

wtorek, 7 września 2021 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: wrzesień 2021

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

Podtrzymujemy pozytywnie nastawienie do rynku akcji, rekomendując przeważanie spółek cyklicznych, ze szczególnym uwzględnieniem banków.

Ze spółek

Finanse

Sąd Najwyższy nie podjął uchwały ws. kredytów CHF, co było dla nas bazowym scenariuszem. Decyzja ta otwiera pole do zaoferowania ugód, więc liczymy na zdecydowany ruch ze strony PKO, które zgodnie z zapowiedziami powinno ruszyć z ugodami pod koniec września. Uważamy, że taki ruch byłby odebrany pozytywnie, co w połączeniu z rosnącymi oczekiwaniami odnośnie podwyżek stóp procentowych powinno skutkować dalszym wzrostem notowań lokalnych banków. Jednocześnie nadal utrzymujemy przeważanie banków zagranicznych, którym sprzyja otoczenie makroekonomiczne.

Chemia

Utrzymujemy negatywne nastawienie do ATT. Wyraźnie lepiej na wynikach 2Q'21 i pod względem perspektyw wypada Grupa Ciech.

Surowce

Niska proporcja zaszczepionych w krajach będących dużymi producentami surowców może powodować problemy produkcyjne w 2H'21. Wysokie ceny węgla koksującego w 3Q'21 sprzyjają JSW – podnosimy prognozy i wycenę.

Paliwa

Otoczenie makro dla rafinerii kontynuuje poprawę i dlatego preferujemy akcje Lotosu i MOL-a. Utrzymujemy sceptyczne nastawienie do Orlenu ze względu na wyzwania dla wyników w 2H (ceny CO₂ i gazu).

Energetyka

Przy wysokich cenach energii i CO₂ nadal preferujemy akcje CEZ. W Polsce ryzykiem może być zbliżająca się nieuchronnie dyskusja o poziom cen dla klientów końcowych i spekulacje o zmianach w resorcie klimatu.

Telekomunikacja, Media, IT

Po bardzo dobrych wynikach za 2Q'21 i podaniu pozytywnych danych dot. rynku turystyki, podtrzymujemy pozytywne podejście do WPL. Niedawne transakcje infrastrukturalne i dobre odczyty za 2Q'21 powinny dalej wspierać sentyment do telekomów. Po wzroście notowań Asseco Poland o 23% w ciągu ostatnich 3 miesięcy, obniżamy zalecenie inwestycyjne do trzymaj.

Gaming

Wznawiamy pokrycie analityczne dla CD Projekt i Ten Square Games. W krótkim terminie dla CDR kluczowe będą udane premiery wersji gier na konsole next-gen. Lipcowe i sierpniowe dane sprzedażowe gier TEN wskazują na powrót pozytywnych tendencji i potwierdzają dobrą sytuację spółki.

Przemysł

Dobre momentum wyników w 2Q'21 oraz dobre perspektywy na 2H'21 sprzyjają spółkom przemysłowym. Firmy sprawniej niż zakładaliśmy w prognozach przenoszą rosnące koszty na klientów i chętniej dzielą się zyskiem z akcjonariuszami. Obecnie najbardziej atrakcyjne według nas są Cognor, Famur, Forte, Mo-BRUK i Kernel. Unikaliśmy Amica i PKP Cargo.

Handel, E-commerce

Wznawiamy pokrycie analityczne dla Dino i Jeronimo Martins. Amazon wprowadził zmiany w warunkach darmowej dostawy (teraz od 40 PLN). To niedobra wiadomość dla Allegro, do którego podtrzymujemy nasze niekonsensusowe, negatywne nastawienie. Nasz top pick to Answear.

Kluczowe rekomendacje

Pozytywne: Alior, Answear, BNP Paribas BPL, CEZ, CD Projekt, Cognor, Famur, Forte, JSW, KGHM, Kernel, Lotos, Mo-BRUK, MOL, Pekao, PGNiG, PKO BP, Ten Square Games, Wirtualna Polska

Negatywne: Allegro, Amica, Grupa Azoty, PKN Orlen, PKP Cargo

Indeksy	Kurs bieżący	1M	YTD
WIG	72 170	+5,5%	+27%
ATX	3 669	+2,7%	+34%
BUX	52 743	+5,4%	+25%
PX	1 291	+4,2%	+30%

Indeksy sektorowe WIG		1M	YTD
WIG20	2 416	+6,3%	+23%
mWIG40	5 315	+5,9%	+37%
sWIG80	21 252	+1,8%	+35%
Banki	7 830	+13,5%	+64%
Budownictwo	4 505	+2,4%	+23%
Chemia	9 885	+2,5%	+28%
Energia	2 840	+6,4%	+39%
Gaming	24 333	+2,4%	-14%
Górnictwo	5 904	-3,5%	+5%
Informatyka	4 695	+1,3%	+22%
Media	8 582	+3,8%	+42%
Odzież	8 444	-1,0%	+64%
Paliwa	6 459	+1,3%	+30%
Spożywczy	4 498	+4,1%	+24%
Telekomunikacja	1 191	+7,3%	+22%

Top 5 / Worst 5		1M	YTD
Getin Noble Bank	0,57	+208,1%	+152%
Bumeh	4,85	+47,0%	+43%
JSW	48,87	+43,3%	+88%
Millennium	6,72	+29,1%	+106%
ZEPAK	11,85	+28,8%	+28%
Medicalgo	20,40	-13,2%	-10%
Pekabex	22,90	-13,3%	+38%
Serinus Energy	0,75	-14,2%	+204%
CPD	7,65	-18,6%	+20%
Plaza Centers NV	3,34	-38,2%	+106%

Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
Asseco Poland	trzymaj ▼	80,70 PLN ►
CD Projekt	kupuj -	238,00 PLN -
Dino	trzymaj -	322,70 PLN -
Famur	kupuj ▲	3,01 PLN ▲
Jeronimo Martins	trzymaj -	18,10 EUR -
JSW	kupuj ►	62,42 PLN ▲
Mo-BRUK	akumuluj ▼	397,63 PLN ▲
Ten Square Games	akumuluj -	612,00 PLN -

Spis treści

1. Rynek akcji	3
2. Sektory	5
3. Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu	9
4. Zaskoczenia na wynikach spółek w poszczególnych kwartałach	10
5. Prognozy i rekomendacje Biura maklerskiego mBanku na tle konsensusu	13
6. Aktualne rekomendacje Biura maklerskiego mBanku	14
7. Statystyki rekomendacji	15
8. Kalendarium wydarzeń	16
9. Makroekonomia	17
10. Surowce	20
10.1. JSW	20
11. Gaming	21
11.1. CD Projekt	21
11.2. Ten Square Games	22
12. Przemysł	23
12.1. Famur	24
12.2. Mo-BRUK	25
13. Handel	26
13.1. Dino	26
13.2. Jeronimo Martins	27

Rynek akcji

S&P500 przekroczył 4500pkt, DAX osiągnął 16000 pkt, WIG na nowych historycznych szczytach, a WIG20 wybił się z konsolidacji i przebił 2400 pkt. Indeksy potwierdzają dobre otoczenie dla rynku akcji. 1) Nieco słabsze dane od oczekiwań (ale nadal potwierdzające silny impuls wzrostowy zarówno w ujęciu realnym jak i nominalnym) nie napędzają oczekiwań na szybsze zacieśnianie polityki monetarnej, pomimo szybszego wzrostu inflacji; 2) czwarta fala COVID daje nadzieję na kolejny impuls wzrostowy po jej wygaśnięciu (szczególnie w usługach, przywracanie łańcuchów dostaw); 3) oszczędności zbudowane po okresie stymulacji fiskalnej i monetarnej jeszcze przez dłuższy czas powinny podtrzymać wysoki poziom konsumpcji.

Podtrzymujemy pozytywnie nastawienie do rynku akcji i w dalszym ciągu rekomendujemy przeważanie spółek cyklicznych ze szczególnym uwzględnieniem banków. Spowolnienie związane z COVID w USA (po części również w Europie) raczej zmniejszy skalę taperingu (rozpocznie się, ale w mniejszej skali niż zakładali analitycy). W Polsce wysoka inflacja będzie wywierać coraz większą presję na RPP. To (globalnie neutralny sentyment, lokalnie gra na podwyżki stóp) wraz z rozpoczęciem procesu ugód ws. CHF oznacza dobre otoczenie dla sektora finansowego na GPW. Czynnikiem ryzyka pozostaje istotne, negatywne odchylenie makro (strony popytowej) od konsensusu (ze względu na COVID odchylenie in plus mało prawdopodobne) przy wysokich odczytach inflacyjnych oraz sytuacja geopolityczna (w tym dalsza destabilizacja sytuacji na wschodniej granicy kraju).

Inflacja w centrum uwagi

W lipcu inflacja w Polsce (5,4%) i strefie euro (3,0%) osiągnęła najwyższy poziom od ponad dekady i istotnie przekracza cel inflacyjny ww. banków (odpowiednio: 2,5% i 2,0%). Nasila to dyskusję o trafności oceny sytuacji przez banki centralne (FED, ECB - zjawisko przejściowe), co ma kluczowe znaczenie dla tempa normalizacji polityki monetarnej i ryzyka wystąpienie większej korekty na rynkach.

Nadal głównym powodem wzrostu cen jest niedobór surowców i półproduktów, wstrzymujący produkcję przemysłową. Ze względu na to, że producenci nie są w stanie zaspokoić popytu, udaje im się przenosić rosnące koszty na swoich klientów. Wyraźnie widać to w takich branżach jak produkcja samochodów, mebli czy elektroniki. Wskaźniki wyprzedzające wskazują, że łańcuchy dostaw w wielu segmentach są nadal nieodblokowane, co pozwala oczekiwać, że efekt rosnących cen będzie nadal występował w kolejnych miesiącach. Na razie ceny usług jako całości nie rosną istotnie, ale wynika to z efektu czwartej fali pandemii – nadal negatywnie wpływającego na koniunkturę w turystyce. W innych segmentach usług ceny już rosną, przy czym na ogół nadal oscylują na poziomach sprzed pandemii. Czwarta fala COVID zapewne przeciągnie się na kolejne tygodnie, co skutecznie będzie blokować wzrost cen w usługach lotniczych czy turystyce. Szybsze ustąpienie wirusa oznaczałoby przyspieszenie inflacji usługowej. Nawet w scenariuszu COVID -owym kolejne miesiące przyniosą utrzymanie lub wzrost inflacji – szczególnie bazowej w Strefie Euro.

