21 i przedstawiła dość słaby outlook na rok obrotowy 2020/21. Powtórzenie wyników 2019/20 jest mało prawdopodobne. De facto zakładamy, że skorygowana EBITDA MSSF16 będzie niższa R/R o 5,8% R/R. Sygnity jest wciąż notowane na atrakcyjnym poziomie wskaźników jednak sądzimy że następna fala wzrostu notowań walorów spółki wydarzy się dopiero przy powrocie Sygnity do wzrostu wyników.

|                      |           |                         |
|----------------------|-----------|-------------------------|
| <b>cena bieżąca</b>  | 10,40 PLN | <b>potencjał zmiany</b> |
| <b>cena docelowa</b> | 11,60 PLN | +11,5%                  |

|                 | rekomenacja    | cena docelowa    | data wydania      |
|-----------------|----------------|------------------|-------------------|
| <b>aktualna</b> | <b>trzymaj</b> | <b>11,60 PLN</b> | <b>2021-03-18</b> |

| Podstawowe dane    |              | SGN PW            | vs. WIG      |
|--------------------|--------------|-------------------|--------------|
| Ticker             | SGN PW       | Zmiana 1M         | +1,5% +0,8%  |
| ISIN               | PLCMPLD00016 | Zmiana YTD        | +14,5% -3,6% |
| Liczba akcji (mln) | 22,8         | Średni obrót 1M   | 0,2 mln PLN  |
| MC (mln PLN)       | 236,7        | Średni obrót 6M   | 0,2 mln PLN  |
| EV (mln PLN)       | 276,9        | EV/EBITDA 12M fwd | 4,8 -9,8%    |
| Free float         | 100,0%       | EV/EBITDA 5Y avg  | 5,3 dyskonto |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)             | 18/19 | 19/20P        | 20/21P        | 21/22P        | 22/23P |
|-----------------------|-------|---------------|---------------|---------------|--------|
| Przychody             | 234,6 | 230,0         | 218,4         | 226,4         | 235,3  |
| EBITDA                | 37,4  | 53,0          | 64,3          | 50,2          | 50,4   |
| marża EBITDA          | 15,9% | 23,1%         | 29,4%         | 22,2%         | 21,4%  |
| EBIT                  | 29,4  | 36,9          | 48,3          | 34,2          | 34,1   |
| Zysk netto            | 15,9  | 29,2          | 46,8          | 26,3          | 26,8   |
| P/E                   | 14,9  | 8,1           | 5,1           | 9,0           | 8,8    |
| P/BV                  | 3,6   | 2,5           | 1,7           | 1,4           | 1,2    |
| EV/EBITDA             | 8,3   | 5,5           | 4,3           | 5,0           | 4,4    |
| DPS                   | 0,00  | 0,00          | 0,00          | 0,00          | 0,00   |
| DYield                | 0,0%  | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%   |
| <b>Zmiana prognoz</b> |       | <b>20/21P</b> | <b>21/22P</b> | <b>22/23P</b> |        |
| przychody             |       | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          |        |
| EBITDA                |       | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          |        |
| EBIT                  |       | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          |        |
| zysk netto            |       | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          |        |
| CAPEX                 |       | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          |        |

### Rachunek wyników i dane operacyjne

| (mln PLN)              | 18/19        | 19/20P       | 20/21P       | 21/22P       | 22/23P       |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>przychody</b>       | <b>234,6</b> | <b>230,0</b> | <b>218,4</b> | <b>226,4</b> | <b>235,3</b> |
| COGS                   | 164,3        | 160,0        | 152,9        | 160,3        | 168,2        |
| <b>ZBNS</b>            | <b>70,3</b>  | <b>69,9</b>  | <b>65,5</b>  | <b>66,1</b>  | <b>67,1</b>  |
| marża                  | 30,0%        | 30,4%        | 30,0%        | 29,2%        | 28,5%        |
| I. sprzedaży i mark.   | 7,4          | 8,7          | 8,3          | 8,6          | 8,9          |
| I. ogólnego zarządu    | 26,1         | 24,7         | 22,7         | 23,4         | 24,1         |
| poz. dział. operacyjna | -7,4         | 0,3          | 13,8         | 0,0          | 0,0          |
| <b>EBIT</b>            | <b>29,4</b>  | <b>36,9</b>  | <b>48,3</b>  | <b>34,2</b>  | <b>34,1</b>  |
| marża                  | 12,5%        | 16,0%        | 22,1%        | 15,1%        | 14,5%        |
| amortyzacja            | 8,0          | 16,2         | 15,9         | 16,1         | 16,4         |
| <b>EBITDA</b>          | <b>37,4</b>  | <b>53,0</b>  | <b>64,3</b>  | <b>50,2</b>  | <b>50,4</b>  |
| dział. Finansowa       | -10,6        | -7,1         | 4,9          | -3,2         | -2,4         |
| <b>zysk brutto</b>     | <b>18,7</b>  | <b>29,8</b>  | <b>53,2</b>  | <b>31,0</b>  | <b>31,6</b>  |
| podatek                | -0,2         | -2,0         | -6,4         | -4,7         | -4,8         |
| <b>zysk netto</b>      | <b>15,9</b>  | <b>29,2</b>  | <b>46,8</b>  | <b>26,3</b>  | <b>26,8</b>  |

### Model DCF

| (mln PLN)        | 20/21P | 21/22P | 22/23P | 23/24P | 24/25P | 25/26P | 26/27P | 27/28P | 28/29P | 29/30P | +     |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| przychody        | 218    | 226    | 235    | 244    | 254    | 263    | 273    | 282    | 292    | 302    | 302   |
| EBITDA           | 64     | 50     | 50     | 51     | 51     | 51     | 51     | 51     | 51     | 51     | 51    |
| marża EBITDA     | 29,4%  | 22,2%  | 21,4%  | 20,8%  | 20,2%  | 19,5%  | 18,8%  | 18,1%  | 17,4%  | 16,8%  | 16,8% |
| amortyzacja      | 7      | 7      | 7      | 8      | 8      | 8      | 9      | 9      | 9      | 10     | 10    |
| EBIT             | 48     | 34     | 34     | 34     | 34     | 34     | 34     | 33     | 33     | 32     | 32    |
| podatek          | 9      | 6      | 6      | 7      | 7      | 6      | 6      | 6      | 6      | 6      | 6     |
| NOPLAT           | 39     | 28     | 28     | 28     | 28     | 28     | 27     | 27     | 27     | 26     | 26    |
| CAPEX            | -4     | -6     | -6     | -6     | -7     | -8     | -9     | -9     | -9     | -10    | -10   |
| kapitał obrotowy | -36    | -1     | -1     | -1     | -1     | -1     | -2     | -2     | -2     | -2     | -2    |
| FCF              | 6      | 28     | 28     | 28     | 28     | 27     | 25     | 25     | 24     | 24     | 24    |
| PV FCF           | 6      | 25     | 23     | 21     | 19     | 17     | 15     | 13     | 12     | 11     |       |
| WACC             | 7,9%   | 8,3%   | 8,5%   | 8,5%   | 8,5%   | 8,5%   | 8,5%   | 8,5%   | 8,5%   | 8,5%   | 8,5%  |
| dług netto / EV  | 13,7%  | 5,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%  |
| risk-free rate   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%  |

### Bilans i CF

| (mln PLN)             | 18/19       | 19/20P      | 20/21P      | 21/22P      | 22/23P       |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| <b>CF operacyjny</b>  | <b>18,9</b> | <b>52,0</b> | <b>40,2</b> | <b>44,8</b> | <b>44,8</b>  |
| CFO/EBITDA            | 51%         | 98%         | 63%         | 89%         | 89%          |
| <b>CAPEX</b>          | <b>-1,1</b> | <b>-1,7</b> | <b>-4,1</b> | <b>-5,6</b> | <b>-6,0</b>  |
| aktywa ogółem         | 272,9       | 296,4       | 301,3       | 312,2       | 315,5        |
| kapitał własny        | 65,8        | 94,3        | 141,1       | 167,4       | 194,2        |
| <b>dług netto</b>     | <b>74,3</b> | <b>54,0</b> | <b>40,2</b> | <b>13,2</b> | <b>-14,2</b> |
| dług netto/EBITDA (x) | 2,0         | 1,0         | 0,6         | 0,3         | -0,3         |

### Analiza porównawcza

|          | P/E   |       |       | EV/EBITDA |       |       |
|----------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|
|          | 2021P | 2022P | 2023P | 2021P     | 2022P | 2023P |
| minimum  | 14,7  | 11,0  | 9,2   | 4,6       | 3,6   | 2,7   |
| maksimum | 21,6  | 19,0  | 17,3  | 11,5      | 10,9  | 10,1  |
| mediana  | 18,1  | 15,8  | 14,6  | 7,4       | 6,3   | 5,9   |
| waga     | 17%   | 17%   | 17%   | 17%       | 17%   | 17%   |

### Podsumowanie DCF

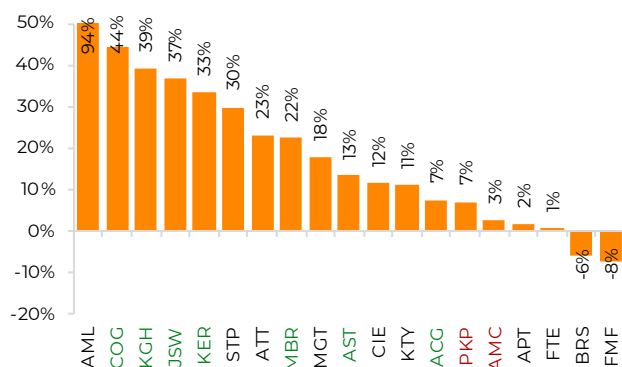
| (mln PLN)                        |             |
|----------------------------------|-------------|
| beta                             | 1,0         |
| wzrost FCF po prognozie          | 0,0%        |
| zdyskontowana wartość FCF        | 160         |
| skor. dług netto                 | 68          |
| inne korekty                     | 3           |
| <b>wycena DCF na akcję (PLN)</b> | <b>9,65</b> |

### Wycena

| (PLN)                      | waga | cena         |
|----------------------------|------|--------------|
| porównawcza                | 15%  | 18,01        |
| DCF                        | 85%  | 9,65         |
| cena wynikowa              |      | 10,91        |
| koszt kapitału 9M          |      | 6,4%         |
| <b>cena docelowa za 9M</b> |      | <b>11,60</b> |

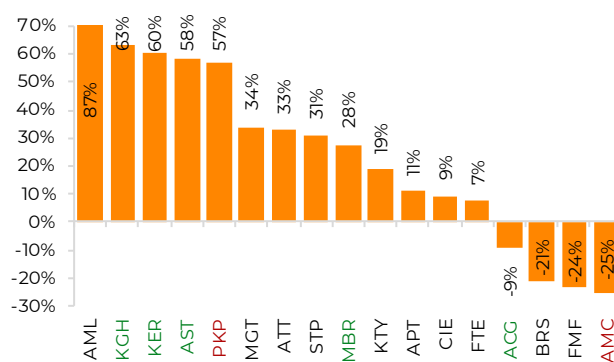
## Przemysł

### Prognostyczna zmiana sprzedaży w 2021 r.



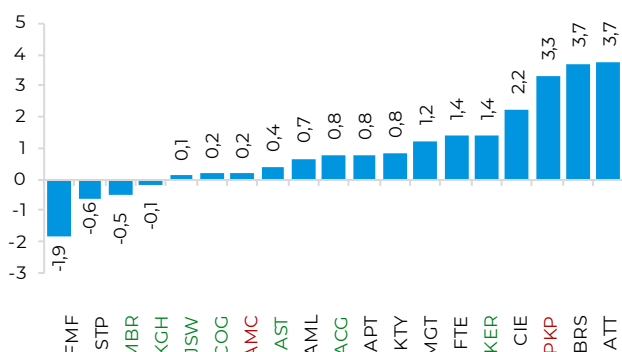
Źródło: mBank; \*zielony – pozytywne rekomendacje, czerwony – negatywne

### Prognostyczna zmiana EBITDA w 2021 r.

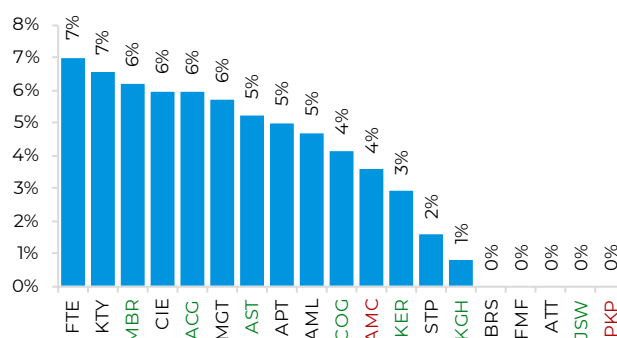


Źródło: mBank; \*zielony – pozytywne rekomendacje, czerwony – negatywne

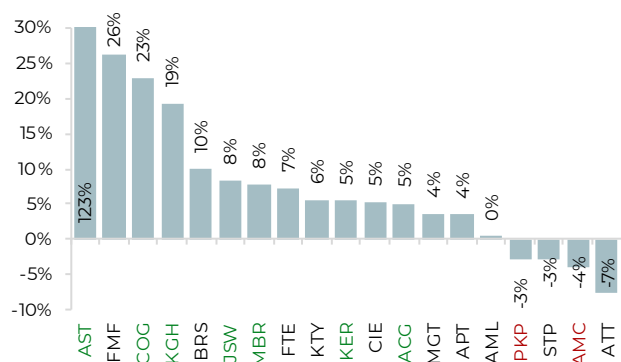
### Prognostyczny dług netto/EBITDA na koniec '21



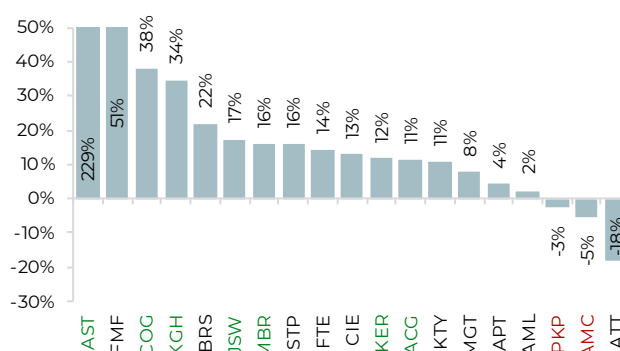
### Prognostyczny DYield w 2021 r.



