

piątek, 16 lipca 2021 | komentarz specjalny

## Przemysł: Prognozy wyników za 2Q 2021

Amica (AMC.PW; AMC.WA) | rekomendacja: niedoważaj | cena bieżąca: 156,40 PLN

Apator (APT.PW; APT.WA) | rekomendacja: równoważ | cena bieżąca: 24,50 PLN

Boryszew (BRS.PW; BRS.WA) | rekomendacja: równoważ | cena bieżąca 3,50 PLN

Famur (FMF.PW; FMF.WA) | rekomendacja: trzymaj | cena docelowa 2,50 PLN | cena bieżąca 2,24 PLN

Forte (FTE.PW; FTE.WA) | rekomendacja: równoważ | cena bieżąca: 50,30 PLN

Mangata (MGT.PW; ZKA.WA) | rekomendacja: równoważ | cena bieżąca 78,60 PLN

Mo-BRUK (MBR.PW; MBR.WA) | rekomendacja: kupuj | cena docelowa 379,61 PLN | cena bieżąca 321,00 PLN

Opracowanie: Jakub Szkopek +48 22 438 24 03

W 2Q'21 naszym zdaniem pozytywnie wynikami wyróżnić się będzie Mangata i Mo-BRUK. Obie spółki pokażą dwucyfrowe wzrosty wyników finansowych za miniony kwartał, a dodatkowo naszym zdaniem Zarząd Mangaty może pokusić się o podwyższenie swoich całorocznych prognoz. Mo-BRUK naszym zdaniem może pochwalić się nowymi kontraktami na unieszkodliwianie bomb ekologicznych. Wykonanie prognoz po IH'21 będzie na wysokim (56-58%) poziomie, co zwiększa szansę na rewizję w górę całorocznych oczekiwań. Dobry zestaw wyników za 2Q'21 przedstawi również Forte, ale w przypadku tej spółki wysoka baza wyników na 2H'21 może tłumić reakcję inwestorów na wyniki. Szczególnie, że Zarząd w ostatnim czasie zwraca uwagę na presję kosztową oraz problemy z przenoszeniem jej na klientów. Słaby kwartał za sobą naszym zdaniem będą mieć Apator (presja kosztowa) oraz Famur (spadek sprzedaży nowego sprzętu). W wynikach Amica w 2Q'21 będzie widoczna wyraźna presja ze strony kosztów produkcji i frachtu. Mimo tego erozja wyników następuje wolniej niż zakładaliśmy, co może zmusić nas do rewizji w górę naszych całorocznych założeń. Wciąż jednak oczekujemy, że negatywne tendencje na wynikach dalej będą postępować w kolejnych kwartałach.

### Amica

- W 2Q'21 oczekujemy wysokiej 18% r/r dynamiki wzrostu **sprzedaży** w efekcie niskiej bazy zanotowanej w 2Q'20. Najwyższej dynamiki wzrostu obrotów oczekujemy na rynkach wschodnich (+40% r/r), południowych (+25% r/r) oraz zachodnich (+20% r/r). Naszym zdaniem sprzedaż w 2Q'21 może zbliżyć się do tej osiągniętej w 2Q'19, czyli przed pandemią. Na wynikach sprzedażowych negatywnie może zaważyć maj, kiedy branża obserwowała pewne osłabienie sprzedaży.
- Pod presją w 2Q'21 znajdzie się rentowność**, co wynika z obserwowanych wzrostów cen surowców (stali), elektroniki oraz frachtu morskiego. Wyższe r/r powinny być również koszty marketingu.
- Zakładamy, że **rentowność na poziomie EBITDA** będzie w 2Q'21 słabsza zarówno q/q jak i r/r.
- Zakładamy **jednocyfrowy wzrost r/r wyników operacyjnych w 2Q'21** (ze względu na wyższą sprzedaż). Zdecydowanie dynamika będzie niższa niż w 1Q'21 mimo efektu niskiej bazy (2Q'20).
- O ile nasze założenia odnośnie negatywnego wpływu kosztów na wyniki znajdują odzwierciedlenie w rezultatach, to Amica sprawniej niż oczekiwaliśmy daje sobie radę z ich przenoszeniem na klientów. Dlatego też być może będziemy zmuszeni do **rewizji w górę naszych całorocznych założeń**.
- Zarząd przy okazji wyników prawdopodobnie poinformuje, że presja kosztowa na 2H'21 będzie się prawdopodobnie dalej utrzymywać.
- Wyniki za 2Q'21 Amica przedstawi **24 września**.