W 2022 roku wąskie gardła w przemyśle powinny być stopniowo przezwyciężane (większe moce produkcyjne, ograniczony wzrost popytu), co powinno obniżyć dynamiki wzrostu cen. Jak na razie w Strefie Euro płace rosną relatywnie wolno (+1,7% w 2Q), na co wpływ ma nadal relatywnie wysoki udział zatrudnionych na niepełny etat (wolne zasoby pracy) jak również fakt, że spowolnienie nadal przeciąga się w wybranych sektorach w związku z COVID. Pozwala to zachować nadzieję, że ECB ma rację twierdząc, że

inflacja nie jest trwała. To perspektywa najbliższego roku. W dłuższym terminie inflacja nadal będzie utrzymywać się na wyższym poziomie niż w ostatniej dekadzie, co będzie efektem: 1) wzrostu płac (osiągnięcie wysokiego poziomu wykorzystania potencjału, efekt luźnej polityki monetarnej i fiskalnej ostatnich lat, starzenie się społeczeństwa), 2) kosztów polityki klimatycznej, 3) protekcyjizmu (w tym nowych, droższych łańcuchów dostaw).

W Polsce wzrost ten jest istotnie większy (8,7%), co naszym zdaniem będzie wywierać presję na RPP. Finalnie, takie otoczenie jest korzystne dla GPW. Stopy/tapering na głównych rynkach akcji nie przyspieszy, co w Polsce nastąpi wcześniej, a to pomaga największemu sektorowi w lokalnych indeksach (banki).

Otoczenie nadal sprzyja akcjom, ale ...

Naszym zdaniem, podobnie jak w latach 2011-14 i 2016-19, optymalnym otoczeniem dla rynku akcji jest umiarkowany wzrost gospodarczy (lekko poniżej konsensusu). Dane zaskakujące in plus będą zwiększały ryzyko szybszego/większego taperingu w USA lub reakcji innych banków centralnych. Dane istotnie poniżej konsensusu, jeśli nie mają wytłumaczenia krótkotrwałymi czynnikami, wzbudzą obawy o koniec cyklu gospodarczego i nieskuteczność polityki stymulacji w ostatnich latach. Na obecną chwilę uważamy, że scenariusz umiarkowanej ścieżki wzrostu jest najbardziej prawdopodobny, na co wpływ mają: 1) czwarta fala COVID (obniżenie wzrostu w usługach, w tym szczególnie w turystyce), 2) cykliczny spadek dynamik wynikający z bazy porównawczej, potwierdzony odczytami PMI, 3) stopniowe nasycenie się popytu odłożonego w okresie pandemii, 4) powolny proces odbudowywania mocy produkcyjnych i łańcuchów dostaw w przemyśle. To oczywiście czynniki „chłodzące” gospodarkę. Po stronie wspierającej, głównym motorem pozostaje skala wcześniejszej stymulacji fiskalno-monetarnej, która nie została jeszcze skonsumowana. Zwracamy również uwagę, że samo rozpoczęcie taperingu również nie musi oznaczać negatywnego wpływu na rynki, bo kluczem pozostaje tu tempo ograniczania zakupów. Jeżeli stopy procentowe w USA miałyby wzrosnąć w 2023/24 roku (Powell), to czasu na ograniczenie skupu aktywów – jako działanie poprzedzające podwyżki – pozostaje dużo.

Dobrym przykładem reakcji rynku, są dużo słabsze dane z amerykańskiego rynku pracy w sierpniu (oczekiwania 750 tys. nowych miejsc pracy, finalny odczyt 235 tys.). Główny powód rozczarowania to w interpretacji analityków wpływ czwartej fali COVID na sektory wrażliwe (hotele, linie lotnicze, rozrywka, restauracje). To nie pozostanie bez wpływu na decyzję FED ... czekamy na koniec epidemii. Innym przykładem są bardzo słabe dane PMI w chińskim przemyśle, które zostały odebrane jako czynnik przybliżający stymulację monetarną.

Naszym zdaniem, dopóki konsument udowadnia swoją siłę, słabsze dane będą interpretowane pozytywnie. W USA fakt, że gospodarstwo domowe nadal utrzymują 2 bln „poduszkę oszczędnościową” pozwala oczekiwać, że boom konsumpcyjny utrzyma się w kolejnych miesiącach. Scenariuszem negatywnym dla rynku, będą wysokie odczyty inflacyjne przy istotnym rozczarowaniu w przypadku danych o sprzedaży detalicznej, silnym spadku cen nieruchomości, etc. Takie otoczenie, będzie wystarczającym powodem do silnej przeceny indeksów. Regularnie podkreślamy, że czynnikiem, który może wywołać silną przecenę akcji jest eskalacja działań związana z niestabilną sytuacją w rejonie Południowo-Wschodniej Azji (USA-Chiny). W tym elemencie, nie widzimy żadnych symptomów deeskalacji. Konsekwencją konfliktu USA-Chiny jest zmiana polityki USA w Europie Środkowo-Wschodniej, a Polska jest jej jednym z głównych poszkodowanych.

Destabilizujące działania na wschodniej granicy

W poprzednim miesiącu zwracaliśmy uwagę, że na wschodniej granicy Polski może dojść do dalszych destabilizujących działań ze strony Rosji, min. w związku z przygotowywanymi manewrami „Zapad 2021” - wpisującymi się w szerszy kontekst geopolityczny (złagodzenie kursu USA w stosunku do Rosji, porozumienie USA z Niemcami). Białoruś rozszerzyła nielegalny „eksport” afgańskich uchodźców z krajów bałtyckich na Polskę, co dodatkowo zwiększa napięcie w regionie. Biorąc pod uwagę, skalę powiązań służb specjalnych oraz wojska Rosji i Białorusi (w przypadku tego ostatniego trudno mówić o niepodległym kraju, pod koniec tygodnia Putin i Łukaszenko mają podpisać program wspólnej integracji) należy przyjąć, że działania te są przygotowane w Moskwie. Między 10-16 września będzie trwała główna faza wspomnianych manewrów, co może powodować dalszą eskalację działań na granicy i wzrost ryzyka inwestycyjnego w krótkim terminie.

Delta problemem w Azji, słabiej w USA

Czwarta fala COVID w Europie, a szczególnie w USA przebiega nieco ostrzej niż wcześniej oczekiwaliśmy, co znajduje negatywne przełożenie na dane makro – szczególnie z rynku pracy. Liczba nowych dziennych przypadków w Wielkiej Brytanii, Francji czy Hiszpanii osiągnęła poziom niewiele mniejszy niż fali trzeciej, przy czym poziom hospitalizacji (zgodnie z oczekiwaniami) jest zasadniczo niższy niż na wiosnę (szczególnie w Niemczech, Wielkiej Brytanii). Liczba nowych przypadków stabilizuje się lub spada. Pomimo 52% (62% pojedynczą dawką) poziomu zaszczepienia w USA, liczba nowych chorych dochodzi do 180-190 tys. dziennie, a liczba zgonów do 1,5 tys. dziennie (na wiosnę 4-4,5 tys.). To więcej niż można było oczekiwać i co powoduje, że oczekiwania makroekonomistów w ostatnich tygodniach są zwykle zbyt optymistyczne. W największych krajach europejskich (Niemcy, Wielka Brytania, Francja, Hiszpania) poziom zaszczepienia podwójną dawką przekracza 60%, w Polsce to 50,0% (pojedynczą 51,2%) i jest jednym z najniższych w Europie. Biorąc pod uwagę, sezonowość „zwykłej” grypy i poziom zaszczepienia należy oczekiwać silnego przyrostu liczby zachorowań (analogicznie jak w USA i innych krajach europejskich) w okresie jesiennym (2 połowa września-październik). Zwracamy uwagę, że druga i trzecia fala w Polsce również była opóźniona w stosunku do krajów na zachodzie i południu Europy. Oznacza to ryzyko lokalnych obustrzeń, w tym również dotyczących turystyki i handlu.

Sytuacja epidemiologiczna w Azji jest trudniejsza. Proces szczepień przebiegał z opóźnieniem w stosunku do krajów zachodnich (mniejsza potrzeba), ale przede wszystkim w wielu krajach stosowano szczepionki chińskich firm – przede wszystkim Sinopharm i Sinovac. Statystyki dotyczące preparatu wskazują na jego niższą skuteczność zarówno jeśli chodzi o zachorowalność, ale również ochronie przed ciężkimi przypadkami. Poziom zaszczepienia (początek września) w takich krajach jak Tajlandia, Wietnam, Indonezja, Filipiny podwójną dawką nie przekracza 15%. W efekcie gro azjatyckich krajów stosuje ostre restrykcje przyczyniające się do spowolnienia gospodarczego. Przykładem mogą być tu Chiny, gdzie oficjalnie notuje się zaledwie 20-30 nowych zachorowań dziennie, ale gdzie wprowadzono politykę „zero infekcji” (m.in. zamknięcie granic, rozszerzenie dotychczasowych rygorów, ma obowiązywać do jesieni 2022 roku).

Wg. NBS, PMI dla przemysłu w Chinach obniżył się w sierpniu do 47,5 pkt. z 53,3 w lipcu. To największy miesięczny spadek od pierwszej fali COVID (w lutym 2020 roku). W lutym w Pekinie rozpoczną się Zimowe Igrzyska Olimpijskie. Przy wysokiej liczbie, ale niskiej jakości zaszczepień (62% zaszczepionych podwójną dawką, 12% pojedynczą), władze nie mogą dopuścić do rozprzestrzenienia się wirusa, co byłoby dla KPCh (szczycącej się sukcesem opanowania COVID w początkowej fazie pandemii w przeciwieństwie do państw zachodnich) bolesną porażką na arenie międzynarodowej, ale również w rozgrywkach wewnętrznych (w 2022 roku odbędzie się XX zjazd Partii, który wybierze/nie wybierze Xi na kolejną kadencję). Jak pisaliśmy w poprzednich raportach, kolejne słabsze dane makro będą zwiększały prawdopodobieństwo łagodzenia polityki monetarnej przez BoCh (coraz częściej temat pojawia się w spekulacjach analityków), nie należy wykluczyć również działań fiskalnych.