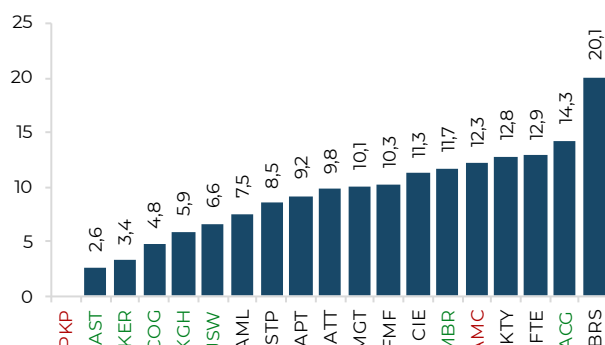
### Prognostyczny poziom wolnych przepływów pieniężnych (FCF) do wartości przedsiębiorstwa (EV) w 2021 r.



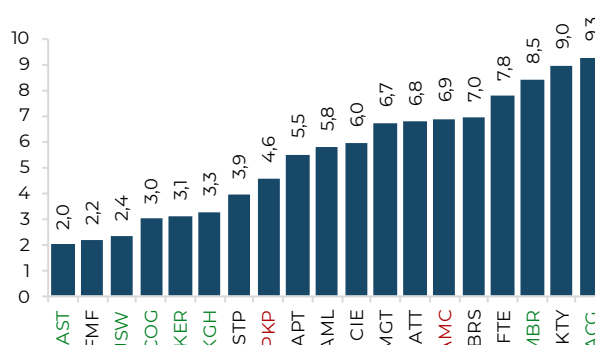
### Prognostyczny średni poziom wolnych przepływów pieniężnych w latach 2021-22 (FCF) do wartości przedsiębiorstwa (EV)



### Prognostyczny poziom wskaźnika P/E'21



### Prognostyczny poziom wskaźnika EV/EBITDA'21



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

## Cognor kupuj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

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

Według danych Polskiej Unii Dystrybutorów Stali w czerwcu ceny prętów żebrowanych wzrosły do ponad 4000 PLN/t, co stanowi rekord ostatnich kilkunastu lat. Przy znacznie mniejszym wzroście cen złomu spread na produkcji pręta żebrowanego wzrósł w ostatnich dniach do ponad 2000 PLN/t (vs. średnio 900 PLN/t w 2020 roku). To implikuje, że w końcówce 2Q'21 oraz w 3Q'21 Cognor może odnotować rekordowe wyniki finansowe w hucie Ferrostal, a co za tym idzie wynik EBITDA w 2021 roku może się zbliżyć do rekordowego, jaki miał miejsce w 2007 roku (wówczas 227 mln PLN vs. oczekiwane 222 mln PLN w 2021 roku). W efekcie oczekiwanej poprawy wyników finansowych na koniec 2021 roku dług netto według nas spadnie poniżej 40 mln PLN, co wzbudzi oczekiwania inwestorów odnośnie możliwości dywidendy w kolejnym roku (oczekujemy 0,44 PLN/akcja, co daje ponad 12% Dyield). Podnosimy nasze założenia odnośnie cen produktów oraz złomu, rewidujemy w górę prognozy cen energii na kolejne dwa lata oraz podnosimy wartość oczekiwanych dywidend w 2021 i 2022 roku. W dłuższej perspektywie pozytywnie na popyt i ceny prętów żebrowanych powinny przekładać się inwestycje infrastrukturalne w zakresie Nowego Ładu. Nie zmieniamy naszej rekomendacji kupuj oraz ceny docelowej (4,30 PLN/akcja) dla Grupy Cognor.

**cena bieżąca**

3,53 PLN

**potencjał zmiany**

**cena docelowa**

4,30 PLN

+21,8%

|          | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|----------|--------------|---------------|--------------|
| aktualna | kupuj        | 4,30 PLN      | 2021-06-18   |

| Podstawowe dane    |              |                   | COG PW      | vs. WIG  |
|--------------------|--------------|-------------------|-------------|----------|
| ticker             | COG PW       | zmiana 1M         | +12,1%      | +11,4%   |
| ISIN               | PLCNTSL00014 | zmiana YTD        | +101,7%     | +83,6%   |
| liczba akcji (mln) | 175,0        | średni obrót 1M   | 3,6 mln PLN |          |
| MC (mln PLN)       | 617,6        | średni obrót 6M   | 1,4 mln PLN |          |
| EV (mln PLN)       | 675,1        | EV/EBITDA 12M fwd | 3,4         | -10,3%   |
| free float         | 21,6%        | EV/EBITDA 5Y avg  | 3,8         | dyskonto |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)              | 2019  | 2020  | 2021P        | 2022P        | 2023P        |
|------------------------|-------|-------|--------------|--------------|--------------|
| pPrzychody             | 1 902 | 1 733 | 2 503        | 2 336        | 1 970        |
| EBITDA skor.           | 93    | 92    | 222          | 169          | 143          |
| marża EBITDA           | 4,9%  | 5,3%  | 8,9%         | 7,3%         | 7,3%         |
| EBIT skor.             | 47    | 44    | 172          | 119          | 95           |
| zysk netto skor.       | 11    | 10    | 129          | 86           | 66           |
| P/E skor.              | 55,0  | 61,3  | 4,8          | 7,2          | 9,3          |
| P/BV                   | 2,4   | 2,1   | 1,6          | 1,5          | 1,5          |
| EV/EBITDA skor.        | 9,3   | 8,7   | 3,0          | 3,9          | 4,5          |
| DPS                    | 0,21  | 0,00  | 0,15         | 0,44         | 0,34         |
| DYield                 | 5,8%  | 0,0%  | 4,2%         | 12,5%        | 9,8%         |
| <b>Zmiana prognoz</b>  |       |       | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> | <b>2023P</b> |
| przychody ze sprzedaży |       |       | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| EBITDA                 |       |       | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| zysk netto             |       |       | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| wolumen sprzedaży      |       |       | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| ceny produktów         |       |       | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| ceny złomu             |       |       | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |

### Wyniki i przepływy operacyjne

| (mln PLN)                 | 2019       | 2020        | 2021P       | 2022P      | 2023P      |
|---------------------------|------------|-------------|-------------|------------|------------|
| wol. Ferrostal (tys. ton) | 424        | 424         | 427         | 428        | 429        |
| wol. HSJ (tys. ton)       | 237        | 238         | 239         | 244        | 249        |
| wol. Złomrex (tys. ton)   | 142        | 137         | 144         | 147        | 150        |
| spread Ferrostal (PLN/t)  | 1 127      | 1 022       | 1 242       | 1 231      | 1 223      |
| spread HSJ (PLN/t)        | 1 508      | 1 265       | 1 368       | 1 398      | 1 393      |
| <b>przepływy oper.</b>    | <b>142</b> | <b>206</b>  | <b>214</b>  | <b>152</b> | <b>125</b> |
| amortyzacja               | 46         | 48          | 50          | 50         | 48         |
| kapitał obrotowy          | 61         | 98          | 12          | 4          | -2         |
| <b>przepływy inw.</b>     | <b>-56</b> | <b>-57</b>  | <b>-50</b>  | <b>-50</b> | <b>-39</b> |
| CAPEX                     | 56         | 57          | 50          | 50         | 39         |
| <b>przepływy fin.</b>     | <b>-84</b> | <b>-127</b> | <b>-103</b> | <b>-90</b> | <b>-73</b> |
| dywidenda/buyback         | -36        | 0           | -26         | -77        | -60        |
| FCF                       | 102        | 157         | 154         | 103        | 87         |
| FCF/EBITDA                | 101%       | 138%        | 69%         | 61%        | 60%        |
| CFO/EBITDA                | 141%       | 180%        | 96%         | 90%        | 87%        |

### Bilans

| (mln PLN)               | 2019  | 2020  | 2021P | 2022P | 2023P |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| aktywa                  | 1 052 | 1 031 | 1 258 | 1 226 | 1 143 |
| aktywa trwałe           | 487   | 515   | 496   | 492   | 484   |
| kapitał własny          | 259   | 288   | 391   | 400   | 406   |
| udział mniejszości      | 259   | 288   | 391   | 400   | 406   |
| dług netto              | 226   | 164   | 38    | 27    | 14    |
| dług netto/EBITDA (x)   | 224%  | 144%  | 17%   | 16%   | 10%   |
| dług netto/kap. wł. (x) | 87%   | 57%   | 10%   | 7%    | 3%    |

### Analiza porównawcza

|          | P/E  |      |      | EV/EBITDA |      |      |
|----------|------|------|------|-----------|------|------|
|          | 21P  | 22P  | 23P  | 21P       | 22P  | 23P  |
| minimum  | 3,1  | 4,6  | 5,2  | 2,0       | 0,9  | 0,7  |
| maksimum | 22,9 | 51,4 | 26,8 | 29,0      | 10,7 | 16,4 |
| mediana  | 7,5  | 10,0 | 9,8  | 4,7       | 4,9  | 4,8  |
| waga     | 17%  | 17%  | 17%  | 17%       | 17%  | 17%  |

### Model DCF

| (mln PLN)         | 21P   | 22P   | 23P   | 24P   | 25P   | 26P   | 27P   | 28P   | 29P   | 30P   | +     |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| wolumen sprzedaży | 666   | 672   | 678   | 685   | 691   | 698   | 696   | 694   | 690   | 690   | 690   |
| ceny produktów    | 2 845 | 2 645 | 2 235 | 2 154 | 2 156 | 2 157 | 2 162 | 2 167 | 2 170 | 2 170 | 2 170 |
| ceny złomu        | 1 865 | 1 692 | 1 188 | 1 116 | 1 116 | 1 116 | 1 116 | 1 116 | 1 116 | 1 116 | 1 116 |
| przychody         | 2 503 | 2 336 | 1 970 | 1 914 | 1 931 | 1 949 | 1 951 | 1 954 | 1 951 | 1 955 | 1 958 |
| EBITDA            | 222   | 169   | 143   | 116   | 119   | 125   | 127   | 128   | 131   | 128   | 125   |
| marża EBITDA      | 8,9%  | 7,3%  | 7,3%  | 6,0%  | 6,2%  | 6,4%  | 6,5%  | 6,6%  | 6,7%  | 6,6%  | 6,4%  |
| EBIT              | 172   | 119   | 95    | 69    | 73    | 79    | 80    | 81    | 85    | 80    | 77    |
| podatek           | 30    | 20    | 16    | 11    | 11    | 13    | 13    | 13    | 14    | 13    | 12    |
| CAPEX             | -50   | -50   | -39   | -40   | -42   | -43   | -46   | -46   | -46   | -46   | -48   |
| kapitał obrotowy  | 12    | 4     | -2    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| FCF               | 154   | 103   | 87    | 64    | 66    | 70    | 68    | 69    | 72    | 70    | 66    |
| PV FCF            | 149   | 91    | 69    | 47    | 44    | 42    | 37    | 35    | 33    | 29    |       |
| WACC              | 9,4%  | 9,5%  | 9,6%  | 9,6%  | 9,7%  | 9,7%  | 9,7%  | 9,7%  | 9,7%  | 9,7%  | 9,7%  |
| risk-free rate    | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  |

### Podsumowanie DCF

| (mln PLN)                        |             |
|----------------------------------|-------------|
| beta                             | 1,2         |
| wzrost FCF po prognozie          | 2%          |
| zdyskontowana wartość FCF        | 576,2       |
| dług netto                       | 164,0       |
| inne korekty                     | 19,3        |
| <b>wycena DCF na akcję (PLN)</b> | <b>4,31</b> |

### Wycena

| (PLN)                      | waga | cena        |
|----------------------------|------|-------------|
| porównawcza                | 50%  | 3,71        |
| DCF                        | 50%  | 4,31        |
| cena wynikowa              |      | 4,01        |
| koszt kapitału 9M          |      | 7,2%        |
| <b>cena docelowa za 9M</b> |      | <b>4,30</b> |

## Famur trzymaj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Zarząd w kolejnych okresach oczekuje kontynuacji presji na rentowność w związku z rosnącymi cenami surowców (w szczególności stali). Na rynku utrzymuje się negatywny sentyment wokół energetyki węglowej, co powoduje, że coraz trudniej jest zdobyć finansowanie inwestycji dla klienta i wykonawcy. Ograniczenia w ruchu transgranicznym utrudniają pozyskanie nowych kontraktów na rynkach zagranicznych. Zarząd mimo bardzo dobrej płynności zdecydował na pozostawienie całego zysku z 2020 roku w Spółce i brak dywidendy. Famur planuje rozwijać alternatywne działalności (jak OZE), które rekompensować będą spadek inwestycji w obszarze wydobycia węgla. Zarząd zamierza przeznaczyć około połowy bieżącej nadwyżki gotówki na bilansie na przejęcie spółki z obszaru fotowoltaiki (Projekt-Solartech) oraz niezbędne zasilanie nowego segmentu w kapitał obrotowy. Na koniec udział Famur w nowym segmencie będzie realnie sięgał jedynie 25% (reszta rozwodniona przez głównego akcjonariusza – TDJ oraz założycieli Projekt-Solartech). Obawiamy się, że nowa strategia dywersyfikacji przychodów nieść za sobą będzie szereg transakcji powiązanych z głównym akcjonariuszem (TDJ), czego pierwszym elementem będzie odkup udziałów w Famak. Nie zmieniamy naszej rekomendacji trzymaj dla Grupy Famur oraz ceny docelowej (2,50 PLN/akcja).