### Skonsolidowane wyniki kwartalne Grupy Amica

(mln PLN)	2Q'21P	2Q'20	r/r	2021P	YTD*
przychody	686	579	18%	3149	47%
EBITDA	48	46	5%	194	56%
marża EBITDA	7%	8%		6%	
EBIT	32	30	8%	132	59%
zysk netto	25	23	9%	106	56%

Źródło: Amica, prognozy mBanku, \*wykonanie rocznej prognozy

### Apator

- W 2Q'21 oczekujemy słabego kwartału w segmencie **opomiarowania energii elektrycznej** (około 100 mln PLN sprzedaży vs. 120 mln PLN rok wcześniej). Słabo również wyglądać naszym zdaniem będzie rentowność segmentu z uwagi na obserwowane wzrosty cen komponentów elektronicznych, rosnące koszty frachtu oraz wzrosty cen metali (miedź).
- W segmencie **opomiarowania gazu** oczekujemy nieco niższej r/r sprzedaży (64 mln PLN vs. 67 mln PLN rok wcześniej) z uwagi na wysoką bazę porównawczą i przesunięcie części kontraktów. Na rentowności będzie widoczny efekt dźwigni operacyjnej, więc oczekujemy nieco niższej r/r rentowności.
- W segmencie **opomiarowania wody i ciepła** oczekujemy odbudowy sprzedaży po pandemii COVID-19 (70 mln PLN vs. 51 mln PLN). Segment wody i ciepła rekompensować będzie po części spadki w energii elektrycznej, ale nie wystarczy to naszym zdaniem by całkowicie zrekomensować negatywne tendencje po stronie kosztów produkcji.
- Naszym zdaniem w 2Q'21 Apator będzie walczył o **wynik EBITDA** na poziomie 30 mln PLN. Według nas należy oczekiwać dwucyfrowej dynamiki spadku rezultatów, co może być negatywnie odbierane przez rynek, tym bardziej że presja kosztowa i koszty frachtu wciąż będą ciążyć w kolejnych kwartałach.
- Wyniki za 2Q'21 Apator przedstawi **31 sierpnia**.

### Skonsolidowane wyniki kwartalne Grupy Apator

(mln PLN)	2Q'21P	2Q'20	r/r	2021P	YTD*
przychody	234	237	-1%	949	48%
EBITDA	29	33	-12%	179	55%
marża EBITDA	12%	14%		19%	
EBIT	16	20	-22%	125	58%
zysk netto	11	14	-21%	89	58%

Źródło: Apator, prognozy mBanku, \*wykonanie rocznej prognozy

### Boryszew

- W 2Q'21 oczekujemy poprawy sprzedaży i rentowności w segmencie **Automotive** (EBITDA do 39,0 mln PLN z 0,3 mln PLN rok wcześniej). Dobrym wynikiem segmentu sprzyjać będzie słaba PLN (szczególnie w Maflow). Z drugiej strony naszym zdaniem względem poprzedniego kwartału w rentowności segmentu widoczna będzie rosnąca presja ze strony cen surowców.
- Oczekujemy, że rosnące ceny petrochemii negatywnie przekładają się będą na rentowność segmentu **produktów chemicznych** (spadek EBITDA do 5 mln PLN z 8 mln PLN rok wcześniej).
- W segmencie **metali** spadek wyniku będzie rezultatem braku konsolidacji Huty Aluminium w Koninie, która została sprzedana w 4Q'20. Oczekujemy spadku EBITDA do 46 mln PLN z 76 mln PLN rok wcześniej.
- W naszej prognozie zakładamy **20 mln PLN rezerw** na potencjalne działania restrukturyzacyjne w segmencie Automotive oraz wygaszanie produkcji w Hutmen.
- Nasze prognozy po IH'21 będą wykonane w 74% na poziomie EBITDA, co może oznaczać **konieczność rewizji w górę** naszych całorocznych prognoz.
- Wyniki za 2Q'21 Boryszew przedstawi **24 września**.