Michał Marczak

tel. +48 22 438 24 01

michal.marczak@mbank.pl

Sektory

Finanse

- Zgodnie z oczekiwaniami sektor finansowy w sezonie wyników zaprezentował się bardzo dobrze, bardzo często bijąc oczekiwania rynkowe. Po raz kolejny pozytywnie zaskoczyły koszty ryzyka, co sygnalizuje, że jakość aktywów jest dobra, a ewentualne portfele NPL są regularnie sprzedawane. Linie przychodowe również są cały czas mocne, a NII zaczął odbijać. W efekcie, w naszym raporcie z początku września, podnieśliśmy prognozy na koniec 2021 roku o 16% zachowując przy tym pewien konserwatyzm odnośnie kosztów ryzyka (zakładamy, że 2H będzie gorsza od 1H pod tym względem). Zwracamy jednak uwagę, że YTD banki zrealizowały dopiero 27% naszej prognozy odnośnie odpisów na kredyty CHF. Spodziewamy się, że jeżeli zmaterializuje się nasz scenariusz dotyczący ugód, to największe rezerwy na kredyty CHF pojawią się w wynikach 4Q'21.
- Brak orzeczenia Izby Cywilnej Sądu Najwyższego był przez nas oczekiwany. Swoje podejrzenia opieraliśmy głównie na doniesieniach i konflikcie wewnętrznym w SN. Zostało to potwierdzone we wniosku złożonym do TSUE, w którym w praktyce SN prosi o rozstrzygnięcie wątpliwości legalności wyboru niektórych sędziów oraz w zdaniu odrębnym, w którym część sędziów wyraża żal, że nie udało się podjąć uchwały. Zanim TSUE pochyli się nad wnioskiem SN, może upłynąć kilka miesięcy, więc naszym zdaniem wizja podjęcia uchwały ws. CHFów przez pełną Izbę Cywilną się oddaliła. Oczywiście, pytanie o odszkodowanie za udzielony kapitał zostało również skierowane do TSUE, jak i SN w siedmioosobowym składzie i pewnie z tych źródeł szybciej doczekamy się odpowiedzi z zaznaczeniem, że jak dotąd terminy posiedzeń nie zostały wyznaczone. W praktyce zostało zachowane status quo pomiędzy bankami i klientami, a niepewność nie została zmniejszona. Naszym zdaniem taka sytuacja stwarza dobry grunt pod ugody na zasadach KNF. Spodziewamy się, że PKO BP pod koniec września zapoczątkuje program ugód i w przypadku pozytywnego odzewu pozostałe banki frankowe pójdą tą samą drogą. W efekcie spodziewalibyśmy się dużych rezerw na kredyt CHF obciążające 4Q'21, co uwolniłoby rentowność sektora w 2022 roku, kiedy to spodziewamy się ROE na poziomie 10%.
- W regionie największą uwagę przykuwają kolejne podwyżki stopy procentowej przez centralnych bankierów w Czechach i na Węgrzech. Niewykluczone, że cykl podwyżek będzie kontynuowany również we wrześniu, chociaż głosy co do skali kolejnych podwyżek na Węgrzech są podzielone. Nie zmienia to faktu, że banki regionalne z ekspozycją na Węgry i Czechy oraz banki lokalne z tych rynków są bezpośrednimi beneficjentami zacieśniania polityki monetarnej. O wiele bardziej ostrożne są oczekiwania rynkowe odnośnie zachowania ECB. Chociaż inflacja w strefie euro osiąga dawno niewidziane poziomy, to oczekiwania są takie, że ECB będzie czekał na rozwój wydarzeń odnośnie 4 fali pandemii i ewentualne ograniczenie skupu aktywów związanego z pandemią COVID-19 zostanie ogłoszone dopiero w grudniu.
- **Kluczowe rekomendacje:** PKO BP (kupuj), Pekao (kupuj), BNP Paribas (kupuj), Alior Bank (kupuj)

Chemia

- Wzrost cen sody kalcynowanej w Chinach oraz perspektywa dobrych wyników 2Q'21 (+30% EBITDA r/r; więcej o prognozie w naszym [komentarzu specjalnym](#)) sprzyjają Grupie Ciech. Po wynikach za 1H'21 rynek może według nas oczekiwać, że całoroczna EBITDA zbliży się do górnej granicy przedziału oficjalnej prognozy Zarządu (700-735 mln PLN).

- Rosnące ceny gazu ziemnego przekładają się na erozję marż na nawozach w 2H'21. Planowane uruchomienie nowej instalacji Anwil na przełomie 2021/22 przełoży się na wzrost konkurencji w 2022 roku. Spostrzegamy ryzyko, że po zwiększeniu budżetu projektu PDH oraz wydłużeniu terminu odbioru na koniec 2023 roku udział Grupy Azoty w projekcie może zostać dalej rozwodniony.
- **Kluczowe rekomendacje:** Grupa Azoty (sprzedaj)

Surowce

- Ceny metali pozytywnie zareagowały po spotkaniu w Jackson Hole, na którym padły „gołębie wypowiedzi” odnośnie możliwości wprowadzenia szybkiego taperingu.
- W krótkim terminie pozytywnie na ceny metali wpływać mogą problemy produkcyjne. W Chile w tym roku zapada 40 umów płacowych w kopalniach odpowiadających za 17% światowego wydobycia miedzi. Szansą dla cen surowców jest eskalacja zachorowań na COVID-19 w krajach, które są producentami surowców, gdzie tempo szczepień przebiega wolniej niż w krajach rozwiniętych. Obecnie dynamicznie rosnąca liczba chorych w Indonezji przełożyła się na wyraźny wzrost cen węgla energetycznego (Indonezja to jeden z największych eksporterów węgla). Warto zauważyć, że dwaj duzi producenci miedzi jak Zambia, czy Kongo mają bardzo niski odsetek zaszczepionych. Potencjalna 4-ta fala może grozić Peru, Australii, Rosji, Indonezji, Filipinom, czy Meksykowi.
- 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 wydobywa, co przekładać się będzie na zniechęcenie do inwestycji w tym obszarze i wzrostu krzywej kosztu wydobywania na świecie. Równolegle w Chile nastroje zmiernają 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 Chile ustawa przesłała przez komisję senackie i wkrótce będzie poddana pod głosowanie w izbie wyższej. Nowe podatki na świecie zniechęcają spółki górnicze do nowych inwestycji mimo wysokich cen surowców.
- Ceny węgla koksującego w Australii wzrosły do ponad 250 USD/t. Wciąż obserwowana jest duża aktywność kupujących z Europy, którzy z uwagi na wysokie ceny na Morzu Atlantycznym (ponad 300 USD/t). Dostępność węgla z Australii pozostaje ograniczona, a źródła rynkowe podają, że wkrótce ceny dojdą do 280 USD/t. 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 VII'21 i VIII'21 wzrosły do 440 USD/t.
- Ceny stali walcowanej na gorąco korygują się po dynamicznych spadkach cen rudy żelaza. Niższe ceny rudy przekładają się na wzrost rentowności producentów wielkopiecowych.
- W połowie lipca Parlament Europejski przedstawił szczegółowy cła na aluminium, stal, cement, nawozy, które ma uwzględnić ślad węglowy (Carbon TAX). Negatywnym zaskoczeniem był termin wprowadzenia nowych cel. Rynek oczekiwał, że zaczną obowiązywać od 2023 roku, tymczasem KE zaproponowała wprowadzenie okresu przejściowego w latach 2023-2025, kiedy ślad węglowy będzie monitorowany, ale dopiero od 2026 roku importerzy będą musieli płacić podatek od importu. Pozytywnym zaskoczeniem jest skupienie uwagi KE na transporcie morskim, który docelowo ma zostać obciążony opłatami na

emisję CO₂ w transporcie. Armatorzy statków będą docelowo musieli kupować certyfikaty CO₂ od emisji powstającej w transporcie, co przełoży się na jeszcze wyższe koszty frachtu i dalsze trendy antyglobalizacyjne. Potencjalnie na tym mógłby skorzystać europejski przemysł, który przez lata był torpedowany przez konkurencję tanich wyrobów z importu (np. z Azji).

- **Kluczowe rekomendacje:** JSW (kupuj), KGHM (kupuj)

Paliwa

- Kolejne posiedzenie OPEC+ nie przyniosło zaskoczenia i kartel podtrzymał plany zwiększania produkcji o 400 kb/d w kolejnych miesiącach. Ceny Brent wróciły jednak w ostatnich dniach powyżej poziomu 70 USD/Bbl i to pomimo słabszych odczytów z gospodarki chińskiej czy rosnącej liczby przypadków COVID-19 w Azji. Nie bez znaczenia mogą być pojawiające się sygnały o przedłużających się negocjacjach w sprawie zniesienia sankcji na Iran. Niemniej jednak na razie podtrzymujemy nasze całoroczne założenia średniej ceny Brent na poziomie 69 USD/Bbl (średnia YTD 67 USD) i 60 USD w latach kolejnych.
- Wzrostowe trendy na popycie na paliwa natrafiły na hamulec w postaci kolejnej fali epidemii, choć na kluczowym rynku amerykańskim póki co ten negatywny wpływ jest marginalny. Konsumpcja benzyny znajduje się 2,6% poniżej poziomu referencyjnego z 2019 roku, a zapasy pozostają w rejonie dolnego ograniczenia wahań z 5 lat. Teraz można jeszcze oczekiwać dodatkowych zaburzeń w dostawach w związku ze skutkami huraganu Ida. W Europie w portach ARA w przypadku diesla zapasy na dobre odkleiły się od odczytów z ostatnich 5 lat, a obecny poziom jest już niższy r/r o ponad 20%. Ruch lotniczy się odbudowuje, w Europie jesteśmy już „tylko” 29% poniżej odczytów z 2019 roku (w maju było to powyżej -60%, a w czerwcu -50%), a globalnie liczba lotów komercyjnych jest niższa o 27% vs 2019 rok (nieznaczne pogorszenie w stosunku do odczytów z lipca z uwagi na wzrost przypadków COVID-19 w Azji i wprowadzane w tym regionie ograniczenia w mobilności).
- Powyższe otoczenie pozwoliło w ostatnich tygodniach na dalszy wzrost modelowej marży rafinerijnej w okolice 5 USD/Bbl, co przy utrzymującym się wysokim dyferencjale Ural/Brent (2 USD) będzie wspierać wyniki sektora w 3Q.. Nadal utrzymują się też bardzo wysokie marże na olejach bazowych, co podobnie jak w 2Q powinno być najbardziej zauważalne w rentowności Lotosu.
- Jeśli chodzi o marże detaliczne na stacjach benzynowych to raczej nie zakładamy, aby przy wysokich cenach ropy udało się zmienić trendy widoczne w 1H, choć dane POPIHN wskazują, że akurat w lipcu i sierpniu marże były nieco wyższe r/r. Jest to obiecujące dla wyników segmentu detalicznego w 3Q, szczególnie że dane GDDKiA wskazują na wzrost ruchu w okresie wakacyjnym o 5-6% r/r dla samochodów osobowych i 8-9% dla ciężarówek. Przypominamy, że rok temu w tym okresie nie obowiązywały żadne ograniczenia w przemieszczaniu się.
- W petrochemii obserwujemy dalszą stopniową normalizację marż na głównych kategoriach produktowych: na monomerach -40% od szczytów, a na polimerach -15% od szczytów (warto natomiast odnotować wciąż rekordowe odczyty marż na butadienie). 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 w kolejnych miesiącach marże petrochemiczne będą pod coraz większą presją.
- Ceny gazu wspięły się w ostatnich tygodniach na kolejne szczyty, czemu sprzyjają bardzo niskie stany magazynowe w UE (67% vs średnia 5-letnia 83% i dotychczasowe minima z lat 2017-18 rzędu 73-75%) i prognozy pogody na zbliżający się sezon grzewczy. W tym kontekście trudno oczekiwać sezonowych spadków notowań, co potwierdza aktualna

krzywa terminowa (1M FWD 47 EUR/MWh). Nasze aktualne założenia na przyszły rok to 18,3 EUR/MWh vs 33 EUR w kontrakcie 1Y FWD, co ilustruje potencjał ewentualnej rewizji prognoz (pozytywne dla MOL/PGN i negatywne dla PKN).