**cena bieżąca**  
**cena docelowa**

2,28 PLN

2,50 PLN

**potencjał zmiany****+9,6%**

|          | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|----------|--------------|---------------|--------------|
| aktualna | trzymaj      | 2,50 PLN      | 2021-04-09   |

| Podstawowe dane    |              |                   | FMF PW      | vs. WIG  |
|--------------------|--------------|-------------------|-------------|----------|
| ticker             | FMF PW       | zmiana 1M         | -2,1%       | -2,9%    |
| ISIN               | PLFAMUR00012 | zmiana YTD        | +1,3%       | -16,8%   |
| liczba akcji (mln) | 574,8        | średni obrót 1M   | 0,7 mln PLN |          |
| MC (mln PLN)       | 1 310,5      | średni obrót 6M   | 2,2 mln PLN |          |
| EV (mln PLN)       | 692,3        | EV/EBITDA 12M fwd | 3,6         | -33,8%   |
| free float         | 52,3%        | EV/EBITDA 5Y avg  | 5,5         | dyskonto |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)             | 2019  | 2020  | 2021P        | 2022P        | 2023P        |
|-----------------------|-------|-------|--------------|--------------|--------------|
| przychody             | 2 165 | 1 139 | 1 054        | 971          | 929          |
| EBITDA                | 451   | 416   | 318          | 274          | 248          |
| marża EBITDA          | 20,8% | 36,5% | 30,2%        | 28,2%        | 26,7%        |
| EBIT                  | 269   | 239   | 169          | 139          | 117          |
| zysk netto            | 245   | 185   | 128          | 106          | 91           |
| P/E                   | 5,3   | 7,1   | 10,3         | 12,4         | 14,4         |
| P/BV                  | 0,8   | 0,8   | 0,7          | 0,7          | 0,7          |
| EV/EBITDA             | 3,3   | 2,1   | 2,2          | 1,9          | 1,9          |
| DPS                   | 0,53  | 0,00  | 0,00         | 0,00         | 0,09         |
| DYield                | 23,3% | 0,0%  | 0,0%         | 0,0%         | 4,0%         |
| <b>Zmiana prognoz</b> |       |       | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> | <b>2023P</b> |
| przychody             |       |       | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| EBITDA                |       |       | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| zysk netto            |       |       | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| obroty Underground    |       |       | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| marża Underground     |       |       | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| dług netto            |       |       | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| DPS                   |       |       | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |

### Wyniki i przepływy operacyjne

| (mln PLN)              | 2019       | 2020       | 2021P      | 2022P       | 2023P       |
|------------------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|
| obroty Underground     | 1 621      | 969        | 899        | 821         | 782         |
| marża Underground      | 33,3%      | 34,0%      | 29,0%      | 28,3%       | 27,2%       |
| przychody elektryka    | 65         | 54         | 49         | 48          | 47          |
| przych. ust. górnicze  | 2          | 4          | 3          | 3           | 3           |
| przepływy oper.        | 504        | 640        | 302        | 290         | 251         |
| <b>przepływy oper.</b> | <b>182</b> | <b>177</b> | <b>148</b> | <b>136</b>  | <b>132</b>  |
| amortyzacja            | 66         | 321        | 14         | 41          | 21          |
| kapitał obrotowy       | -15        | -105       | -120       | -122        | -125        |
| <b>przepływy inw.</b>  | <b>38</b>  | <b>146</b> | <b>120</b> | <b>122</b>  | <b>125</b>  |
| CAPEX                  | -185       | -238       | -12        | -108        | -157        |
| <b>przepływy fin.</b>  | <b>184</b> | <b>272</b> | <b>0</b>   | <b>-100</b> | <b>-100</b> |
| dywidenda/buyback      | -305       | 0          | 0          | 0           | -53         |
| FCF                    | 415        | 528        | 182        | 168         | 123         |
| FCF/EBITDA             | 92%        | 127%       | 57%        | 61%         | 50%         |
| CFO/EBITDA             | 112%       | 154%       | 95%        | 106%        | 101%        |

### Bilans

| (mln PLN)             | 2019  | 2020  | 2021P | 2022P | 2023P |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| aktywa                | 2 975 | 2 492 | 2 605 | 2 590 | 2 518 |
| aktywa trwałe         | 936   | 774   | 752   | 738   | 728   |
| goodwill              | 162   | 162   | 162   | 162   | 162   |
| kapitał własny        | 1 557 | 1 710 | 1 838 | 1 944 | 1 982 |
| udział mniejszości    | -46   | -28   | -28   | -28   | -28   |
| dług netto            | 220   | -420  | -590  | -750  | -819  |
| dług netto/EBITDA (x) | 0,5   | -1,0  | -1,9  | -2,7  | -3,3  |

### Analiza porównawcza

|          | P/E  |      |      | EV/EBITDA |      |      |
|----------|------|------|------|-----------|------|------|
|          | 21P  | 22P  | 23P  | 21P       | 22P  | 23P  |
| minimum  | 22,5 | 15,5 | 13,0 | 10,7      | 7,7  | 6,7  |
| maksimum | 36,1 | 32,5 | 30,4 | 21,5      | 19,4 | 18,0 |
| mediana  | 26,2 | 20,7 | 17,7 | 13,4      | 11,5 | 10,5 |
| waga     | 17%  | 17%  | 17%  | 17%       | 17%  | 17%  |

### Model DCF

| (mln PLN)        | 21P   | 22P   | 23P   | 24P   | 25P   | 26P    | 27P    | 28P   | 29P   | 30P   | +     |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| przychody        | 1 054 | 971   | 929   | 890   | 853   | 817,21 | 783,16 | 751   | 719   | 690   | 688   |
| zmiana (r/r)     | -8%   | -8%   | -4%   | -4%   | -4%   | -4%    | -4%    | -4%   | -4%   | -4%   | 0%    |
| EBITDA           | 318   | 274   | 248   | 229   | 210   | 196    | 186    | 177   | 169   | 162   | 159   |
| marża EBITDA     | 30,2% | 28,2% | 26,7% | 25,8% | 24,7% | 24,0%  | 23,7%  | 23,6% | 23,4% | 23,4% | 23,2% |
| amortyzacja      | 148   | 136   | 132   | 133   | 134   | 135    | 136    | 137   | 140   | 142   | 143   |
| EBIT             | 169   | 139   | 117   | 96    | 76    | 61     | 50     | 39    | 29    | 20    | 16    |
| podatek          | 30    | 25    | 21    | 18    | 15    | 12     | 10     | 8     | 6     | 4     | 4     |
| NOPAT            | 140   | 114   | 95    | 78    | 61    | 49     | 40     | 31    | 23    | 15    | 12    |
| CAPEX            | -120  | -122  | -125  | -127  | -130  | -132   | -135   | -138  | -141  | -143  | -143  |
| kapitał obrotowy | 14    | 41    | 21    | 19    | 18    | 18     | 17     | 16    | 15    | 15    | 1     |
| FCF              | 182   | 168   | 123   | 103   | 84    | 69     | 58     | 47    | 37    | 29    | 13    |
| PV FCF           | 170   | 142   | 95    | 72    | 53    | 40     | 30     | 23    | 16    | 11    |       |
| WACC             | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0%  | 10,0%  | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% |
| risk-free rate   | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  |

### Podsumowanie DCF

| (mln PLN)                 |        |
|---------------------------|--------|
| beta                      | 1,3    |
| wzrost FCF po prognozie   | 0%     |
| zdyskontowana wartość FCF | 652,3  |
| dług netto                | -420,0 |
| inne korekty              | 49,2   |
| wycena DCF na akcję (PLN) | 1,97   |

### Wycena

| (PLN)                      | waga | cena        |
|----------------------------|------|-------------|
| porównawcza                | 50%  | 2,69        |
| DCF                        | 50%  | 1,97        |
| cena wynikowa              |      | 2,33        |
| koszt kapitału 9M          |      | 7,4%        |
| <b>cena docelowa za 9M</b> |      | <b>2,50</b> |

## Grupa Kęty trzymaj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

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

Bardzo dobre wstępne szacunki Zarządu za Q2'21 skłaniają nas do podwyższenia oczekiwań wyników w segmentach opakowań giętkich (EBITDA +27%) oraz wyrobów wyciskanych (EBITDA +20%) na 2021 rok. W efekcie nasza całoroczna prognoza EBITDA'21 rośnie o 14% do 797 mln PLN, co również uprawdopodobnia rewizję w górę całorocznej prognozy Zarządu na 2021 rok. Wyższe wyniki implikują, że relacja długu netto do EBITDA będzie się na koniec bieżącego roku utrzymywać na poziomie poniżej 1,0x co również implikuje wysoką wypłatę dywidendy w 2022 roku (oczekujemy 50 PLN/akcja). 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 produktów petrochemicznych. Podwyższamy nasze prognozy na lata 2021-2023. W efekcie nasza cena docelowa rośnie z 553,55 PLN do 599,16 PLN. Pootrzymujemy naszą neutralną rekomendację dla Grupy Kęty.

**cena bieżąca**  
**cena docelowa**

679,00 PLN

**potencjał zmiany**

599,16 PLN

**-11,8%**

|                    | rekomendacja   | cena docelowa     | data wydania      |         |
|--------------------|----------------|-------------------|-------------------|---------|
| <b>nowa</b>        | <b>trzymaj</b> | <b>599,16 PLN</b> | <b>2021-07-06</b> |         |
| poprzednia         | trzymaj        | 553,55 PLN        | 2021-06-02        |         |
| Podstawowe dane    |                |                   | KTY PW            | vs. WIG |
| ticker             | KTY PW         | zmiana 1M         | +16,7%            | +16,0%  |
| ISIN               | PLKETY000011   | zmiana YTD        | +42,0%            | +23,9%  |
| liczba akcji (mln) | 9,6            | średni obrót 1M   | 5,1 mln PLN       |         |
| MC (mln PLN)       | 6 506,0        | średni obrót 6M   | 4,7 mln PLN       |         |
| EV (mln PLN)       | 7 167,3        | EV/EBITDA 12M fwd | 9,8               | +8,6%   |
| 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   | 797    | 721    | 739    |
| marża EBITDA              | 16,3% | 19,0% | 20,3%  | 17,5%  | 17,3%  |
| EBIT                      | 385   | 526   | 642    | 560    | 568    |
| zysk netto                | 295   | 430   | 508    | 440    | 446    |
| P/E                       | 22,0  | 15,1  | 12,8   | 14,8   | 14,6   |
| P/BV                      | 4,4   | 4,1   | 3,9    | 4,0    | 3,9    |
| EV/EBITDA                 | 13,7  | 10,5  | 9,0    | 10,1   | 9,9    |
| DPS                       | 23,99 | 35,13 | 44,57  | 50,38  | 43,66  |
| DYield                    | 3,5%  | 5,2%  | 6,6%   | 7,4%   | 6,4%   |
| Zmiana prognoz            |       |       | 2021P  | 2022P  | 2023P  |
| EBITDA                    |       |       | +14,2% | +5,0%  | +5,0%  |
| zysk netto                |       |       | +18,8% | +6,8%  | +6,9%  |
| aluminium (PLN/t)         |       |       | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| premia producenta (USD/t) |       |       | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| EBITDA SOG                |       |       | +26,9% | +4,3%  | +4,4%  |
| EBITDA SWW                |       |       | +19,5% | +13,0% | +13,1% |
| EBITDA SSA                |       |       | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |

### Rachunek wyników i dane operacyjne

| (mln PLN)              | 2019        | 2020        | 2021P       | 2022P       | 2023P       |
|------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| EBITDA SOG             | 148         | 233         | 297         | 216         | 214         |
| EBITDA SWW             | 152         | 163         | 221         | 219         | 229         |
| EBITDA SSA             | 237         | 279         | 296         | 304         | 314         |
| EBITDA pozostałe       | -14         | -16         | -17         | -17         | -17         |
| EBITDA/użyte aluminium | 6           | 6           | 7           | 6           | 6           |
| <b>przepływy oper.</b> | <b>563</b>  | <b>637</b>  | <b>543</b>  | <b>579</b>  | <b>602</b>  |
| amortyzacja            | 138         | 147         | 155         | 161         | 171         |
| kapitał obrotowy       | 86          | 7           | -79         | -35         | -27         |
| <b>przepływy inw.</b>  | <b>-244</b> | <b>-144</b> | <b>-200</b> | <b>-200</b> | <b>-200</b> |
| CAPEX                  | 244         | 144         | 200         | 200         | 200         |
| <b>przepływy fin.</b>  | <b>-316</b> | <b>-445</b> | <b>-342</b> | <b>-449</b> | <b>-386</b> |
| dywidenda/buyback      | -229        | -337        | -427        | -483        | -418        |
| FCF                    | 296         | 459         | 399         | 383         | 408         |
| FCF/EBITDA             | 57%         | 70%         | 50%         | 53%         | 55%         |
| CFO/EBITDA             | 108%        | 95%         | 68%         | 80%         | 81%         |

### 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               | 797   | 721   | 739   | 757   | 768   | 778   | 782   | 787   | 791   | 797   | 797   |
| marża EBITDA         | 20,3% | 17,5% | 17,3% | 17,2% | 17,1% | 16,9% | 16,9% | 16,8% | 16,7% | 16,6% | 16,6% |
| EBIT                 | 642   | 560   | 568   | 575   | 577   | 576   | 574   | 575   | 581   | 589   | 589   |
| podatek              | 119   | 103   | 105   | 106   | 106   | 106   | 106   | 106   | 108   | 109   | 109   |
| 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                  | 399   | 383   | 408   | 424   | 442   | 453   | 459   | 459   | 462   | 467   | 476   |
| PV FCF               | 386   | 343   | 338   | 325   | 313   | 297   | 278   | 257   | 239   | 222   |       |
| WACC                 | 8,2%  | 8,1%  | 8,1%  | 8,1%  | 8,1%  | 8,1%  | 8,1%  | 8,2%  | 8,2%  | 8,2%  | 8,2%  |
| risk-free rate       | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  |

### Bilans

| (mln PLN)               | 2019  | 2020  | 2021P | 2022P | 2023P |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| aktywa                  | 2 779 | 2 889 | 3 123 | 3 150 | 3 239 |
| aktywa trwałe           | 1 680 | 1 672 | 1 773 | 1 816 | 1 851 |
| kapitał własny          | 1 477 | 1 586 | 1 667 | 1 625 | 1 652 |
| udział mniejszości      | 1     | 1     | 1     | 1     | 2     |
| dług netto              | 703   | 562   | 660   | 780   | 814   |
| dług netto/EBITDA (x)   | 1,3   | 0,8   | 0,8   | 1,1   | 1,1   |
| dług netto/kap. wł. (x) | 0,5   | 0,4   | 0,4   | 0,5   | 0,5   |

### Analiza porównawcza

|          | P/E  |      |      | EV/EBITDA |      |      |
|----------|------|------|------|-----------|------|------|
|          | 21P  | 22P  | 23P  | 21P       | 22P  | 23P  |
| minimum  | 3,5  | 3,2  | 3,1  | 2,9       | 2,4  | 1,6  |
| maksimum | 37,2 | 20,7 | 19,3 | 12,9      | 11,0 | 10,5 |
| mediana  | 15,6 | 10,8 | 9,8  | 6,3       | 6,0  | 5,1  |
| waga     | 25%  | 13%  | 13%  | 25%       | 13%  | 13%  |

### Podsumowanie DCF

| (mln PLN)                        |               |
|----------------------------------|---------------|
| beta                             | 1,0           |
| wzrost FCF po prognozie          | 2,0%          |
| zdyskontowana wartość FCF        | 2 998         |
| dług netto                       | 898           |
| inne korekty                     | 1             |
| <b>wycena DCF na akcję (PLN)</b> | <b>599,92</b> |

### Wycena

| (PLN)                      | waga | cena          |
|----------------------------|------|---------------|
| porównawcza                | 50%  | 527,29        |
| DCF                        | 50%  | 599,92        |
| cena wynikowa              |      | 563,60        |
| koszt kapitału 9M          |      | 6,3%          |
| <b>cena docelowa za 9M</b> |      | <b>599,16</b> |

## Kernel kupuj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Wysokie ceny słonecznika w sezonie 2020/21 zachęciły lokalnych rolników do zwiększenia areału uprawy (prawie 7 mln ha na sezon 2021/22 - rekord). Duży zasiew z wysokim prawdopodobieństwem implikować będzie rekordowe zbiory słonecznika, a w efekcie mniejszą konkurencję o ziarno i wzrost marży na tłoczeniu w sezonie 2021/22 (już obecnie widać wzrost marży modelowej). Dodatkowo Ministerstwo Rolnictwa Ukrainy oczekuje, że w 2021 roku zbiory zbóż zbliżą się do 75 mln ton, co będzie najwyższym poziomem od 2019 roku. Kernel chcąc skorzystać ze sprzyjających wysokich cen zbóż zabezpieczył większość ceny sprzedaży dla zbiorów w sezonie 2021/22. To implikować będzie utrzymanie wyniku EBITDA w segmencie produkcji rolnej na poziomie ponad 300 mln USD w 2021/22 roku. Po fenomenalnych wynikach za 1-3Q'21 podnosimy naszą prognozę wyniku EBITDA Grupy na 2020/21 rok z 660 mln USD do 710 mln USD. Rekordowe w historii Spółki wyniki finansowe oraz perspektywa spadku wydatków inwestycyjnych po 2021 roku są naszym zdaniem gwarantem zwiększenia strumienia dywidend do akcjonariuszy (oczekujemy 0,10 USD/akcja w 2021/22 roku i 1,47 USD/akcja w 2022/23 roku). Podwyższamy naszą cenę docelową z 71,84 PLN/akcja do 75,85 PLN/akcja oraz podtrzymujemy rekomendację kupuj.

**cena bieżąca**  
**cena docelowa**

54,10 PLN

75,85 PLN

**potencjał zmiany****+40,2%**

|                        | rekomendacja | cena docelowa     | data wydania      |                |
|------------------------|--------------|-------------------|-------------------|----------------|
| <b>nowa</b>            | <b>kupuj</b> | <b>75,85 PLN</b>  | <b>2021-07-06</b> |                |
| poprzednia             | kupuj        | 71,84 PLN         | 2021-03-12        |                |
| <b>Podstawowe dane</b> |              |                   | <b>KER PW</b>     | <b>vs. WIG</b> |
| ticker                 | KER PW       | zmiana 1M         | -8,1%             | -8,9%          |
| ISIN                   | LU0327357389 | zmiana YTD        | +10,7%            | -7,4%          |
| liczba akcji (mln)     | 84,0         | średni obrót 1M   | 6,5 mln PLN       |                |
| MC (mln PLN)           | 4 546,1      | średni obrót 6M   | 8,3 mln PLN       |                |
| EV (mln PLN)           | 8 422,0      | EV/EBITDA 12M fwd | 3,5               | -27,9%         |
| free float             | 60,1%        | EV/EBITDA 5Y avg  | 4,9               | dyskonto       |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln USD)                         | 19/20 | 20/21P        | 21/22P        | 22/23P        | 23/24P |
|-----------------------------------|-------|---------------|---------------|---------------|--------|
| przychody                         | 3 992 | 4 107         | 5 481         | 5 544         | 5 261  |
| EBITDA                            | 346   | 443           | 710           | 604           | 470    |
| marża EBITDA                      | 8,7%  | 10,8%         | 12,9%         | 10,9%         | 8,9%   |
| EBIT                              | 269   | 337           | 605           | 485           | 348    |
| zysk netto                        | 189   | 118           | 356           | 309           | 185    |
| P/E                               | 6,2   | 10,2          | 3,4           | 3,9           | 6,5    |
| P/BV                              | 0,9   | 0,8           | 0,7           | 0,6           | 0,6    |
| EV/EBITDA                         | 5,4   | 5,0           | 3,1           | 3,5           | 4,3    |
| DPS                               | 0,25  | 0,25          | 0,42          | 1,00          | 1,47   |
| DYield                            | 1,7%  | 1,8%          | 2,9%          | 7,0%          | 10,3%  |
| <b>Zmiana prognoz</b>             |       | <b>20/21P</b> | <b>21/22P</b> | <b>22/23P</b> |        |
| EBITDA                            |       | +7,4%         | +13,7%        | -3,3%         |        |
| zysk netto                        |       | +15,8%        | +28,1%        | -7,3%         |        |
| marża olej (USD/t)                |       | -16,2%        | -0,4%         | +2,0%         |        |
| marża infrastruktura (USD/t)      |       | 0,0%          | -11,1%        | -11,1%        |        |
| marża rolnictwo (USD/t)           |       | +9,3%         | +55,3%        | +4,3%         |        |
| sprzerób słonecznika (tys. Ton)   |       | 0,0%          | -5,3%         | -2,5%         |        |
| wolumen rolnictwo (tys. Ton)      |       | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          |        |
| wolumen infrastruktura (tys. Ton) |       | +0,2%         | +8,5%         | +8,5%         |        |

### Rachunek wyników i dane operacyjne

| (mln USD)              | 18/19       | 19/20       | 20/21P      | 21/22P      | 22/23P      |
|------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| EBITDA oleje           | 109         | 152         | 70          | 158         | 159         |
| EBITDA infrastruktura  | 105         | 216         | 421         | 190         | 190         |
| EBITDA rolnictwo       | 182         | 134         | 311         | 311         | 163         |
| EBITDA inne            | -51         | -59         | -83         | -55         | -42         |
| EBITDA/t               | 13          | 19          | 29          | 21          | 16          |
| <b>przepływy oper.</b> | <b>320</b>  | <b>269</b>  | <b>392</b>  | <b>458</b>  | <b>389</b>  |
| amortyzacja            | 76          | 106         | 105         | 120         | 122         |
| kapitał obrotowy       | -173        | -71         | -99         | -71         | -3          |
| <b>przepływy inw.</b>  | <b>-241</b> | <b>-203</b> | <b>-273</b> | <b>-156</b> | <b>-120</b> |
| CAPEX                  | 234         | 173         | 273         | 156         | 120         |
| <b>przepływy fin.</b>  | <b>29</b>   | <b>224</b>  | <b>-169</b> | <b>-224</b> | <b>-261</b> |
| dywidenda/buyback      | -20         | -21         | -35         | -84         | -124        |
| FCF                    | -73         | 178         | 303         | 352         | 331         |
| FCF/EBITDA             | -21%        | 40%         | 43%         | 58%         | 71%         |
| CFO/EBITDA             | 93%         | 61%         | 55%         | 76%         | 83%         |

### Model DCF

| (mln USD)          | 21P   | 22P   | 23P   | 24P   | 25P   | 26P   | 27P   | 28P   | 29P   | 30P   | +     |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| marża olej (USD/t) | 50    | 108   | 103   | 96    | 90    | 84    | 80    | 75    | 72    | 70    | 68    |
| pszenica (USD/t)   | 235   | 220   | 195   | 195   | 195   | 195   | 195   | 195   | 195   | 196   | 197   |
| kukurydza (USD/t)  | 250   | 240   | 190   | 190   | 190   | 190   | 190   | 190   | 190   | 190   | 191   |
| przychody          | 5 481 | 5 544 | 5 261 | 5 324 | 5 391 | 5 452 | 5 496 | 5 539 | 5 582 | 5 636 | 5 638 |
| EBITDA             | 710   | 604   | 470   | 432   | 430   | 410   | 400   | 393   | 385   | 384   | 382   |
| marża EBITDA       | 12,9% | 10,9% | 8,9%  | 8,1%  | 8,0%  | 7,5%  | 7,3%  | 7,1%  | 6,9%  | 6,8%  | 6,8%  |
| EBIT               | 605   | 485   | 348   | 309   | 304   | 282   | 269   | 260   | 249   | 245   | 244   |
| podatek            | 35    | 25    | 15    | 12    | 12    | 10    | 10    | 9     | 8     | 8     | 8     |
| CAPEX              | -273  | -156  | -120  | -122  | -125  | -127  | -130  | -132  | -135  | -138  | -138  |
| kapitał obrotowy   | -99   | -71   | -3    | -23   | -24   | -23   | -22   | -20   | -20   | -21   | -17   |
| FCF                | 303   | 352   | 331   | 274   | 268   | 249   | 238   | 232   | 221   | 217   | 219   |
| PV FCF             | 350   | 352   | 286   | 204   | 173   | 138   | 115   | 96    | 80    | 68    |       |
| WACC               | 15,4% | 15,6% | 15,7% | 15,7% | 15,8% | 15,8% | 15,7% | 15,7% | 15,7% | 15,7% | 15,7% |
| risk-free rate     | 13,0% | 13,0% | 13,0% | 13,0% | 13,0% | 13,0% | 13,0% | 13,0% | 13,0% | 13,0% | 13,0% |

### Bilans

| (mln USD)               | 18/19 | 19/20 | 20/21P | 21/22P | 22/23P |
|-------------------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| aktywa                  | 2 464 | 3 165 | 3 551  | 3 788  | 3 742  |
| aktywa trwałe           | 1 207 | 1 634 | 1 804  | 1 845  | 1 849  |
| kapitał własny          | 1 351 | 1 493 | 1 813  | 2 039  | 2 100  |
| udział mniejszości      | -5    | 1     | 1      | 1      | 1      |
| dług netto              | 691   | 1 017 | 1 019  | 892    | 834    |
| dług netto/EBITDA (x)   | 200%  | 230%  | 144%   | 148%   | 177%   |
| dług netto/kap. wł. (x) | 51%   | 68%   | 56%    | 44%    | 40%    |