#### Skonsolidowane wyniki kwartalne Grupy Boryszew

(mln PLN)	2Q'21P	2Q'20	r/r	2021P	YTD*
przychody	1 354	1 231	10%	5 219	54%
EBITDA	93	87	8%	251	74%
marża EBITDA	7%	7%		5%	
EBIT	54	36	50%	84	124%
zysk netto	39	37	7%	39	169%

Źródło: Boryszew, prognozy mBanku, \*wykonanie rocznej prognozy

### Famur

- W 2Q'21 oczekujemy spadku przychodów związanych z **nowymi zamówieniami** na rynek krajowy i eksport (w sumie zamówienia na nowy sprzęt -11% r/r). Odbudowywać względem niskiej bazy 2Q'20 powinny się przychody związane z **działalnością powtarzalną** (Aftermarket) – oczekujemy +15% r/r.
- W 2Q'21 na wyniki Grupy nie będą wpływać **zdarzenia jednorazowe**, jak pomoc z tarczy antykrzysowej – w 2Q'20 saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych wyniosło +14 mln PLN.
- Prawdopodobnie po wynikach (wrzesień) Famur ogłosi zapowiadany **skup akcji własnych** (2,5 PLN/akcja).
- W 2Q'21 liczymy na niski **wolny przepływ gotówki** z uwagi na akumulowanie kapitału obrotowego pod nowy segment związany z budową farm fotowoltaicznych.
- Wyniki za 2Q'21 Famur przedstawi **31 sierpnia**.

#### Skonsolidowane wyniki kwartalne Grupy Famur

(mln PLN)	2Q'21P	2Q'20	r/r	2021P	YTD*
przychody	231	223	4%	1 054	48%
EBITDA	76	112	-32%	318	53%
marża EBITDA	33%	50%		30%	
EBIT	31	70	-55%	169	45%
zysk netto	24	31	-21%	128	50%

Źródło: Famur, prognozy mBanku, \*wykonanie rocznej prognozy

### Forte

- W 2Q'21 oczekujemy, że **sprzedaż zagraniczna** wyniesie 50 mln EUR (+85% r/r), a sprzedaż krajowa 45 mln PLN (+38% r/r). Spółce po stronie przychodowej sprzyjać będzie słaby kurs EUR/PLN.
- Mimo narastające presji kosztowej (ceny drewna, energii, płace, chemikalia, okucia) liczymy, że Grupa w 2Q'21 poprawi **EBITDA** o 239% r/r do 39 mln PLN (efekt niskiej

bazy roku poprzedniego). Naszym zdaniem marża EBITDA spadnie sezonowo q/q w 2Q'21, ale będzie na wyraźnie wyższym poziomie w ujęciu r/r.

- Spółka powinna w 2Q'21 korzystać na **rosnących cenach płyty drewnopochodnej** ze względu na pionową integrację. Fabryka płyty Tanne powinna wyraźnie poprawiać rentowność w 2Q'21.
- Pozytywnie na sentyment w kolejnych kwartałach powinny przekładać się **wysokie wskaźniki sentymentu w niemieckiej branży meblarskiej** (IFO w zakresie bieżącej sytuacji i oczekiwań wyraźnie w obszarze ekspansji). Inwestorzy po wynikach za 2Q'21 mogą zwracać uwagę na **wysoką bazę w 2H'21**, co utrudni poprawę rezultatów w ujęciu r/r.
- Naszym zdaniem na koniec IH'21 **zadłużenie netto** Grupy może zejść poniżej 300 mln PLN, co implikowałoby wskaźnik długu netto do EBITDA około 1,2x.
- Wyniki za 2Q'21 Forte przedstawi **15 września**. Wcześniej spółka prawdopodobnie przedstawi wstępne szacunki Zarządu za miniony kwartał.

#### Skonsolidowane wyniki kwartalne Grupy Forte

(mln PLN)	2Q'21P	2Q'20	r/r	2021P	YTD*
przychody	272	154	76%	1168	49%
EBITDA	39	11	239%	213	46%
marża EBITDA	14%	7%		15%	
EBIT	25	-3	-1077%	157	44%
zysk netto	13	-3	-617%	105	38%