- Najlepszym wyborem na powyższe otoczenie makro pozostają w naszej opinii Lotos (marże rafinerijne, ceny ropy i neutralna pozycja na gazie) oraz MOL (wysokie ceny węglowodorów, wzrost marży rafinerijnych i wciąż wysokie marże petchem oraz ograniczona ekspozycja na koszty CO₂). W przypadku PGNiG perspektywa fuzji z PKN definitywnie „uodporniła” kurs na jakiegokolwiek katalizatory fundamentalne, ale naszym zdaniem nadal w parze PGN/ PKN można liczyć na poprawę parytetu na korzyść gazowego koncernu. W przypadku PKN wskazujemy na ryzyko rozczarowania wynikami 2H w kontekście galopujących cen gazu i CO₂.
- **Kluczowe rekomendacje:** Lotos (kupuj), MOL (kupuj), PGNiG (akumuluj), PKN Orlen (redukuj)

Energetyka

- Ceny energii w Niemczech wspięły się na nowe szczyty (87 EUR/MWh), zarówno ze względu na drożące uprawnienia CO₂ (>60 EUR/t), jak i coraz droższy węgiel i gaz. Niezmiennie takie otoczenie sprzyja czystym zintegrowanym producentom i w tej grupie naszym top pickiem pozostaje CEZ.
- W Polsce ceny przenoszą praktycznie tylko koszty CO₂, ale w ostatnich tygodniach ta korelacja nie była idealna i znów zaobserwowaliśmy presję na modelową marżę elektrowni węglowych, w szczególności opalanych węglem brunatnym. Warto zwrócić uwagę na kontynuację trendu wzrostowego na zielonych certyfikatach (obecnie już >190 PLN/MWh). Przypominamy o ryzyku dla segmentu obrotu związanego 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. Ostatnio pojawiły się również spekulacje o możliwym odwołaniu z tego powodu obecnego ministra klimatu, co na pewno negatywnie wpłynęłoby na sentyment do sektora.
- W temacie procesu transformacji sektora pojawił się komunikat o rozpoczęciu konsultacji ze stroną społeczną kwestii transferu aktywów do NABE. Obok kompensat i gwarancji dla pracowników w projekcie umowy znalazły się stwierdzenia dotyczące rozliczeń pomiędzy NABE i spółkami zakładające pokrycie kosztów modernizacji przenoszonych aktywów węglowych i brak strat finansowych po stronie spółek. Te zapisy sugerują transakcję na poziomie wartości księgowej ich aktywów (obecnie dla 3 spółek to ~30 mld PLN), co zelektryzowało ponownie rynek. Oczywiście zanim dojdzie do transakcji z NABE mogą pojawić się odpisy i ostateczna wartość pozyskanych środków byłaby mniejsza, ale i tak byłby to ultra optymistyczny scenariusz dla akcjonariuszy mniejszościowych. Szacujemy, że mogłoby to uwolnić około 170% dodatkowej wartości w przypadku Enei i ~100% w PGE i Tauronie. Wciąż jednak za wcześnie na dyskontowanie takiego scenariusza, bo proces czeka naszym zdaniem jeszcze sporo wyzwań, szczególnie że ostatnia komunikacja Polski z KE nie zwiastuje szybkiej ścieżki notyfikacji pomocy publicznej, zarówno na górnictwa jak i energetyki.
- Rekomendacje dla polskich państwowych spółek energetycznych pozostają zawieszane. W obecnym otoczeniu cenowym preferujemy CEZ, który stanowi idealną ekspozycję na rosnące ceny energii (swoją wrażliwość na obecne otoczenie potwierdziła Spółka w ostatniej prezentacji dotyczącej strategii do roku 2030).
- **Kluczowe rekomendacje:** CEZ (kupuj)

Telekomunikacja, media, IT

- Chorwacki regulator telekomunikacyjny (HAKOM) ogłosił przydział częstotliwości radiowych w pasmach częstotliwości radiowych 700 MHz, 3600 MHz i 26 GHz. Regulator zatwierdził oferty złożone przez włoskie EOLO i trzech największych operatorów telekomunikacyjnych w Chorwacji - Hrvatski Telekom, należący do Austrii Al Hrvatska i Telemach Hrvatska. Uwzględniając jedynie rezerwy krajowe na pasmo 3600 MHz, cena 1 MHz na 1 rok na 1 mln mieszkańców wyniosła ok. 5,4 tys. PLN. Przy założeniu podobnego poziomu cen w polskich warunkach (80 MHz na operatora / 15 lat / 38 mln mieszkańców Polski) cena rezerwy dla pasma 3,6 GHz wyniosłaby około 247 mln PLN, czyli mniej niż zakładamy w naszym scenariuszu bazowym (ok. 550 mln PLN na operatora).
- Sentyment do telekomunikacji pobudza niedawne transakcje infrastrukturalne. OPL utworzyło 50/50% joint venture z APG. Z kolei CPS zawarło umowę sprzedaży pakietu 99,99 proc. udziałów Polkomtel Infrastruktura za 7,1 mld PLN. Dodatkowo obie spółki raportują dobre KPIs, zwłaszcza w zakresie cen. Liczymy, że notowania obu telekomów mogą się dalej umacniać.
- Emitel zawiesił postępowanie dotyczące zatwierdzenia przez Komisję Nadzoru Finansowego prospektu emisyjnego spółki. Operator radiodifuzji, prospekt emisyjny złożył w KNF 29 stycznia. Oczekiwano, że do IPO dojdzie przed wakacjami, a spółkę wyceniano na ok. 5,7 mld PLN.
- Polsat Media, biuro reklamy grupy Cyfrowy Polsat, wprowadziło nową walutę rozliczania kampanii. Do tej pory były to dane Nielsen o widowni w domu. Teraz dołożono dane Gemiusa o oglądalności telewizji poza domem: np. w barach (ang. out of home viewing, OOH viewing). Powinno to skutkować dość wysokim wzrostem reklamy TV w 2021 roku, która była mocno osłabiona w zeszłym roku. Istotnie, dynamika wzrostu rynku reklamowego w Polsce w 2021 roku szacowana jest na 8,5%, co ma pozwolić na odrobienie strat spowodowanych pandemią (wg agencji mediowej Zenith). Agencja spodziewa się, że reklama TV wzrośnie w 2021 roku o 6,8% R/R, Jednak to Internet będzie najszybciej rozwijającym się medium (prognoza wzrostu +12% R/R). Wzrosty w stosunku do wydatków roku 2020 odnotowuje również radio (+5,7%), a także outdoor (+6,5%).
- 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.
- Po wzroście notowań Asseco Poland w ciągu ostatnich 3 miesięcy o 23%, nasza cena docelowa została osiągnięta. Stąd obniżamy zalecenie inwestycyjne z kupuj do trzymaj.
- **Kluczowe rekomendacje:** Wirtualna Polska (kupuj)

Gaming

- Wznawiamy nasze pokrycie analityczne dla CD Projekt i Ten Square Games. Więcej informacji o naszych założeniach publikujemy na stronach poświęconych poszczególnym spółkom.
- W sierpniu segment stał pod znakiem informacji z rynku chińskiego. Początkowe przyrównanie uzależnień od grania do uzależnień od narkotyków oraz późniejsze informacje o ograniczeniach czasowych dla gier online dla osób niepełnoletnich spowodowały mocną przecenę Tencent i NetEase. Obie spółki bardzo szybko wydawały dementi o potencjalnego negatywnego wpływu zmian na ich finanse (bardzo mały odsetek przychodów od graczy niepełnoletnich) i ich kursy odrobiły straty. Niemniej jednak, segment gamingu nadal pozostaje pod presją ograniczeń wprowadzanych w Chinach i wydaje się, że to będzie w najbliższym czasie najbardziej ciężko notowanym segmentem światowym.
- **Kluczowe rekomendacje:** CD Projekt (kupuj), Ten Square Games (akumuluj)

Przemysł

- Utrzymujące się wysokie wskaźniki PMI dla przemysłu oraz osłabienie PLN do EUR korzystnie wpływają na otoczenie dla polskich spółek przemysłowych w perspektywie 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.
- Obecnie najbardziej przekonani jesteśmy do: AC (wysoki DYield, rozwój nowego segmentu PV, bezpieczny bilans), Cognor (rekordowe spready na produkcji pręta żebrowanego; oczekiwane rekordowe wyniki w 2021 roku, dobre perspektywy na dywidendę w 2022 roku. – [patrz nasza rekomendacja](#)), Famur (wysokie ceny węgla pozwolą na dobudowanie zamówień na nowy sprzęt, oczekujemy dynamicznej poprawy wyników w 2022 i 2023 roku), Forte (wyraźne wzrosty cen płyty drewnopochodnej oraz wysokie wskaźniki IFO w branży meblarskiej w Niemczech, dalszy wzrost wyników w 2022 roku), Kernel (wyraźna poprawa wyników w 20/21 i 21/22, ogłoszony skup akcji własnych) oraz Mo-BRUK (bardzo dobre wyniki IH'21, oczekiwana kontynuacja w 2H21, możliwe nowe przetargi na unieszkodliwianie bomb ekologicznych).
- Unikalibyśmy spółek Amica (niedoważaj) z uwagi na presję ze strony rosnących cen stali, kosztów frachtu morskiego, marketingu, a także PKP Cargo (utrzymująca się ciągła presja kosztowa i inwestycyjna, wysokie zadłużenie).
- W niniejszej publikacji obniżamy naszą rekomendację dla Mo-Bruk (z kupuj do akumuluj) z uwagi na obserwowane ostatnie wzrosty cen akcji. Podnosimy rekomendację dla Famur (z trzymaj do kupuj) z uwagi na dynamiczne wzrosty cen węgla na świecie.
- **Kluczowe rekomendacje:** AC (przeważaj), Amica (niedoważaj), Cognor (akumuluj), Famur (kupuj), Forte (przeważaj), Kernel (kupuj), Mo-BRUK (akumuluj), PKP Cargo (sprzedaj)