### Analiza porównawcza

|          | P/E  |      |      | EV/EBITDA |      |      |
|----------|------|------|------|-----------|------|------|
|          | 21P  | 22P  | 23P  | 21P       | 22P  | 23P  |
| minimum  | 3,0  | 3,8  | 5,6  | 2,1       | 2,0  | 2,2  |
| maksimum | 17,0 | 18,2 | 16,8 | 12,3      | 11,4 | 10,4 |
| mediana  | 12,5 | 12,9 | 11,8 | 6,8       | 7,7  | 6,7  |
| waga     | 10%  | 20%  | 20%  | 10%       | 20%  | 20%  |

### Podsumowanie DCF

| (mln USD)                        |              |
|----------------------------------|--------------|
| beta                             | 1,0          |
| wzrost FCF po prognozie          | 2%           |
| zdyskontowana wartość FCF        | 1 862,2      |
| dług netto                       | 1 052,1      |
| inne korekty                     | 1,5          |
| <b>wycena DCF na akcję (PLN)</b> | <b>54,45</b> |

### Wycena

| (PLN)                      | waga | cena         |
|----------------------------|------|--------------|
| porównawcza                | 50%  | 80,46        |
| DCF                        | 50%  | 54,45        |
| cena wynikowa              |      | 67,45        |
| koszt kapitału 9M          |      | 12,5%        |
| <b>cena docelowa za 9M</b> |      | <b>75,85</b> |

## Mo-BRUK kupuj (podwyższona)

**Jakub Szkopek** +48 22 438 24 03 [jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
**Piotr Poniatowski** +48 22 438 24 09 [piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@mbank.pl)

Po bardzo dobrych wynikach za 1Q'21 oczekujemy, że Mo-BRUK utrzyma w kolejnych dwóch kwartałach wysoką dynamikę wzrostu wyników finansowych w związku z realizacją rekordowego portfela zamówień w zakresie spalania tzw. bomb ekologicznych. Wyraźnym motorem wyników w kolejnych okresach powinny być ponadto dynamicznie rosnące opłaty za przyjęcie odpadów w segmencie zastalania i stabilizacji. Po wyraźnej przecenie ceny akcji podnosimy ponownie naszą rekomendację do kupuj (wcześniej trzymaj), oczekując bardzo dobrych wyników w 2Q'21 oraz 3Q'21. Naszym zdaniem w 2H'21 Spółka może zaraportować nowe wygrane przetargi w obszarze unieszkodliwiania bomb ekologicznych (kilka trwających po 1-1,5 tys. ton odpadów). Dodatkowo liczymy na zmniejszenie przez kolegium odwoławcze wymierzonej przez Marszałka Województwa Dolnośląskiego kary za składowanie odpadów w Wałbrzychu (61 mln PLN). Aktualizujemy nieznacznie nasze prognozy na lata 2021-2023. W efekcie nasza cena docelowa spada do 379,61 PLN/akcja (wcześniej 429,25 PLN/akcja), a nowa rekomendacja to kupuj. Mo-BRUK może naszym zdaniem stać się ciekawą alternatywą na rynku akcji przy scenariuszu rosnących zachorowań na wariant Delta COVID-19 w okresie wakacyjnym (relatywnie odporny profil biznesowy na pandemię).

**cena bieżąca** 326,00 PLN **potencjał zmiany**  
**cena docelowa** 379,61 PLN **+16,4%**

|                    | rekomendacja | cena docelowa     | data wydania |          |
|--------------------|--------------|-------------------|--------------|----------|
| nowa               | kupuj        | 379,61 PLN        | 2021-07-06   |          |
| poprzednia         | trzymaj      | 429,25 PLN        | 2021-05-04   |          |
| Podstawowe dane    |              |                   | MBR PW       | vs. WIG  |
| ticker             | MBR PW       | zmiana 1M         | +1,9%        | +1,2%    |
| ISIN               | PLMOBRK00013 | zmiana YTD        | +55,3%       | +37,2%   |
| liczba akcji (mln) | 3,5          | średni obrót 1M   | 2,1 mln PLN  |          |
| MC (mln PLN)       | 1 145,2      | średni obrót 6M   | 3,6 mln PLN  |          |
| EV (mln PLN)       | 1 079,6      | EV/EBITDA 12M fwd | 9,9          | -0,6%    |
| free float         | -            | EV/EBITDA 5Y avg  | 9,9          | dyskonto |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)             | 2019  | 2020         | 2021P        | 2022P        | 2023P |
|-----------------------|-------|--------------|--------------|--------------|-------|
| przychody             | 131   | 178          | 219          | 241          | 261   |
| EBITDA skor.          | 57    | 100          | 128          | 136          | 144   |
| marża EBITDA          | 43,6% | 56,1%        | 58,4%        | 56,4%        | 55,2% |
| EBIT skor.            | 51    | 94           | 121          | 127          | 136   |
| zysk netto skor.      | 41    | 76           | 97           | 103          | 110   |
| P/E skor.             | 28,7  | 15,0         | 11,7         | 11,2         | 10,4  |
| P/BV                  | 8,8   | 7,0          | 6,1          | 5,4          | 4,7   |
| EV/EBITDA skor.       | 20,2  | 11,0         | 8,5          | 7,8          | 7,2   |
| DPS                   | 4,82  | 13,76        | 20,15        | 22,20        | 23,39 |
| DYield                | 1,5%  | 4,2%         | 6,2%         | 6,8%         | 7,2%  |
| <b>zmiana prognoz</b> |       | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> | <b>2023P</b> |       |
| przychody             |       | -8,3%        | -12,6%       | -15,6%       |       |
| EBITDA                |       | +0,8%        | -1,9%        | -2,6%        |       |
| wol. Spalanie         |       | +10,0%       | 0,0%         | -6,5%        |       |
| wol. Stabilizacja     |       | -16,4%       | -15,1%       | -13,9%       |       |
| wol. RDF              |       | -27,3%       | -25,0%       | -23,1%       |       |
| ceny Spalanie         |       | -10,0%       | -14,3%       | -18,2%       |       |
| ceny Stabilizacja     |       | +12,2%       | +12,2%       | +12,2%       |       |
| ceny RDF              |       | +4,9%        | +4,9%        | +4,9%        |       |

### Wyniki i przepływy operacyjne

| (mln PLN)              | 2019       | 2020       | 2021P      | 2022P      | 2023P      |
|------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| obroty spalanie        | 37         | 68         | 99         | 99         | 101        |
| obroty stabilizacja    | 52         | 60         | 69         | 85         | 97         |
| obroty RDF             | 26         | 34         | 46         | 52         | 58         |
| przychody na tonę      | 492        | 784        | 903        | 870        | 858        |
| EBITDA na tonę         | 215        | 439        | 528        | 491        | 474        |
| <b>przepływy oper.</b> | <b>40</b>  | <b>74</b>  | <b>101</b> | <b>107</b> | <b>114</b> |
| amortyzacja            | 6          | 6          | 7          | 9          | 8          |
| kapitał obrotowy       | -6         | -5         | -10        | -7         | -6         |
| <b>przepływy inw.</b>  | <b>-1</b>  | <b>5</b>   | <b>-9</b>  | <b>-17</b> | <b>-6</b>  |
| CAPEX                  | -2         | 10         | -9         | -17        | -6         |
| <b>przepływy fin.</b>  | <b>-27</b> | <b>-57</b> | <b>-73</b> | <b>-80</b> | <b>-82</b> |
| dywidenda/buyback      | -17        | -48        | -71        | -78        | -82        |
| FCF                    | 40         | 87         | 85         | 88         | 105        |
| FCF/EBITDA             | 71%        | 87%        | 67%        | 65%        | 73%        |
| CFO/EBITDA             | 71%        | 74%        | 79%        | 78%        | 79%        |

### Bilans

| (mln PLN)               | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|-------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| aktywa                  | 190  | 209  | 231   | 252   | 277   |
| aktywa trwałe           | 134  | 120  | 119   | 125   | 120   |
| kapitał własny          | 132  | 163  | 189   | 214   | 242   |
| udział mniejszości      | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| dług netto              | -13  | -49  | -66   | -78   | -104  |
| dług netto/EBITDA (x)   | -23% | -47% | -51%  | -57%  | -72%  |
| dług netto/kap. wł. (x) | -10% | -30% | -35%  | -36%  | -43%  |

### Analiza porównawcza

|          | P/E  |      |      | EV/EBITDA |      |      |
|----------|------|------|------|-----------|------|------|
|          | 21P  | 22P  | 23P  | 21P       | 22P  | 23P  |
| minimum  | 5,0  | 7,6  | 6,6  | 3,2       | 4,1  | 4,3  |
| maksimum | 59,1 | 34,3 | 27,0 | 18,2      | 15,6 | 12,3 |
| mediana  | 15,1 | 13,8 | 13,9 | 8,8       | 7,9  | 7,8  |
| waga     | 17%  | 17%  | 17%  | 17%       | 17%  | 17%  |

### Model DCF

| (mln PLN)         | 21P   | 22P   | 23P   | 24P   | 25P   | 26P   | 27P   | 28P   | 29P   | 30P   | +     |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ceny Spalanie     | 4 500 | 4 500 | 4 500 | 4 500 | 4 410 | 4 278 | 4 149 | 4 170 | 4 191 | 4 212 | 4 233 |
| ceny Stabilizacja | 490   | 515   | 535   | 535   | 530   | 522   | 514   | 517   | 519   | 522   | 524   |
| ceny RDF          | 575   | 578   | 578   | 578   | 566   | 549   | 533   | 536   | 538   | 541   | 544   |
| przychody         | 219   | 241   | 261   | 274   | 277   | 278   | 278   | 286   | 295   | 303   | 313   |
| EBITDA            | 128   | 136   | 144   | 147   | 143   | 137   | 129   | 130   | 130   | 130   | 131   |
| marża EBITDA      | 58,4% | 56,4% | 55,2% | 53,7% | 51,7% | 49,2% | 46,5% | 45,4% | 44,2% | 42,9% | 41,8% |
| EBIT              | 121   | 127   | 136   | 139   | 135   | 128   | 121   | 122   | 122   | 120   | 122   |
| podatek           | 24    | 25    | 27    | 27    | 26    | 25    | 24    | 24    | 24    | 23    | 24    |
| CAPEX             | -9    | -17   | -6    | -7    | -8    | -8    | -8    | -8    | -9    | -9    | -9    |
| kapitał obrotowy  | -10   | -7    | -6    | -5    | -3    | -3    | -2    | -4    | -4    | -1    | -2    |
| FCF               | 85    | 88    | 105   | 108   | 106   | 101   | 95    | 94    | 94    | 97    | 96    |
| PV FCF            | 82    | 78    | 86    | 81    | 73    | 64    | 56    | 51    | 47    | 44    |       |
| WACC              | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  | 8,5%  |
| risk-free rate    | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  |

### Podsumowanie DCF

| (mln PLN)                        |               |
|----------------------------------|---------------|
| beta                             | 1,0           |
| wzrost FCF po prognozie          | 2%            |
| zyskontowana wartość FCF         | 662,5         |
| dług netto                       | 22,2          |
| inne korekty                     | -64,2         |
| <b>wycena DCF na akcję (PLN)</b> | <b>358,05</b> |

### Wycena

| (PLN)                      | waga | cena          |
|----------------------------|------|---------------|
| porównawcza                | 50%  | 356,11        |
| DCF                        | 50%  | 358,05        |
| cena wynikowa              |      | 357,08        |
| koszt kapitału 9M          |      | 6,3%          |
| <b>cena docelowa za 9M</b> |      | <b>379,61</b> |

## PKP Cargo sprzedaj (bez zmian)

Piotr Poniatowski +48 22 438 24 09 piotr.poniatowski@mbank.pl  
Jakub Szkopek +48 22 438 24 03 jakub.szkopek@mbank.pl

Co prawda dane przewozowe za kwiecień i maj wskazują na wysokie dynamiki wzrostowe (+20-30% r/r), jednakże w naszej opinii jest to głównie związane z efektem bardzo niskiej bazy z roku ubiegłego. W przeciągu pierwszych 5 miesięcy w 2021 r. PKP Cargo wykonało pracę przewozową o ok. 10% wyższą niż w 2020 r. i o ok. 14% niższą niż w 2019 r. W 2Q'21 oczekujemy, że pomimo niskiego dwucyfrowego wzrostu przychodów oraz spadku kosztów pracowniczych to dynamiczne wzrosty kosztów dostępu do infrastruktury i zużycia paliwa/energii spowodują, że Grupa nadal będzie wykazywała ujemną rentowność operacyjną, a wyniki operacyjne będą jedynie nieznacznie lepsze od zeszłorocznych. Po tak słabym półroczu nasza prognoza całorocznego wyniku EBITDA może okazać się zbyt ambitna dla Grupy. Niedawna inwestycja w Gniewczynie, zapowiedzi przetargów na nowe lokomotywy oraz na remont 300 węglarek przypominają o wysokiej wartości nakładów inwestycyjnych, jakie Grupa cały czas musi ponosić. Nie zmieniamy naszego negatywnego nastawienia do spółki. Szansą dla spółki byłoby utrzymanie dynamicznego tempa redukcji zatrudnienia, jakie było obserwowane w zeszłym roku oraz długoterminowe utrzymywanie się znaczącego zapotrzebowania na usługi przewozów masowych (w tym przede wszystkim kruszyw i materiałów budowlanych oraz węgla).