Źródło: Forte, prognozy mBanku, \*wykonanie rocznej prognozy

### Mangata

- W 2Q'21 liczymy na wysoką (41% r/r) dynamikę wzrostu **przychodów ze sprzedaży** wynikającą z odbudowy sprzedaży w segmencie Automotive (+80% r/r) oraz elementów złącznych (+15% r/r). W obu segmentach pozytywnie na obroty przekładać się będą wyższe r/r cenny produktów stalowych. Jedyne w segmencie armatury przemysłowej zakładamy 5% r/r spadek sprzedaży wynikający z relatywnie wysokiej bazy w 2Q'20.
- Wysoki popyt na wyroby dla Motoryzacji oraz duże redukcje kosztów przeprowadzone w 2020 roku naszym zdaniem przekładają się będą na wyraźne **odbicie marży w segmencie Automotive**.
- Pozytywnie na sprzedaż i obroty przekładać się będzie **osłabienie PLN do EUR** (ponad 70% sprzedaży przedmiotem eksportu).
- Przy okazji wyników za 2Q'21 Zarząd naszym zdaniem może **podnieść swoje oczekiwania odnośnie prognoz na 2021 rok**.
- Oczekujemy wzrostu **zadłużenia** w 2Q'21 w związku z wypłatą dywidendy (18,5 mln PLN) do około 130 mln PLN (1,4xEBITDA'12m).
- Wyniki za 2Q'21 Mangata przedstawi **9 września**.

#### Skonsolidowane wyniki kwartalne Grupy Mangata

(mln PLN)	2Q'21	2Q'20	r/r	2021P	YTD*
przychody	171	121	41%	666	53%
EBITDA	27	18	53%	100	55%
marża EBITDA	16%	15%		15%	
EBIT	19	9	98%	65	59%
zysk netto	15	6	154%	52	60%

Źródło: Mangata, prognozy mBanku, \*wykonanie rocznej prognozy

**Mo-BRUK**

- W 2Q'21 oczekujemy utrzymania wysokich cen za przyjęcie odpadów w **segmencie spalania** (średnia 4500 PLN/t) oraz wysokich wolumenów (około 7 tys. ton; 80% wykorzystania mocy). W efekcie sprzedaż segmentu oczekujemy, że wzrośnie o 180% r/r w 2Q'21 do 31,5 mln PLN).
- W **segmencie zestalania i stabilizacji** w 2Q'21 zakładamy 7% r/r wzrost wolumenu przyjętych odpadów przy 40% r/r wyższych średnich cenach. W rezultacie sprzedaż segmentu wzrośnie w 2Q'21 o około 50% r/r do 16,7 mln PLN.
- W **segmencie RDF** zakładamy wyraźną poprawę wolumenów sprzedaży (+76% r/r) w związku z rozpoczęciem eksportu RDF. Z drugiej strony presja na ceny za przyjęcie RDF może być znacząca w 2Q'21, dlatego oczekujemy około 13% r/r spadku średnich cen za przyjęcie odpadów. Zakładamy, że przychody ze sprzedaży segmentu wzrosną o 54% r/r w 2Q'21.
- Przy okazji wyników za 2Q'21 Mo-BRUK może poinformować o kilku mniejszych nowych wgranych w przetargach na unieszkodliwianie bomb ekologicznych, co poprawi perspektywę portfela zamówień na najbliższe kwartały.
- Wykonanie całorocznych prognoz** po IH'21 naszym zdaniem będzie wysokie (56-58% w zależności od poziomu wyników – możliwa rewizja w górę).
- Wyniki za 2Q'21 Mo-BRUK przedstawi **19 sierpnia**.

**Skonsolidowane wyniki kwartalne Grupy Mo-BRUK**

(mln PLN)	2Q'21P	2Q'20	r/r	2021P	YTD*
przychody	62	33	86%	219	56%
EBITDA	36	20	85%	128	58%
marża EBITDA	59%	59%		58%	
EBIT	35	18	92%	121	58%
zysk netto	28	11	160%	97	57%

Źródło: Mo-BRUK, prognozy mBanku, \*wykonanie rocznej prognozy



#### Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

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

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

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

#### Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

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

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

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, 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 opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

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.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

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

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.

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. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego *Przeglądu miesięcznego* przez Biuro maklerskie mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Answear, Asseco Poland, ATM, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BNP Paribas Bank Polska, Boryszew, BOŚ, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, Cognor, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, GPW, Groclin, i2 Development, ING BSK, Kruk, Lokum Deweloper, LW Bogdanka, Mennica Polska, MoBRUK, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA I Dom Maklerski, Opono.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 stosowanych w rekomendacjach:

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

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

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

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

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

## 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

Janusz Pięta  
+48 22 438 24 08  
[janusz.pieta@mbank.pl](mailto:janusz.pieta@mbank.pl)

### 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)