E-commerce

- GUS opublikował dane o polskim handlu za lipiec'21. Nominalna sprzedaż e-commerce wzrosła o 25% r/r. Penetracja e-commerce wyniosła 7,4% (+0,9 p.p. r/r). Dane za lipiec'21 mogą optymistycznie nastawiać polskich inwestorów e-commerce.
- Z drugiej strony zwracamy uwagę na chłodzący oczekiwania inwestorów guidance technologicznych spółek amerykańskich na wzrost e-commerce do końca 2021. Kluczowym wydarzeniem były wyniki Amazon za 2Q'21. Firma zaraportowała sprzedaż w wysokości 113,1 mld USD co oznacza wzrost o 27% r/r. Jednak wartość ta była poniżej konsensusu Wall Street, który liczył na 115,4 mld USD. CFO spółki wskazał na szerszą dostępność szczepionek i większą liczbę wyjść z domu jako czynniki spowolnienia, a także na trudne porównania z sytuacją sprzed roku.
- Amazon wprowadził zmiany w warunkach darmowej dostawy produktów. Minimalna kwota zamówienia wynosi teraz 40 PLN (wcześniej 100 PLN). Obniżka oferty Amazon jest mocno konkurencyjna vs. warunki w Allegro (40 PLN do paczkomatu, 80 PLN kurier, od jednego dostawcy). Choć Amazon dość powoli stawia kolejne kroki na polskim rynku, zmiana cennika dostaw to mocny dowód, że spółka zmierza walczyć o polski rynek. W tym kontekście podtrzymujemy nasze niekonsensusowe, negatywne nastawienie do Allegro.
- **Kluczowe rekomendacje:** Allegro (sprzedaj)

Handel

■ W sierpniu 2021 roku szacowane przychody ze sprzedaży TIM (jednostka) wyniosły 108,7 mln PLN, co oznacza wzrost r/r o 54%. W rozbiciu segmentowym sprzedaż online wzrosła r/r o 53% (do 77,9 mln PLN), a offline o 56% (do 30,8 mln PLN). W sierpniu 2020 roku spółka zaraportowała 11% wzrost r/r (a skorygowany wówczas o dni robocze +17%), więc zeszłoroczna baza nie była zaniżona. Wskaźniki średniej dziennej sprzedaży w sierpniu 2021 roku wyniosły 3,54 mln PLN dla online i 1,40 mln PLN dla offline. Sierpień w tym roku miał o dwa dni robocze więcej niż rok temu. Wynik sierpnia jest znacząco powyżej naszych założeń i wskazuje na kontynuację bardzo dobrych trendów sprzedażowych. Przychody za lipiec i sierpień sumarycznie są o 37% r/r wyższe w porównaniu do lipca i sierpnia 2020 roku, co potwierdza założenia o bardzo dobrych wynikach w całym 3Q'21. Jednocześnie przypominamy, że wciąż nie zostały zaraportowane wyniki za 2Q'21, których publikacja nastąpi 22 września. Na podstawie wyśmienitych danych sprzedażowych za 2Q'21, oczekujemy że przychody Grupy przekroczą 325 mln PLN. W połączeniu z oczekiwaną przez nas dobrą rentownością implikują one świetny wynik operacyjny w kwartale (historycznie w 2Q Grupa wykazywała wyższą rentowność niż w 1Q, a warto pamiętać, że 2H też zawsze było lepsze od 1H). 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.

- Wznawiamy rekomendacje dla Dino i Jeronimo Martins z zaleceniem trzymaj. Obie spółki silnie rosły w ostatnich miesiącach (kurs Dino w ujęciu YTD +15%, a JM +30%) i odchyliły się pozytywnie od tendencji w sektorze consumer staples, który zarówno w Europie jak i USA zachowywał się gorzej od szerokiego rynku (odchylenie odpowiednio 8 p.p. i 12 p.p.). Oprócz wzrostu wyników jakie te podmioty dostarczają, pozytywnymi katalizatorami pozostają na pewno wysoka inflacja żywności oraz silny popyt konsumencki (Nowy Ład, wzrost płacy minimalnej). Obecne wyceny są już jednak dość wymagające. W przypadku Jeronimo Martins EV/EBITDA NTM jest już na swojej 3-letniej średniej, natomiast dla Dino notujemy 20% premię (wycena „broni się” jednak na mnożniku EV/EBITDA growth). Zachowując neutralne rekomendacje, większy potencjał do pozytywnych zaskoczeń w stosunku do naszych założeń widzimy w przypadku JM (tempo dojścia do rentowności sieci Ara, potencjalne przejęcie w Rumunii, które może zdynamizować tempo wzrostu przychodów, odbudowa segmentu HoReCa w Portugalii).
- **Kluczowe rekomendacje:** TIM (przeważają)

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

vs.	2018				2019				2020				2021		+/-
konsensus	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q		
in minus	11	14	22	11	14	16	20	22	9	7	13	9	8	176	
brak zaskoczeń	17	22	20	27	26	25	14	12	14	23	20	11	19	250	
in plus	29	22	18	23	22	23	30	30	41	36	30	41	25	370	
suma	57	58	60	61	62	64	64	64	64	66	63	61	52	796	
in minus (%)	19	24	37	18	23	25	31	34	14	11	21	15	15	22	
in plus (%)	51	38	30	38	35	36	47	47	64	55	48	67	48	46	

Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank

vs.	2018			2019				2020				2021		+/-
r/r	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	
in minus	18	16	21	23	28	22	22	33	40	30	26	16	10	305
brak zaskoczeń	11	10	6	9	10	6	9	7	4	8	3	5	2	90
in plus	39	42	41	36	30	40	37	28	24	30	34	41	41	463
suma	68	68	68	68	68	68	68	68	68	68	63	62	53	858
in minus (%)	26	24	31	34	41	32	32	49	59	44	41	26	19	36
in plus (%)	57	62	60	53	44	59	54	41	35	44	54	66	77	54

Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu

Sektor		Rynek polski	Rynek amerykański
Finanse	SENTYMENT	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	PKO, PEO, ALR, BNP	JPM US, BAC US, WFC US, MS US, GS US, CNS US FHI US
	Spółki na minus		
	Kluczowe katalizatory:	Program ugód CHF, rosnące oczekiwania odnośnie stóp procentowych	Informacje dotyczące dodatkowej dywidendy w 4Q'21
Chemia	SENTYMENT	NEGATYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	CIE	DOW US, APD US, ASH US, LYB US, ALB US, PLL US, LTHM US
	Spółki na minus	ATT	
	Kluczowe katalizatory:	Wzrosty cen surowców i certyfikatów CO2	
Surowce	SENTYMENT	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	JSW, KGH	PLUG US, FCX US, A US, OQI1 UK, AA US, ANTO US, MT US
	Spółki na minus		
	Kluczowe katalizatory:	Wzrost cen surowców przez rozprzestrzenienie COVID w krajach o znacznym wydobywaniu	
Paliwa	SENTYMENT	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	MOL, LTS	VLO US, PSX US, GTLS US, BKR US, LNG US, CHX US, CVX US, SLB US
	Spółki na minus	PKN	
	Kluczowe katalizatory:	Dalszy wzrost marż rafineryjnych, mocne wyniki 3Q	Odbudowa wydobywania po huraganie Ida
Energetyka	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	CEZ, ENA	VST US, AES US, AWK US, EVRG US, AEP US, RUN US, HE US, ED US,
	Spółki na minus	PGE, TPE	
	Kluczowe katalizatory:	Wysokie ceny CO2, dyskusja o cenach detalicznych 2022	Niższe yieldy będą skłaniać do rotacji do spółek wzrostowych kosztem defensywnych value
Telekomy	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	OPL	TMUS US, CMCSA US
	Spółki na minus		
	Kluczowe katalizatory:	Joint venture z APG - budowa sieci FTTx (+)	Niższe yieldy będą skłaniać do rotacji do spółek wzrostowych kosztem defensywnych value
Media	SENTYMENT	NEUTRALNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	WPL	DIS US, FB US, NFLX US, GOOGL US
	Spółki na minus		
	Kluczowe katalizatory:	Dobre wyniki za 2Q'21 w WPL dzięki mocnej reklamie i poprawie w turystyce	Niższe yieldy będą skłaniać do rotacji do spółek wzrostowych kosztem defensywnych value
IT	SENTYMENT	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	ACP	NVDA US, AMAT US, MSFT US, LRCX US, CSCO US, KLA US, CRM US, AAPL US, LPSN US, AVL R US
	Spółki na minus	ALE	
	Kluczowe katalizatory:	Atrakcyjne wyceny i pozytywne momentum wynikowe	Niższe yieldy będą skłaniać do rotacji do spółek wzrostowych kosztem defensywnych value
Gaming	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	CDR, TEN	ATVI US, TTWO US
	Spółki na minus		
	Kluczowe katalizatory:	Dane sprzedażowe lepsze niż oczekiwania rynku	Wprowadzenie regulacji w Chinach
Przemysł	SENTYMENT	NEUTRALNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	ACG, COG, FMF, FTE, KER	CAT US, PDL US, CSX US, CMI US, LUV US, TEX US, URI US, VNT US, CNHI US, DHR US
	Spółki na minus	AMC, PKP	
	Kluczowe katalizatory:	Wysokie PMI, sprzyjająca słaba PLN, wzrost cen surowców	Wzrost cen surowców, przerzucanie wzrostu cen na odbiorcę końcowego, perspektywa rewizji konsensusu
Automotive	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEGATYWNY
	Spółki na plus	AML, MGT	TSLA US, MGA US, APTV US
	Spółki na minus	BRS	GM US, F US
	Kluczowe katalizatory:	Dobre momentum na wynikach 3Q'21	Odnowienie obaw o niedobory półprzewodników
Konsument cykliczny	SENTYMENT		POZYTYWNY
	Spółki na plus		CPRI US, TSCO US, GOOS US, NKE US, HD US, FL US, BBY US, CMG US, MCD US, AMZN US, AAP US, WOOF US, FND US
	Spółki na minus		
	Kluczowe katalizatory:		Korzystna rotacja, mocny konsument
Konsument defensywny	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	DNP	EL US, CL US, KO US
	Spółki na minus		PG US
	Kluczowe katalizatory:	Wzrost dochodu rozporządzalnego (Nowy Ład), sprzyjająca inflacja żywności	Niekorzystna rotacja versus wzrost kosztów, który jest z sukcesem przerzucanym na konsumenta