|               |           |                  |
|---------------|-----------|------------------|
| cena bieżąca  | 21,10 PLN | potencjał zmiany |
| cena docelowa | 16,21 PLN | -23,2%           |

|          | rekomenacja | cena docelowa | data wydania |
|----------|-------------|---------------|--------------|
| aktualna | sprzedaj    | 16,21 PLN     | 2021-04-09   |

| Podstawowe dane    |              |                   | PKP PW      | vs. WIG |
|--------------------|--------------|-------------------|-------------|---------|
| ticker             | PKP PW       | zmiana 1M         | -0,5%       | -1,2%   |
| ISIN               | PLPKPCR00011 | zmiana YTD        | +54,0%      | +35,9%  |
| liczba akcji (mln) | 44,8         | średni obrót 1M   | 2,5 mln PLN |         |
| MC (mln PLN)       | 945,0        | średni obrót 6M   | 3,5 mln PLN |         |
| EV (mln PLN)       | 3 317,8      | EV/EBITDA 12M fwd | 4,0         | +0,8%   |
| free float         | 67,0%        | EV/EBITDA 5Y avg  | 3,9         | premia  |

### Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)                  | 2019  | 2020  | 2021P | 2022P | 2023P |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| przychody                  | 4 782 | 4 076 | 4 362 | 4 694 | 4 946 |
| EBITDA skor.               | 830   | 460   | 722   | 821   | 862   |
| marża EBITDA               | 17,4% | 11,3% | 16,5% | 17,5% | 17,4% |
| EBIT skor.                 | 114   | -307  | -57   | 40    | 116   |
| zysk netto skor.           | 6     | -345  | -109  | -26   | 31    |
| P/E skor.                  | 165,8 | -     | -     | -     | 30,3  |
| P/BV                       | 0,3   | 0,3   | 0,3   | 0,3   | 0,3   |
| EV/EBITDA skor.            | 3,6   | 7,0   | 4,6   | 4,0   | 3,5   |
| DPS                        | 1,50  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  |
| DYield                     | 7,1%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| Zmiana prognoz             |       | 2021P | 2022P | 2023P |       |
| przychody ze sprzedaży     |       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |       |
| EBITDA                     |       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |       |
| zysk netto                 |       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |       |
| praca przewozowa (mln tkm) |       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |       |
| masa towarowa (mln ton)    |       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |       |
| koszty / tkm               |       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |       |

### Wyniki i przepływy operacyjne

| (mln PLN)                | 2019        | 2020        | 2021P       | 2022P       | 2023P       |
|--------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| energia trakcyjna        | 407         | 377         | 421         | 458         | 478         |
| paliwo trakcyjne         | 177         | 116         | 143         | 159         | 165         |
| wynagrodzenia            | 1 737       | 1 638       | 1 553       | 1 631       | 1 756       |
| dostęp do infrastruktury | 573         | 517         | 547         | 599         | 636         |
| pozostałe                | 1 065       | 971         | 991         | 1 027       | 1 048       |
| <b>przepływy oper.</b>   | <b>807</b>  | <b>553</b>  | <b>742</b>  | <b>831</b>  | <b>851</b>  |
| amortyzacja              | 717         | 767         | 778         | 781         | 747         |
| kapitał obrotowy         | 16          | 17          | 14          | 17          | 13          |
| <b>przepływy inw.</b>    | <b>-815</b> | <b>-655</b> | <b>-843</b> | <b>-825</b> | <b>-577</b> |
| CAPEX                    | -1 028      | -659        | -850        | -832        | -585        |
| <b>przepływy fin.</b>    | <b>111</b>  | <b>-146</b> | <b>102</b>  | <b>50</b>   | <b>49</b>   |
| dywidenda/buyback        | -67         | 0           | 0           | 0           | 0           |
| FCF                      | -197        | -23         | -97         | 10          | 277         |
| FCF/EBITDA               | -7%         | -1%         | -3%         | 0%          | 9%          |
| CFO/EBITDA               | 94%         | 95%         | 103%        | 101%        | 99%         |

### Bilans

| (mln PLN)               | 2019  | 2020  | 2021P | 2022P | 2023P |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| aktywa                  | 7 991 | 7 559 | 7 496 | 7 612 | 7 771 |
| aktywa trwałe           | 6 504 | 6 397 | 6 286 | 6 290 | 6 085 |
| kapitał własny          | 3 423 | 3 144 | 3 035 | 3 009 | 3 040 |
| udział mniejszości      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| dług netto              | 2 072 | 2 274 | 2 373 | 2 366 | 2 092 |
| dług netto/EBITDA (x)   | 2,4   | 3,9   | 3,3   | 2,9   | 2,4   |
| dług netto/kap. wł. (x) | 0,6   | 0,7   | 0,8   | 0,8   | 0,7   |

### Analiza porównawcza

|          | P/E  |      |      | EV/EBITDA |      |      | FCF/EV |
|----------|------|------|------|-----------|------|------|--------|
|          | 21P  | 22P  | 23P  | 21P       | 22P  | 23P  | 17-23P |
| minimum  | 3,2  | 2,9  | 2,6  | 4,0       | 3,5  | 4,8  | -2%    |
| maksimum | 41,8 | 32,6 | 30,7 | 17,3      | 15,9 | 15,0 | 12%    |
| mediana  | 19,3 | 15,2 | 16,2 | 7,5       | 7,0  | 7,3  | 3%     |
| waga     | 0%   | 0%   | 50%  | 17%       | 17%  | 17%  | 0%     |

### Model DCF

| (mln PLN)        | 21P    | 22P    | 23P    | 24P    | 25P    | 26P    | 27P    | 28P    | 29P    | 30P    | +      |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| praca przewozowa | 24 495 | 26 063 | 27 129 | 27 370 | 27 017 | 26 418 | 26 350 | 26 958 | 27 864 | 28 621 | 28 435 |
| średnie ceny     | 147    | 149    | 152    | 154    | 156    | 159    | 161    | 163    | 166    | 168    | 171    |
| koszt / tkm      | 181    | 179    | 178    | 179    | 181    | 184    | 186    | 188    | 188    | 190    | 194    |
| przychody        | 4 362  | 4 694  | 4 946  | 5 060  | 5 071  | 5 038  | 5 099  | 5 286  | 5 533  | 5 758  | 5 807  |
| EBITDA           | 722    | 821    | 862    | 883    | 881    | 878    | 873    | 898    | 934    | 962    | 949    |
| marża EBITDA     | 16,5%  | 17,5%  | 17,4%  | 17,4%  | 17,4%  | 17,4%  | 17,1%  | 17,0%  | 16,9%  | 16,7%  | 16,3%  |
| EBIT             | -57    | 40     | 116    | 164    | 184    | 186    | 187    | 229    | 283    | 312    | 290    |
| podatek          | -17    | -4     | 14     | 26     | 31     | 31     | 32     | 42     | 56     | 63     | 58     |
| CAPEX            | -850   | -832   | -585   | -535   | -679   | -730   | -579   | -579   | -558   | -561   | -564   |
| kapitał obrotowy | 14     | 17     | 13     | 6      | 1      | -2     | 3      | 9      | 13     | 11     | 2      |
| FCF              | -97    | 10     | 277    | 328    | 171    | 114    | 265    | 286    | 333    | 349    | 330    |
| PV FCF           | -93    | 9      | 238    | 266    | 130    | 82     | 177    | 177    | 187    | 172    |        |
| WACC             | 6,0%   | 5,8%   | 5,7%   | 5,8%   | 5,9%   | 6,0%   | 6,2%   | 6,4%   | 6,8%   | 7,6%   | 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%  |
| wartość firmy (EV)        | 2 957 |
| dług netto                | 2 274 |
| inne korekty              | 0     |
| wycena DCF na akcję (PLN) | 15,24 |

### Wycena

| (PLN)                      | waga | cena         |
|----------------------------|------|--------------|
| porównawcza                | 0%   | 31,56        |
| DCF                        | 100% | 15,24        |
| cena wynikowa              |      | 15,24        |
| koszt kapitału 9M          |      | 6,3%         |
| <b>cena docelowa za 9M</b> |      | <b>16,21</b> |

## Stalprodukt trzymaj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

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

Po fenomenalnych wynikach za 1Q'21 naszym zdaniem 2Q'21 również będzie dla spółki bardzo udany ze względu na jeszcze wyższe ceny cynku oraz wzrosty cen wyrobów stalowych. 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). Trudno również oczekiwać dalszych wzrostów cen stali na rynku, a zatem efekt FIFO na zapasach będzie już mniej widoczny w 2H'21. Nie zmieniamy naszej rekomendacji dla Grupy Stalprodukt (trzymaj) oraz ceny docelowej (403,06 PLN/akcja).

**cena bieżąca**

383,00 PLN

**potencjał zmiany**

**cena docelowa**

403,06 PLN

**+5,2%**

|          | rekomendacja | cena docelowa | data wydania |
|----------|--------------|---------------|--------------|
| aktualna | trzymaj      | 403,06 PLN    | 2021-06-02   |

| Podstawowe dane    |              |                   | STP PW      | vs. WIG |
|--------------------|--------------|-------------------|-------------|---------|
| ticker             | STP PW       | zmiana 1M         | -2,2%       | -2,9%   |
| ISIN               | PLSTLPD00017 | zmiana YTD        | +30,1%      | +11,9%  |
| liczba akcji (mln) | 5,6          | średni obrót 1M   | 0,7 mln PLN |         |
| MC (mln PLN)       | 2 137,2      | średni obrót 6M   | 1,2 mln PLN |         |
| EV (mln PLN)       | 1 965,5      | EV/EBITDA 12M fwd | 4,0         | +10,5%  |
| 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  | 12,4  | 8,6          | 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%         | 5,8%         | 5,1%         |
| <b>Zmiana prognoz</b>  |       |       | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> | <b>2023P</b> |
| EBITDA (skor.)         |       |       | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| zysk netto (skor.)     |       |       | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| blacha trans. (PLN/t)  |       |       | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| cynk (PLN/t)           |       |       | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| ołów (PLN/t)           |       |       | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| blachy trans. (tys. t) |       |       | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| cynk (tys. t)          |       |       | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| profile (tys. T)       |       |       | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |

### Wyniki i przepływy operacyjne

| (mln PLN)              | 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          |
| <b>przepływy oper.</b> | <b>370</b>  | <b>350</b>  | <b>140</b>  | <b>402</b>  | <b>357</b>  |
| amortyzacja            | 168         | 167         | 160         | 161         | 155         |
| kapitał obrotowy       | 33          | -7          | -368        | 108         | -8          |
| <b>przepływy inw.</b>  | <b>-235</b> | <b>-241</b> | <b>-120</b> | <b>-100</b> | <b>-105</b> |
| CAPEX                  | 243         | 225         | 120         | 100         | 105         |
| <b>przepływy fin.</b>  | <b>-203</b> | <b>-78</b>  | <b>-36</b>  | <b>-127</b> | <b>-111</b> |
| 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           |
| <b>wycena DCF na akcję (PLN)</b> | <b>361,79</b> |

### Wycena

| (PLN)                      | waga | cena          |
|----------------------------|------|---------------|
| porównawcza                | 50%  | 391,29        |
| DCF                        | 50%  | 361,79        |
| cena wynikowa              |      | 376,54        |
| koszt kapitału 9M          |      | 7,0%          |
| <b>cena docelowa za 9M</b> |      | <b>403,06</b> |

## E-commerce

## Allegro

## sprzedaj (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

rozwój wariantu SARS-CoV2 Delta oraz spowolnienie tempa szczepień niosą ryzyko kolejnych ograniczeń w handlu stacjonarnym od września'21. To czynnik, który będzie wspierać sentyment do spółek e-commerce i naszym zdaniem przyczyna wzrostu kursu Allegro w ostatnich dniach. Z drugiej strony, przy obecnym poziomie notowań, walory Allegro nie prezentują się atrakcyjnie na tle zagranicznych spółek porównywalnych (EV/EBITDA'21 dla Allegro = 37,0, a dla Amazon to 23,2x!). Ponadto kluczowe ryzyko konkurencji materializuje się: Amazon ogłosił start polskiego serwisu i buduje obecność nad Wisłą, AliExpress nie kryje zainteresowania polskim rynkiem, nawet Comarch ogłosił zamiary zbudowania przeciwwagi dla Allegro. Odpowiedź Allegro na walkę z konkurencją skupi się na inwestycjach w tanią logistykę (w tym zwłaszcza na dofinansowaniu dostaw), co dalej będzie osłabiać rentowność grupy w długim terminie. Stąd, obecny moment wykorzystalibyśmy do wyjścia z inwestycji w akcje Allegro. Podtrzymujemy nasze niekonsensusowe, negatywne podejście do spółki. Wskazujemy także na dane GUS o handlu za maj'21, które wspierają tezę że handel stacjonarny po ustaniu pandemii częściowo powróci do formy.