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

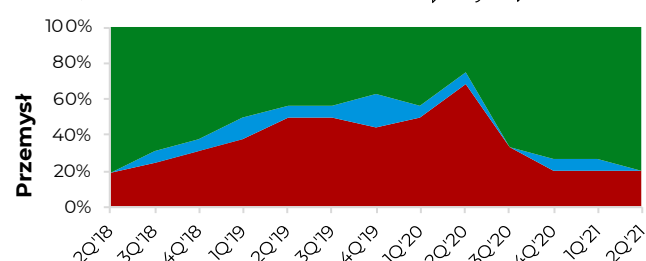
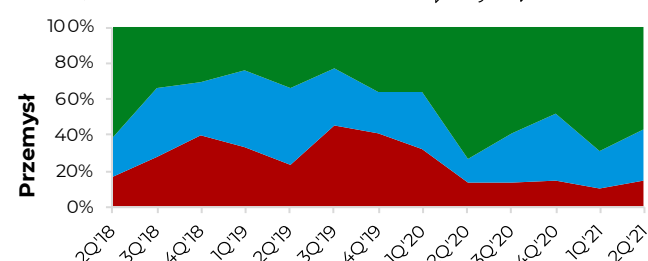
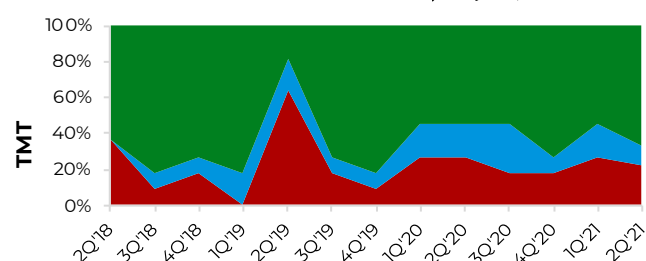
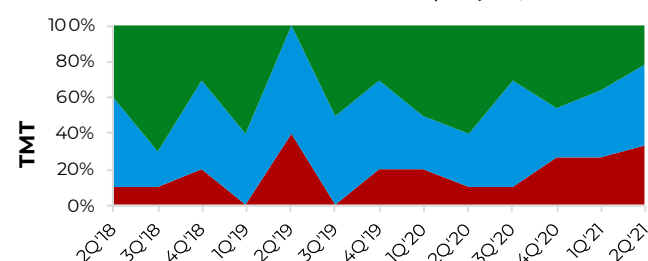
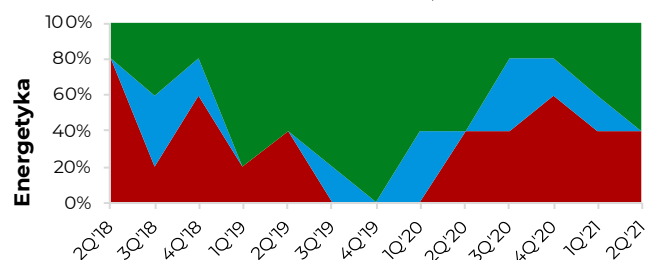
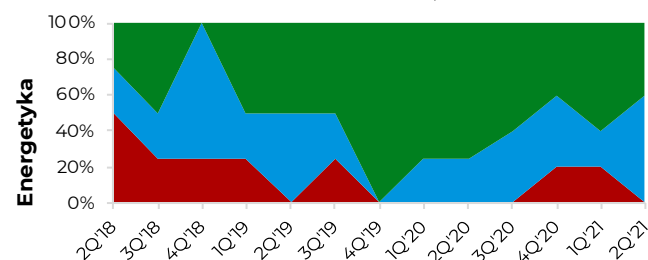
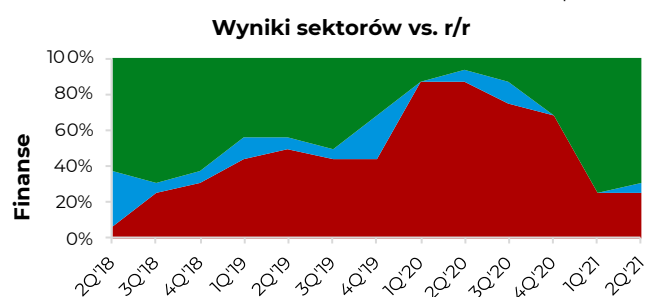
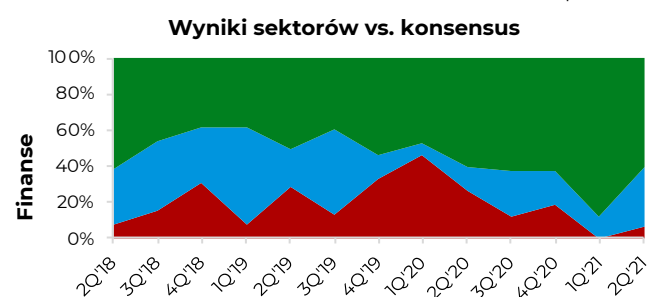
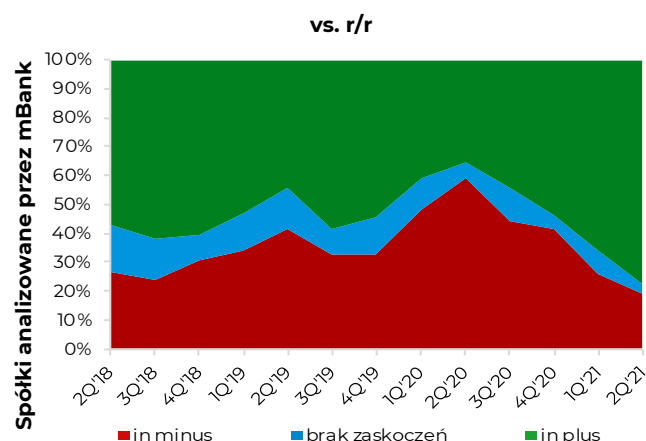
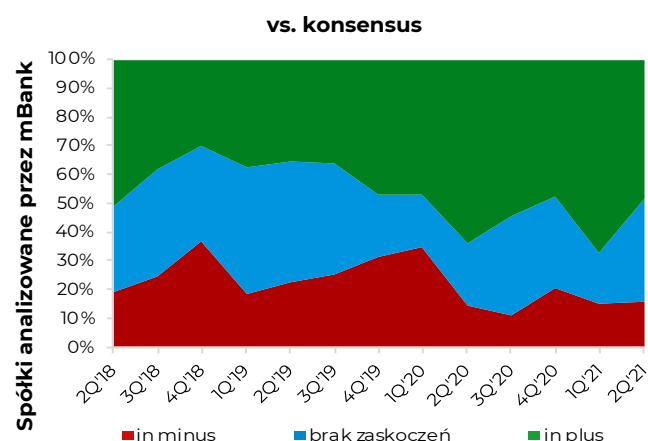
vs. konsensus	2018 2Q 3Q 4Q	2019 1Q 2Q 3Q 4Q	2020 1Q 2Q 3Q 4Q	2021 1Q 2Q	+/-
Finanse					
Alior Bank	+ = =	= - + -	+ - + +	+ + +	77%
BNP Paribas	+ + +	= + + =	+ + + =	+ + +	100%
Handlowy	+ - -	- - - +	- + + -	+ - +	38%
ING BSK	- = +	+ + - =	+ + + +	+ + +	77%
Millennium	+ = +	+ + + +	- + - +	= = =	77%
Pekao	= + +	= = + =	+ + + +	+ + +	100%
PKO BP	= = =	= + + +	= + + =	= + +	100%
Santander BP	+ = -	= - = +	- = + -	+ + +	69%
Komercni	+ + +	= + = +	- - + +	+ + +	85%
Moneta		+ = +	+ + +	= + +	88%
Erste Group	+ + +	+ + = +	- - + +	+ + +	85%
RBI		+ = +	+ + + +	+ + +	100%
OTP Bank	+ + =	= + + +	- + + +	= + +	92%
PZU	= + =	+ = + =	- + + +	+ + +	92%
Kruk	+ + -	+ - + -	+ + = +	+ + +	69%
GPW	= - -	= + + -	= + + =	+ + +	67%
Chemia					
Ciech	+ = -	= = = +	- + + -	+ + +	75%
Grupa Azoty	- - +	+ = + =	+ + = +	- + +	77%
Surowce					
JSW	+ = -	+ + + +	- = + +	- = +	77%
KGHM	+ - -	+ = + +	- + + =	+ + +	69%
Paliwa					
Lotos	+ = -	= = - -	- - + -	+ + +	62%
MOL	= + +	= + + =	+ + + +	+ + +	100%
PGNiG	+ - -	= + - +	+ + + +	+ + +	69%
PKN Orlen	- = +	= + = -	+ + + =	+ + +	85%
Energetyka					
CEZ	- + =	= + - +	+ + + =	- = +	77%
Enea	- = =	+ + + +	+ + + +	= + +	92%
PGE	= - -	- = + +	= + + +	= + +	77%
Polenergia			= - +	+ + +	75%
Tauron	+ + =	+ = + +	+ + + +	+ + +	100%
Telekomunikacja					
Cyfrowy	= = =	= = = =	= = = =	= = =	100%
Orange PL	+ + +	= = + +	+ + = +	+ + +	100%
Media					
Agora	+ + =	+ - + =	+ + + -	- - -	69%
Wirtualna	= = =	= = = =	- = + +	+ + +	92%
IT					
Ailleron	= - -	+ - - =	- + - -	= = =	42%
Asseco BS	= + +	= + + =	+ + + =	= = +	100%
Asseco PL	+ + =	+ + + =	+ + + +	+ + +	100%
Asseco SEE	= + +	= + + +	+ + + =	+ + +	100%
Atende	- + -	+ - = =	= + + =	= - -	67%
Comarch	+ + +	+ - + -	+ - - =	= + +	69%
Sygnity			- - -	- - -	0%
Gaming					
CD Projekt	= - -	+ + + +	+ - + -	- + +	62%
Ten Square G	- - -	- = + +	- = + =	+ + +	58%
Przemysł					
AC		= = - +	= = = =	= = =	90%
Alumetal	+ = -	- = = =	+ + + +	+ + +	85%
Amica	+ + +	= + + =	+ + + -	+ + +	92%
Aparator	+ + +	= + + =	= + + =	= + +	92%
Astarta		- + + +	+ - + +	- + +	63%
Boryszew	= - -	- = - -	- - - -	+ + +	33%
Cognor	+ + -	+ - - -	+ + + +	+ + +	69%
Famur	+ + +	+ + + =	= + + =	= - -	77%
Forte	+ - -	+ - + +	+ + + +	+ + +	77%
Grupa Kęty	+ = =	= + + +	+ + + =	+ + +	100%
Kernel	+ + +	- = + +	+ + + +	+ + +	83%
Mangata	+ + +	+ = + +	+ - + -	+ + +	75%
Mo-BRUK			= + +	+ + +	100%
PKP Cargo	+ + -	= - - -	- + = =	+ + +	62%
Pozbud	+ - =	+ - - +	- + +	+ + +	56%
Stalprodukt		- - - -	= + + +	+ + +	60%
E-commerce					
Allegro			= + + =	= + +	100%
Vercom			- - -	- - -	0%
Handel					
Dino	= = =	= + = =	+ + + +	= = =	100%
Jeronimo	= = =	= = = =	- - + +	= + +	85%
TIM		+ + + -	= + + +	+ + +	90%

vs. r/r	2018 2Q 3Q 4Q	2019 1Q 2Q 3Q 4Q	2020 1Q 2Q 3Q 4Q	2021 1Q 2Q	+/-
Finanse					
Alior Bank	+ - +	- - - -	- - - +	+ + +	38%
BNP Paribas	+ + -	+ + - +	- = + +	+ + -	69%
Handlowy	+ - -	- - - +	- - - =	+ + -	31%
ING BSK	= = +	= + + =	- - - +	+ + +	77%
Millennium	+ + +	= = - =	- - - -	- - -	38%
Pekao	= + -	- + + =	- - - -	+ + +	54%
PKO BP	+ + +	+ + + -	- - - -	+ + +	62%
Santander BP	= - +	- - - +	- - - -	- - -	23%
Komercni	+ + +	+ + + =	- - - -	- - +	46%
Moneta	- + +	+ - + =	+ - - -	+ + +	54%
Erste Group	+ + +	+ - + =	- - - -	+ + +	62%
RBI	= + -	= - - +	- - - +	+ + +	54%
OTP Bank	+ + +	+ + + +	- - - -	+ + +	69%
PZU	+ + =	+ - - +	- - - -	+ + +	62%
Kruk	= + +	+ - - -	- - - -	+ + +	54%
GPW	+ - -	- - - +	+ + + +	+ + +	54%
Chemia					
Ciech	= - -	= + + +	- + + -	+ + +	58%
Grupa Azoty	- - -	+ + + =	- + - +	- + +	54%
Surowce					
JSW	= = -	= - - -	- - - -	+ + +	38%
KGHM	+ - -	+ - + -	- + + +	+ + +	69%
Paliwa					
Lotos	+ = +	+ = = -	+ - - -	- - +	62%
MOL	- + +	- = - =	- - - -	= + +	54%
PGNiG	+ + -	- - - +	+ + + +	+ + +	69%
PKN Orlen	- - +	= + + -	+ - - +	- - +	54%
Energetyka					
CEZ	- + =	+ + = +	+ - - -	- - -	62%
Enea	- = -	+ + + +	+ + - =	= - -	69%
PGE	= - -	- = + +	= + - -	= - -	62%
Polenergia	- + +	+ + + +	+ + - -	- - +	69%
Tauron	- - -	+ - + +	= + + +	+ + +	69%
Telekomunikacja					
Cyfrowy	- = =	= = = =	= - + +	+ + +	85%
Orange PL	- + +	= + + +	= = = =	+ + +	92%
Media					
Agora	- + +	+ - + +	+ - - -	- - +	54%
Wirtualna	+ + +	+ + + +	- - - -	+ + +	77%
IT					
Ailleron	+ - -	+ - - +	- + + +	+ + +	58%
Asseco BS	+ + +	+ - - +	= = + +	= + +	92%
Asseco PL	+ + +	+ - + -	+ + + +	+ + +	85%
Asseco SEE	+ + +	+ + + +	+ + + +	+ + +	100%
Atende	- + -	+ - - +	+ + + +	- - -	50%
Comarch	+ + +	+ - + +	+ + + =	= - -	85%
Sygnity	+ + +	+ - - -	+ + + +	- - -	69%
Gaming					
CD Projekt	- - -	+ - - +	+ + + +	- + +	54%
Ten Square G	+ + +	+ + + +	+ + + +	+ + +	100%
Przemysł					
AC	+ + +	+ - + -	- - - -	- - -	42%
Alumetal	+ + -	- - - =	+ + + +	+ + +	62%
Amica	+ + +	= + + +	- + + +	+ + +	92%
Aparator	+ = +	+ - - -	= = + +	= - -	69%
Astarta	- - -	- + - +	+ + + +	- - +	46%
Boryszew	- - -	- - - +	- - - -	+ + +	17%
Cognor	+ + +	- - - -	+ - - +	+ + +	54%
Famur	+ + +	+ + - -	- - - -	- - -	38%
Forte	+ - +	+ - + +	+ - - +	+ + +	77%
Grupa Kęty	+ + +	= + + +	+ + + +	+ + +	100%
Kernel	+ + +	- + = -	+ + + +	+ + +	83%
Mangata	+ + +	+ = - =	- - - -	+ + +	67%
Mo-BRUK	+ + +	+ + + +	+ + + +	+ + +	100%
PKP Cargo	+ + +	+ - - -	- - - =	+ + +	54%
Pozbud	+ + +	+ + + +	- - - -	+ + +	78%
Stalprodukt	- - -	- - - =	- - - +	+ + +	38%
E-commerce					
Allegro			+ + +	+ + +	100%
Vercom			+ + +	+ + +	100%
Handel					
Dino	+ + +	+ + + +	+ + + +	+ + +	100%
Jeronimo	= = =	= + + +	= - - -	+ + +	85%
TIM	+ + +	+ + + +	+ + + +	+ + +	100%

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

Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank

Zaskoczenia na wynikach wszystkich spółek analizowanych przez mBank oraz wybranych sektorów



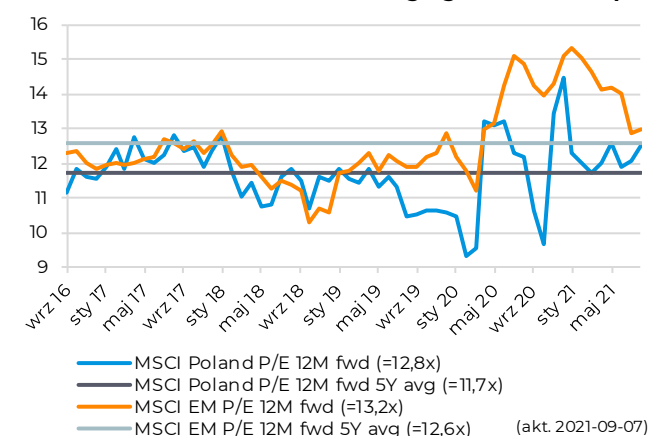
Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank

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

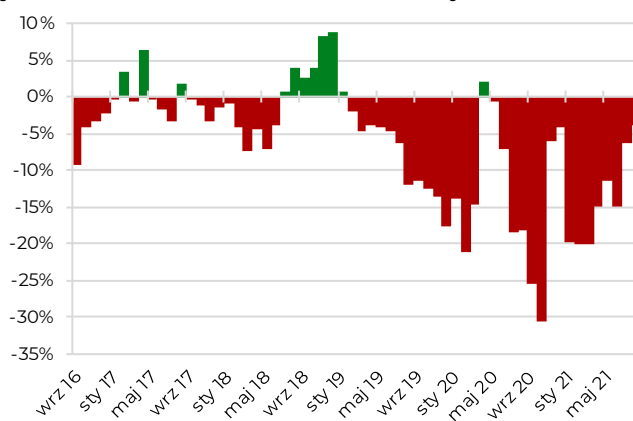
sie 20=0	WIG30		Finanse		Paliwa		Energetyka		Handel		TMT		Chemia		Surowce	
	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank
wrz 20	-1%	-1%	+0%	-1%	-3%	+0%	+0%	+0%	-9%	+0%	-1%	+0%	+0%	+0%	+4%	-12%
paź 20	-4%	+1%	-8%	-1%	-10%	+0%	+8%	+0%	-15%	+1%	-2%	+11%	+82%	+0%	+10%	-18%
lis 20	-2%	+11%	-6%	+8%	-12%	+10%	-22%	-27%	-7%	+22%	+30%	+31%	+82%	+122%	+22%	+62%
gru 20	+3%	+9%	+3%	+8%	-16%	+10%	-17%	-27%	+2%	+22%	+22%	+14%	+5%	+122%	+43%	+62%
sty 21	+4%	+9%	+4%	+8%	-17%	+10%	-21%	-27%	+5%	+22%	+20%	+14%	-6%	+99%	+57%	+62%
lut 21	+4%	+11%	+7%	+8%	-19%	+10%	-19%	-27%	-10%	+22%	+18%	+14%	-6%	+99%	+58%	+81%
mar 21	+5%	+20%	+9%	+11%	-14%	+4%	-20%	-33%	-23%	+92%	+8%	-2%	-6%	+394%	+78%	+190%
kwi 21	+8%	-3%	+5%	-22%	+1%	+4%	-16%	-33%	-14%	-	+5%	-20%	+111%	+459%	+56%	+190%
maj 21	+19%	+2%	+27%	-22%	+4%	+4%	-10%	-21%	-15%	-	+6%	-20%	+219%	+459%	+76%	+215%
cze 21	+29%	+16%	+34%	-21%	+6%	+73%	-4%	-21%	-17%	-	+49%	-20%	+174%	+459%	+95%	+215%
lip 21	+27%	+18%	+3%	-21%	+10%	+90%	+3%	-21%	-11%	-	+99%	-20%	+174%	+179%	+89%	+215%
sie 21	+33%	+25%	+15%	-10%	+17%	+90%	+3%	-21%	-12%	-	+104%	-10%	+126%	+179%	+92%	+205%