cena bieżąca

69,05 PLN

potencjał zmiany

cena docelowa

54,00 PLN

-21,8%

|          | rekomenacja | cena docelowa | data wydania |
|----------|-------------|---------------|--------------|
| aktualna | sprzedaj    | 54,00 PLN     | 2020-11-18   |

| Podstawowe dane    |              |                   | ALE PW        | vs. WIG  |
|--------------------|--------------|-------------------|---------------|----------|
| ticker             | ALE PW       | zmiana 1M         | +17,5%        | +16,8%   |
| ISIN               | LU2237380790 | zmiana YTD        | -18,5%        | -36,6%   |
| liczba akcji (mln) | 1 023,3      | średni obrót 1M   | 100,8 mln PLN |          |
| MC (mln PLN)       | 70 655,8     | średni obrót 6M   | 125,4 mln PLN |          |
| EV (mln PLN)       | 73 906,0     | EV/EBITDA 12M fwd | 31,5          | -5,6%    |
| free float         | 30,2%        | EV/EBITDA 5Y avg  | 33,4          | dyskonto |

## Prognozy Biura maklerskiego mBanku

| (mln PLN)      | 2019  | 2020  | 2021P | 2022P | 2023P |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| przychody      | 2 592 | 3 998 | 4 663 | 5 775 | 7 080 |
| EBITDA         | 1 325 | 1 587 | 1 997 | 2 305 | 2 745 |
| marża EBITDA   | 51,1% | 39,7% | 42,8% | 39,9% | 38,8% |
| EBIT           | 886   | 1 123 | 1 503 | 1 800 | 2 216 |
| zysk netto     | 393   | 419   | 1 079 | 1 341 | 1 697 |
| P/E            | 179,7 | 168,8 | 65,5  | 52,7  | 41,6  |
| P/BV           | 10,6  | 8,7   | 7,5   | 6,5   | 5,6   |
| EV/EBITDA      | 57,9  | 47,3  | 37,0  | 31,5  | 25,9  |
| 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 |       |
| przychody      |       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |       |
| EBITDA         |       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |       |
| EBIT           |       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |       |
| zysk netto     |       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |       |
| CAPEX          |       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |       |

## Rachunek wyników i dane operacyjne

| (mln PLN)                 | 2019         | 2020         | 2021P        | 2022P        | 2023P        |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>GMV (mld PLN)</b>      | <b>22,8</b>  | <b>35,1</b>  | <b>40,1</b>  | <b>48,4</b>  | <b>58,0</b>  |
| <b>przychody</b>          | <b>2 592</b> | <b>3 998</b> | <b>4 663</b> | <b>5 775</b> | <b>7 080</b> |
| marketplace               | 2 100        | 3 231        | 3 692        | 4 539        | 5 553        |
| reklama                   | 207          | 338          | 364          | 448          | 548          |
| porównywanie cen          | 146          | 190          | 220          | 256          | 296          |
| 1P                        | 115          | 217          | 361          | 506          | 657          |
| inne                      | 25           | 22           | 25           | 26           | 27           |
| <b>EBITDA skorygowana</b> | <b>1 338</b> | <b>1 750</b> | <b>2 037</b> | <b>2 415</b> | <b>2 855</b> |
| marża                     | 51,6%        | 43,8%        | 43,7%        | 41,8%        | 40,3%        |
| amortyzacja               | 439          | 464          | 494          | 505          | 529          |
| <b>EBIT</b>               | <b>886</b>   | <b>1 123</b> | <b>1 503</b> | <b>1 800</b> | <b>2 216</b> |
| marża                     | 34,2%        | 28,1%        | 32,2%        | 31,2%        | 31,3%        |
| dział. finansowa i inne   | 373          | -506         | 154          | 124          | 94           |
| podatek                   | -120         | -198         | -270         | -335         | -424         |
| <b>zysk netto</b>         | <b>393</b>   | <b>419</b>   | <b>1 079</b> | <b>1 341</b> | <b>1 697</b> |

## Model DCF

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

## Bilans i CF

| (mln PLN)             | 2019         | 2020         | 2021P        | 2022P        | 2023P        |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>CF operacyjny</b>  | <b>1 247</b> | <b>1 510</b> | <b>1 717</b> | <b>2 039</b> | <b>2 385</b> |
| CFO/EBITDA            | 93%          | 86%          | 84%          | 84%          | 84%          |
| <b>CAPEX</b>          | <b>-143</b>  | <b>-231</b>  | <b>-450</b>  | <b>-600</b>  | <b>-566</b>  |
| aktywa ogółem         | 14 278       | 15 148       | 15 469       | 16 070       | 17 051       |
| kapitał własny        | 6 670        | 8 090        | 9 426        | 10 867       | 12 665       |
| <b>dług netto</b>     | <b>6 019</b> | <b>4 423</b> | <b>3 250</b> | <b>1 987</b> | <b>314</b>   |
| dług netto/EBITDA (x) | 4,5          | 2,5          | 1,6          | 0,8          | 0,1          |

## Analiza porównawcza

|          | P/E   |       |       | EV/EBITDA |       |       |
|----------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|
|          | 2020P | 2021P | 2022P | 2020P     | 2021P | 2022P |
| minimum  | 14,2  | 13,2  | 11,8  | 9,7       | 9,3   | 8,5   |
| maksimum | 967,8 | 440,0 | 177,8 | 234,4     | 178,8 | 95,0  |
| mediana  | 51,4  | 39,8  | 31,3  | 27,4      | 21,5  | 16,8  |
| waga     | 0%    | 25%   | 25%   | 0%        | 25%   | 25%   |

## Podsumowanie DCF

| (mln PLN)                 |        |
|---------------------------|--------|
| beta                      | 1,0    |
| wzrost FCF po prognozie   | 4,0%   |
| zdyskontowana wartość FCF | 49 805 |
| dług netto MSSFI6         | 4 317  |
| inne korekty              | 0      |
| wycena DCF na akcję (PLN) | 61,35  |

## Wycena

| (PLN)                      | waga | cena         |
|----------------------------|------|--------------|
| porównawcza                | 50%  | 40,09        |
| DCF                        | 50%  | 61,35        |
| cena wynikowa              |      | 50,77        |
| koszt kapitału 9M          |      | 6,4%         |
| <b>cena docelowa za 9M</b> |      | <b>54,00</b> |

#### 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 ekwiwalenty; **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 księgową), 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

**PRZEWAGAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku

**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku

**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

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

**KUPUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%

**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%

**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%

**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. 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, Sygnity. 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](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, Sygnity, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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

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

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich.

Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

Sporządzanie nowych rekomendacji zakończyło się 6 lipca 2021 o godzinie 8:00.

Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 6 lipca 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, Energoaparatúra, 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, NWA 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, Rawplug, 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](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 założonych prognozytycznych 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 prognozytycznych wpływu dywidendy na model.

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

|                         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|-------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Agora</b>            | Axel Springer, Cinemark Holdings, Cineworld, Daily Mail&General, IMAX Corp, JC Decaux, Lagardere, Sanoma, Schibsted, Stroeer Media                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>Allegro</b>          | Alibaba, Amazon, Asos, Boohoo, Ebay, Etsy, Global Fashion Group, Jd.Com, Lojas Americanas, Magazine Luiza, Mercadolibre, Overstock.Com, Via Varejo, Vipshop Holdings, Zalando, Zozo                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <b>Asseco Poland</b>    | Atos, CAP Gemini, Comarch, Computacenter, Fiserv, Indra Sistemas, Oracle, Sage Group, SAP, Software AG                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| <b>CEZ</b>              | EDF, EDP, Endesa, Enea, Enel, Enrga, EON, Innogy, PGE, RWE, Tauron                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>Ciech</b>            | Akzo Nobel, BASF, Bayer, Ciner Resources, GHCL, Hongda Xindye, Huntsman, ICI Pakistan, MISR Chemical, PCC Rokita, OCI, Qingdao, Sesoda, Shandong Haihua, Soda Samayii, Solvay, Tangshan Sanyou Chemical, Tata Chemicals, Tessenderlo Chemie, Wacker Chemie                                                                                                                                                                                                |
| <b>Cognor</b>           | AK Steel, Alumetal, ArcelorMittal, Baoshan Iron & Steel, Commercial Metals, HeSteel, Hitachi Metals, Hyundai Steel, JFE Holdings, JSW Steel, Kloeckner & Co, Metalurgica Gerdau, Nippon Yakin Kogyo, Nucor, Olympic Steel, Outokumpu, POSCO, Salzgitter, SSAB, Steel Authority Of India, Steel Dynamics, Tata Steel, thyssenkrupp, United States Steel Corp, voestalpine                                                                                  |
| <b>Comarch</b>          | Asseco Poland, Atos, CAP Gemini, Computacenter, Fiserv INC, Indra Sistemas, Oracle Corp, Sage Group, SAP, Software AG, Tieto                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| <b>Cyfrowy Polsat</b>   | BT Group, Comcast, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Iliad, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Netia, O2 Czech, Orange, Orange Polska, Shaw Communications, Talktalk Telecom, Tele2, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group                                                                                                                                                |
| <b>Famur</b>            | Caterpillar, Epiroc, Komatsu, Sandvik, Weir Group, Metso, Flsmidth                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>Grupa Azoty</b>      | Acron, Agrium, CF Industries, Israel Chemicals, K+S, Mosaic, Phosagro, Potash, Yara                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <b>JSW</b>              | Alliance Resource Partners, Arch Coal, Banpu Public, BHP Billiton, Bukit Asam, China Coal, Cloud Peak Energy, Cokal, Henan Shenhua, LW Bogdanka, Natural Resource Partners, Peabody Energy, Rio Tinto, Semirara Mining and Power, Shaanxi Heima, Shanxi Xishan Coal & Elec, Shougang Fushan Resources, Stanmore Coal, Teck Resources, Terracom, Walter Energy, Warrior Met Coal, Yanzhou Coal Mining                                                      |
| <b>Kernel</b>           | ADM, Anderssons, Astarta, Avangard, Bunge, China Agri Industries, Felda Global, Golden Agri Resources, GrainCorp, IMC, MHP, Milkiland, Nisshin Oillio Group, Ovostar, Wilmar                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| <b>Kęty</b>             | Alcoa, Alumetal, Amag, Amcor, Bemis, Century Aluminium, China Hongoiao, Constelium, Fuji Seal, Kaiser Aluminium, Mercor, Midas Holdings, Nippon Light Metal, Norsk Hydro, UACJ, United CO Rusal                                                                                                                                                                                                                                                           |
| <b>KGHM</b>             | Anglo American, Antofagasta, BHP Billiton, Boliden, First Quantum Minerals, Freeport-McMoRan, Grupo Mexico, KAZ Minerals, Hudbay, Lundin, MMC Norilsk Nickel, OZ Minerals, Rio Tinto, Sandfire Resources, Southern Copper, Vedanta Resources                                                                                                                                                                                                              |
| <b>Kruk</b>             | Arrow Global, Collection House, Credit Corp, Encore Capital, Intrum, PRA Group                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>Lotos, MOL</b>       | Aker BP, Bashneft, BP, ENI, Gazpromneft, Hellenic, Lotos, Lukoil, MOL, Motor Oil, Neste, OMV, OMV Petrom, PKN, Repsol, Rosneft, Saras, Shell, Statoil, Total, Tullow Oil, Tupras                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <b>Mo-BRUK</b>          | Advanced Disposal Services, Alumetal, Ambipar Participacoes, Asahi Holdings, Befesa, Biffa, Bingo Industries, Charah Solutions, China Resource and Enviro, Cleacaway Waste Management, Cognor, Commercial Metals, Daiseki, GFL Environmental, Insun, Lassila & Tikanoja, Renewi, Schnitzer Steel, Seche Environment, Sims Metal, Tervita, US Ecology, Waste Management, Wolverine Energy                                                                  |
| <b>Orange Polska</b>    | BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Mobile Telesystems, Netia, O2 Czech, Orange, Rostelecom, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group                                                                                                                                                                             |
| <b>PGNiG</b>            | AZA, BP, Centrica, Enagas, Endesa, Enea, Enrga, Engie, ENI, EON, Galp Energia, Gas Natural, Gazprom, Hera, MOL, Novatek, OMV, Red Electrica, Romgaz, RWE, Shell, Snam, Statoil, Total                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <b>PKN Orlen</b>        | Braskem, Dow Chemical, Eastman, Formosa Plastics, Hellenic Petroleum, Huntsman, Lotos, Lotte, Lyondellbasell, Mitsubishi, Mitsui Chemicals, MOL, Motor Oil, Neste, OMV, OMV Petrom, Petronas, Saras, Tupras, Westlake Chemical                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>PKP Cargo</b>        | Aurizon Holdings, Canadian National Railway, Canadian Pacific Railway, Center for Cargo Container, China Railway Group, China Railway Tielong Container Logistics, CSX Corp, Daqin Railway, Global Ports Holding, Globaltrans Investment, Hamburger Hafen und Logistik, Hub Group, Kansas City Southern, Kuehne + Nagel International, Log-In Logistica Intermodal, Nikkon Holdings, Norfolk Southern Corp, Rumo, Tidewater Midstream, Union Pacific Corp |
| <b>Polenergia</b>       | Abo Wind, Avangrid, Azure Power Global, Boralex, Cez, Clearway Energy, E.ON, EDF, EDP, EDP Renovaveis, Elia Group, Encavis, Endesa, Enel, Engie, Eolus Wind, EVN, Falck Renewables, Fortum, Iberdrola, Iren, National Grid, Neoen, Orsted, PNE, Red Electrica, Redes Energeticas, Renova, RWE, Scatec Solar, Solaria Energia, SSE, Terna, Terna Energy, Tilt Renewables, Transalta Renewables, Xcel Energy                                                |
| <b>Stalprodukt</b>      | Baoshan Iron and Steel, Befesa, Boliden, Cleveland Cliffs, Gem, Hinustan Zinc, Kloeckner, Korea Zinc, Material Technologies, Novolipetsk Steel, Nyrstar, Posco, Salzgitter, SSAB, Tata Steel, ThyssenKrupp, Umicore, United States Steel, Vallourec, Voestalpine, Yechiu Metal Recycling                                                                                                                                                                  |
| <b>Sygnity</b>          | Aileron, Asseco Business Solutions, Asseco Poland, Asseco South Eastern Europe, Atende, Comarch                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| <b>Wirtualna Polska</b> | eBay, Facebook, Google, Mail.ru, Sina, Yahoo Japan, Yandex                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |

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

| rekomendacja             | zawieszona | sprzedaj   | trzymaj    |
|--------------------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2021-05-07 | 2021-03-02 | 2020-09-02 |
| cena docelowa (PLN)      | -          | 493,00     | 493,00     |
| kurs z dnia rekomendacji | 501,00     | 558,00     | 482,00     |

**AC**

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

**Agora**

| rekomendacja             | trzymaj    | akumuluj   |
|--------------------------|------------|------------|
| data wydania             | 2021-07-06 | 2020-12-08 |
| cena docelowa (PLN)      | 10,60      | 7,60       |
| kurs z dnia rekomendacji | 10,40      | 6,96       |

**Ailleron**

| rekomendacja             | równoważ   |
|--------------------------|------------|
| data wydania             | 2020-05-05 |
| cena docelowa (PLN)      | -          |
| kurs z dnia rekomendacji | 626        |

**Alior Bank**

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

**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 |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 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 |
| 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      |

**Amica**

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

**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      |

**Aparator**

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

**Asseco BS**

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

**Asseco Poland**

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

**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   |
|--------------------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2021-05-31 | 2020-12-08 | 2020-09-09 |
| cena docelowa (PLN)      | -          | -          | -          |
| kurs z dnia rekomendacji | 329        | 2,87       | 3,39       |

**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    |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 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 |
| cena docelowa (PLN)      | -          | 172,60     | 232,00     | 232,00     | 232,00     | 445,10     | 421,60     | 429,10     | 429,10     |
| kurs z dnia rekomendacji | 156,52     | 183,00     | 240,30     | 305,80     | 267,70     | 425,10     | 381,20     | 382,60     | 440,70     |

**CEZ**

| rekomendacja             | kupuj      | kupuj      | kupuj      | kupuj      | kupuj      |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2021-07-06 | 2021-06-02 | 2021-04-09 | 2020-11-20 | 2020-10-02 |
| cena docelowa (CZK)      | 722,14     | 759,63     | 693,24     | 601,40     | 514,80     |
| kurs z dnia rekomendacji | 598,00     | 631,00     | 565,00     | 468,00     | 438,00     |

**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             | kupuj      | trzymaj    | kupuj      | kupuj      | kupuj      | kupuj      | kupuj      |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2021-06-18 | 2021-04-09 | 2021-03-05 | 2021-02-10 | 2020-12-08 | 2020-09-25 | 2020-08-04 |
| cena docelowa (PLN)      | 4,30       | 3,19       | 3,19       | 2,89       | 2,29       | 2,03       | 1,98       |
| kurs z dnia rekomendacji | 3,57       | 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   |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2021-05-07 | 2021-04-09 | 2021-03-02 | 2020-12-08 | 2020-07-02 |
| cena docelowa (PLN)      | -          | 290,80     | 263,10     | 263,10     | 155,60     |
| kurs z dnia rekomendacji | 247,30     | 266,60     | 248,80     | 269,80     | 199,10     |

**Enea**

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

**Energa**

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

**Erste Group**

| rekomendacja             | akumuluj   | trzymaj    | kupuj      | kupuj      | kupuj      |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2021-07-06 | 2021-06-02 | 2021-04-09 | 2020-12-08 | 2020-08-10 |
| cena docelowa (EUR)      | 34,06      | 34,06      | 34,06      | 30,58      | 26,00      |
| kurs z dnia rekomendacji | 31,57      | 34,05      | 29,27      | 24,95      | 19,85      |

**Eurocash**

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

**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  |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2021-05-31 | 2021-01-29 | 2020-12-08 | 2020-09-30 | 2020-08-28 |
| cena docelowa (PLN)      | -          | -          | -          | -          | -          |
| kurs z dnia rekomendacji | 5990       | 43,50      | 38,80      | 32,40      | 28,85      |

**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      |
|--------------------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2021-04-19 | 2020-11-19 | 2020-11-05 |
| cena docelowa (PLN)      | 49,50      | 36,45      | 37,64      |
| kurs z dnia rekomendacji | 43,25      | 35,60      | 29,60      |

**ING BSK**

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

**Jeronimo Martins**

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

**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      | kupuj      |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2021-07-06 | 2021-03-12 | 2021-01-27 | 2020-12-08 | 2020-11-05 | 2020-09-23 |
| cena docelowa (PLN)      | 75,85      | 71,84      | 62,93      | 57,39      | 53,66      | 56,35      |
| kurs z dnia rekomendacji | 54,10      | 54,00      | 54,50      | 46,75      | 39,00      | 39,90      |

**Grupa Kęty**

| rekomendacja             | trzymaj    | trzymaj    | trzymaj    | trzymaj    | trzymaj    | trzymaj    |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2021-07-06 | 2021-06-02 | 2021-04-09 | 2020-12-08 | 2020-11-05 | 2020-09-02 |
| cena docelowa (PLN)      | 599,16     | 553,55     | 534,23     | 472,99     | 422,81     | 465,74     |
| kurs z dnia rekomendacji | 679,00     | 610,00     | 569,00     | 449,50     | 410,00     | 482,50     |

**KCHM**

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

**Komercni Banka**

| rekomendacja             | akumuluj   | trzymaj    | kupuj      | trzymaj    | akumuluj   | kupuj      | akumuluj   | kupuj      |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2021-07-06 | 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     | 804,77     | 682,02     | 682,02     | 618,97     | 618,97     | 618,97     |
| kurs z dnia rekomendacji | 779,00     | 798,50     | 680,00     | 659,00     | 616,00     | 484,50     | 534,00     | 529,00     |

**Kruk**

| rekomendacja             | akumuluj   | akumuluj   | trzymaj    | kupuj      | kupuj      |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2021-07-06 | 2021-06-09 | 2021-02-02 | 2020-12-08 | 2020-09-03 |
| cena docelowa (PLN)      | 288,46     | 295,77     | 174,96     | 174,96     | 183,17     |
| kurs z dnia rekomendacji | 267,00     | 265,80     | 168,30     | 142,30     | 156,70     |

**Kruszwica**

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

**Lotos**

| rekomendacja             | akumuluj   | akumuluj   | kupuj      | kupuj      | kupuj      | kupuj      | akumuluj   | trzymaj    |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2021-07-06 | 2021-06-02 | 2021-04-09 | 2021-03-25 | 2020-12-08 | 2020-10-02 | 2020-09-02 | 2020-07-02 |
| cena docelowa (PLN)      | 60,75      | 53,39      | 53,39      | 54,00      | 49,01      | 47,09      | 47,09      | 55,87      |
| kurs z dnia rekomendacji | 54,40      | 52,80      | 45,15      | 42,44      | 37,30      | 34,00      | 39,22      | 60,14      |

**LPP**

| rekomendacja             | zawieszona | akumuluj   | akumuluj   | kupuj      | kupuj      | kupuj      | akumuluj   | akumuluj   |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 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 |
| cena docelowa (PLN)      | -          | 9 300,00   | 8 500,00   | 8 500,00   | 7 600,00   | 7 900,00   | 7 900,00   | 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   |

**Mangata**

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

**Millennium**

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

## Mo-BRUK

| rekomendacja             | kupuj      | trzymaj    | akumuluj   | kupuj      |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2021-07-06 | 2021-05-04 | 2021-04-09 | 2021-01-11 |
| cena docelowa (PLN)      | 379,61     | 429,25     | 426,72     | 387,49     |
| kurs z dnia rekomendacji | 326,00     | 409,00     | 396,00     | 246,00     |

## MOL

| rekomendacja             | kupuj      | trzymaj    | kupuj      | akumuluj   | kupuj      | kupuj      | kupuj      | akumuluj   |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2021-07-06 | 2021-04-09 | 2021-03-25 | 2021-02-02 | 2020-12-08 | 2020-09-02 | 2020-08-04 | 2020-07-02 |
| cena docelowa (HUF)      | 2 816,00   | 2 294,00   | 2 571,00   | 2 379,00   | 2 379,00   | 1 976,00   | 2 158,00   | 2 158,00   |
| kurs z dnia rekomendacji | 2 378,00   | 2 150,00   | 2 184,00   | 2 220,00   | 2 002,00   | 1 686,00   | 1 722,00   | 1 821,00   |

## 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             | zawieszona | trzymaj    | trzymaj    |
|--------------------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2021-07-06 | 2020-12-08 | 2020-08-04 |
| cena docelowa (PLN)      | -          | 4,70       | 4,40       |
| kurs z dnia rekomendacji | 6,92       | 4,50       | 4,46       |

## Orange Polska

| rekomendacja             | kupuj      | kupuj      |
|--------------------------|------------|------------|
| data wydania             | 2020-12-08 | 2020-07-30 |
| cena docelowa (PLN)      | 820        | 830        |
| kurs z dnia rekomendacji | 6,52       | 7,07       |

## 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      |
|--------------------------|------------|------------|
| data wydania             | 2021-04-19 | 2020-11-19 |
| cena docelowa (PLN)      | 102,00     | 75,93      |
| kurs z dnia rekomendacji | 76,24      | 57,94      |

## 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       |

## PCNiG

| rekomendacja             | akumuluj   | trzymaj    | akumuluj   | akumuluj   | kupuj      | kupuj      | akumuluj   | kupuj      | kupuj      |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2021-07-06 | 2021-06-02 | 2021-04-09 | 2021-02-02 | 2020-12-08 | 2020-09-22 | 2020-09-02 | 2020-08-04 | 2020-07-02 |
| cena docelowa (PLN)      | 7,45       | 6,84       | 6,84       | 6,39       | 5,97       | 5,94       | 5,94       | 5,94       | 5,23       |
| kurs z dnia rekomendacji | 6,58       | 6,47       | 6,45       | 5,72       | 5,21       | 4,56       | 5,15       | 5,10       | 4,63       |

## PKN Orlen

| rekomendacja             | redukuj    | trzymaj    | trzymaj    | trzymaj    | trzymaj    |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2021-07-06 | 2021-03-25 | 2020-12-08 | 2020-09-02 | 2020-07-02 |
| cena docelowa (PLN)      | 70,59      | 60,64      | 58,40      | 56,37      | 67,72      |
| kurs z dnia rekomendacji | 77,80      | 62,82      | 59,60      | 50,32      | 63,28      |

## PKO BP

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

## 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   |
|--------------------------|------------|------------|
| data wydania             | 2020-12-08 | 2020-09-30 |
| cena docelowa (PLN)      | -          | -          |
| kurs z dnia rekomendacji | 1,91       | 1,65       |

**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    |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2021-04-19 | 2020-11-19 | 2020-08-04 | 2020-07-02 |
| cena docelowa (PLN)      | 283,70     | 238,14     | 179,37     | 179,37     |
| kurs z dnia rekomendacji | 211,80     | 175,20     | 152,50     | 174,50     |

**Skarbiec Holding**

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

**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   |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2021-05-07 | 2021-04-09 | 2020-12-08 | 2020-11-05 | 2020-09-02 | 2020-07-02 |
| cena docelowa (PLN)      | -          | 702,00     | 724,00     | 722,00     | 623,00     | 592,00     |
| kurs z dnia rekomendacji | 420,00     | 496,60     | 525,00     | 640,00     | 548,00     | 548,00     |

**TIM**

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

**VRG**

| rekomendacja             | zawieszona | akumuluj   | kupuj      | akumuluj   |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2021-07-06 | 2021-04-23 | 2020-09-23 | 2020-07-02 |
| cena docelowa (PLN)      | -          | 3,65       | 3,14       | 2,43       |
| kurs z dnia rekomendacji | 3,64       | 3,33       | 2,51       | 2,33       |

**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 S.A.**  
Prosta 18  
00-850 Warszawa  
<http://www.mbank.pl/>

## Departament Analiz

Kamil Kliszcz  
dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.klischcz@mbank.pl](mailto:kamil.klischcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

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

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

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

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

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

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

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

## Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

### Maklerzy

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

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

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

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

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

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

### Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 82  
[marzena.lempicka-wilim@mbank.pl](mailto:marzena.lempicka-wilim@mbank.pl)

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

## Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański  
dyrektor  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

Jarosław Banasiak  
wicedyrektor  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)