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

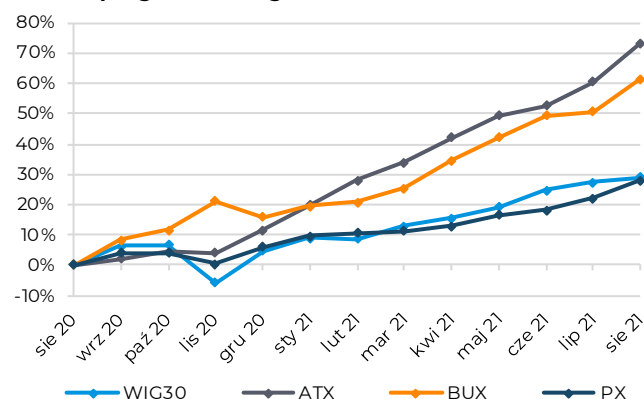


Źródło: Bloomberg, mBank



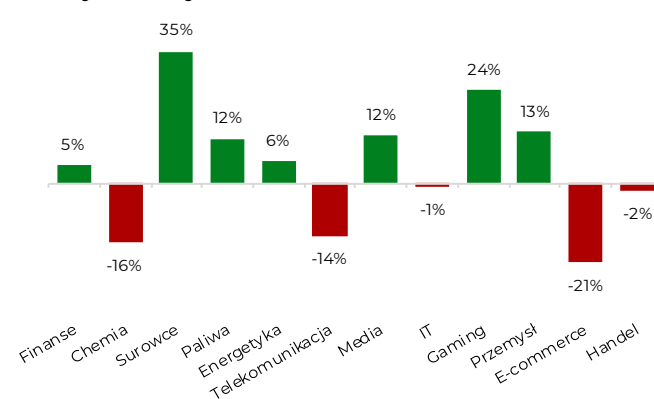
Źródło: Bloomberg, mBank

Zmiana prognozowanego EPS 12M fwd



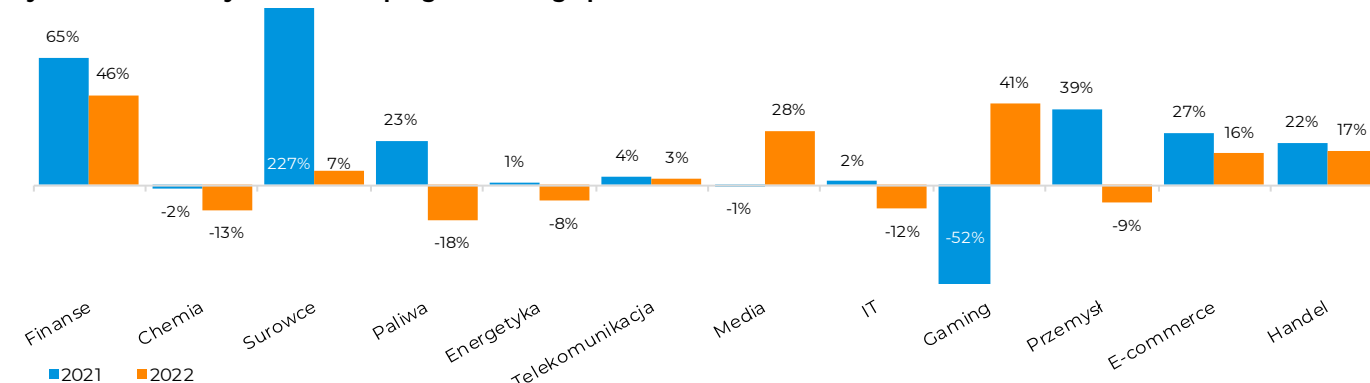
Źródło: Bloomberg, mBank

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 mBank	TP mBank ¹	Rekomendacje ²			TP kons. ³	mBank/ kons. TP	ZN mBank/kons.			EBITDA mBank/kons.			Liczba prognoz ⁴
			▲	►	▼			2021	2022	2023	2021	2022	2023	
Finanse														
Alior Bank	kupuj	55,00	7	6	2	40,97	+34,2%	-17%	+5%	+21%				6
BNP Paribas Polska	kupuj	102,48	8	1	0	87,28	+17,4%	-19%	+12%	+17%				4
Handlowy	kupuj	55,00	3	6	3	47,27	+16,4%	-9%	+10%	+18%				7
ING BSK	akumuluj	250,00	10	2	1	234,30	+6,7%	+12%	+12%	+2%				4
Millennium	akumuluj	7,30	7	3	4	5,72	+27,6%	-	+40%	+11%				5
Pekao	kupuj	130,00	13	4	2	112,18	+15,9%	-16%	+10%	+8%				8
PKO BP	kupuj	50,65	12	6	1	44,22	+14,5%	-0%	+9%	+16%				12
Santander Bank Polska	kupuj	345,80	10	5	1	282,50	+22,4%	-	+18%	+17%				6
Komerční Banka	akumuluj	804,77	12	7	0	865,67	-7,0%	-14%	+6%	+9%				9
Moneta Money Bank	kupuj	95,50	9	3	0	98,31	-2,9%	-2%	-1%	+4%				7
Erste Group	akumuluj	34,06	19	3	1	37,96	-10,3%	-4%	+6%	+5%				16
RBI	akumuluj	21,00	14	4	3	23,93	-12,3%	-27%	-25%	-27%				12
OTP Bank	trzymaj	15 143	14	3	0	19 232	-21,3%	-11%	-10%	-				15
PZU	akumuluj	40,63	8	4	0	39,96	+1,7%	+6%	+4%	+0%				8
Kruk	akumuluj	288,46	2	2	3	287,37	+0,4%	-14%	+0%	-8%				3
GPW	trzymaj	44,48	1	5	1	51,16	-13,1%	+13%	+9%	+6%	+8%	+7%	+7%	4/3
Chemia														
Ciech	trzymaj	47,47	5	4	0	46,34	+2,4%	-8%	-0%	-2%	-1%	-2%	-1%	6/5
Grupa Azoty	sprzedaj	20,97	2	1	5	32,32	-35,1%	-42%	-	-	-12%	-24%	-18%	3/3
Surowce														
JSW	kupuj	62,42	3	0	5	30,72	+103,2%	+14%	+306%	+469%	+5%	+93%	+68%	4/4
KGHM	kupuj	245,39	8	4	2	205,62	+19,3%	+19%	+13%	+35%	+15%	+9%	+24%	12/11
Paliwa														
Lotos	kupuj	67,20	8	4	1	61,45	+9,4%	+38%	-27%	-6%	+34%	-12%	-5%	9/11
MOL	kupuj	2 816,0	7	7	0	2 737,4	+2,9%	-15%	-57%	-35%	-2%	-22%	-12%	9/8
PGNiG	akumuluj	7,45	6	4	0	6,88	+8,3%	+26%	+9%	+8%	+21%	+7%	+8%	9/7
PKN Orlen	redukuj	70,59	5	8	5	74,77	-5,6%	-7%	-66%	-46%	+5%	-23%	-15%	9/8
Energetyka														
CEZ	kupuj	722,14	8	6	1	647,76	+11,5%	-5%	-0%	+2%	-1%	-1%	-1%	7/7
Enea	zawieszona	-	6	2	0	11,36	-	-1%	-11%	+4%	+2%	-1%	+9%	6/7
PGE	zawieszona	-	6	4	0	10,27	-	+4%	-69%	-32%	-2%	-14%	+1%	8/7
Polenergia	trzymaj	78,59	2	2	0	86,05	-8,7%	-52%	-21%	+4%	-10%	-14%	-5%	4/4
Tauron	zawieszona	-	8	1	0	4,55	-	-8%	-27%	-26%	-0%	-6%	-7%	7/7
Telekomunikacja														
Cyfrowy Polsat	trzymaj	27,90	9	4	1	34,58	-19,3%	-70%	+1%	+3%	-48%	+12%	+14%	5/7
Orange Polska	kupuj	8,20	7	6	2	7,71	+6,4%	-41%	-3%	-2%	+15%	+12%	+10%	4/3
Media														
Agora	trzymaj	10,60	1	1	0	16,05	-34,0%	-	-	-85%	+31%	+8%	+12%	2/2
Wirtualna Polska	kupuj	150,00	7	2	0	126,40	+18,7%	+14%	+16%	+6%	+6%	+8%	+3%	7/7
IT														
Asseco Poland	trzymaj	80,70	4	3	0	82,46	-2,1%	-10%	-10%	-14%	-5%	-6%	-7%	7/6
Comarch	kupuj	267,00	4	3	0	259,22	+3,0%	-11%	-9%	-13%	-4%	-3%	-7%	5/5
Gaming														
CD Projekt	kupuj	238,00	4	5	13	176,53	+34,8%	-16%	+9%	+13%	-16%	+5%	+3%	16/16
Ten Square Games	akumuluj	612,00	10	0	0	662,45	-7,6%	-15%	-3%	-15%	-10%	+2%	-6%	7/6
Przemysł														
Alumetal	równoważ	-	3	2	0	64,35	-	+18%	+6%	-	+11%	+2%	-	5/5
Amica	niedoważaj	-	0	2	1	168,50	-	-8%	+7%	-	-14%	-7%	-	2/2
Astarta	równoważ	-	1	2	1	50,73	-	+18%	+46%	+10%	+3%	+9%	-10%	4/3
Cognor	akumuluj	5,05	1	0	0	5,05	+0,0%	+27%	+15%	+0%	+18%	+9%	-2%	2/2
Famur	kupuj	3,01	2	3	0	2,68	+12,5%	-12%	+23%	+52%	-10%	+9%	+23%	4/3
Forte	przeważaj	-	2	2	0	56,00	-	+16%	+27%	-	+16%	+18%	-	4/4
Grupa Kęty	trzymaj	599,16	4	5	0	679,17	-11,8%	+0%	-5%	-4%	-1%	-6%	+4%	3/2
Kernel	kupuj	75,85	5	0	0	74,59	+1,7%	+8%	-2%	-4%	-6%	-6%	-0%	4/3
Mangata	równoważ	-	2	1	0	99,00	-	+11%	-7%	-	+4%	-7%	-	3/3
Stalprodukt	trzymaj	403,06	0	3	0	397,50	+1,4%	+5%	-6%	-1%	+5%	-0%	+2%	3/3
E-commerce														
Allegro	sprzedaj	54,00	8	6	2	78,33	-31,1%	-14%	-15%	-15%	-8%	-11%	-15%	7/6
Answear	kupuj	51,20	3	0	0	48,22	+6,2%	-0%	-3%	-1%	+6%	+4%	+4%	3/3
Shoper	trzymaj	71,50	1	2	0	70,33	+1,7%	+9%	-8%	-5%	+1%	-6%	-4%	3/3
Handel														
Dino	trzymaj	322,70	5	9	2	310,95	+3,8%	+7%	+9%	+12%	+3%	+5%	+8%	12/11
Jeronimo Martins	trzymaj	18,10	15	11	1	17,17	+5,4%	+6%	+6%	+4%	-0%	+1%	+1%	14/13

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

Aktualne rekomendacje mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Potencjał zmiany	P/E 2021	P/E 2022	EV/EBITDA 2021	EV/EBITDA 2022
Finanse						+4,6%	13,0	11,4	-	-
Alior Bank	kupuj	2021-09-01	43,72	55,00	46,16	+19,2%	17,1	10,7	-	-
BNP Paribas Polska	kupuj	2021-09-01	70,00	102,48	76,60	+33,8%	17,5	9,0	-	-
Handlowy	kupuj	2021-09-01	45,90	55,00	46,55	+18,2%	9,9	14,2	-	-
ING BSK	akumuluj	2021-09-01	231,50	250,00	231,00	+8,2%	15,7	13,7	-	-
Millennium	akumuluj	2021-09-01	6,60	7,30	6,72	+8,6%	-	8,9	-	-
Pekao	kupuj	2021-09-01	107,20	130,00	109,90	+18,3%	18,7	11,5	-	-
PKO BP	kupuj	2021-09-01	42,05	50,65	43,90	+15,4%	12,0	10,8	-	-
Santander Bank Polska	kupuj	2021-09-01	302,00	345,80	306,40	+12,9%	-	12,4	-	-
Komercni Banka	akumuluj	2021-07-06	779,00	804,77 CZK	823,00	-2,2%	16,7	12,1	-	-
Moneta Money Bank	kupuj	2021-04-09	78,20	95,50 CZK	88,95	+7,4%	15,5	12,2	-	-
Erste Group	akumuluj	2021-07-06	31,57	34,06 EUR	34,83	-2,2%	11,3	9,5	-	-
RBI	akumuluj	2021-04-09	18,52	21,00 EUR	20,94	+0,3%	10,9	9,2	-	-
OTP Bank	trzymaj	2021-06-02	15 865	15 143 HUF	18 340	-17,4%	12,4	11,3	-	-
PZU	akumuluj	2021-06-02	37,29	40,63	41,65	-2,4%	11,3	11,3	-	-
Kruk	akumuluj	2021-07-06	267,00	288,46	318,40	-9,4%	13,5	13,0	-	-
GPW	trzymaj	2021-04-09	45,76	44,48	43,80	+1,6%	11,6	12,4	-	-
Chemia						-15,7%	14,5	11,8	6,9	8,5
Ciech	trzymaj	2021-06-02	46,70	47,47	49,60	-4,3%	11,1	11,8	5,9	5,7
Grupa Azoty	sprzedaj	2021-08-04	29,64	20,97	29,74	-29,5%	17,8	-	7,9	11,3
Surowce						+34,7%	9,5	5,0	3,4	2,3
JSW	kupuj	2021-09-07	48,87	62,42	48,87	+27,7%	13,3	3,7	3,6	1,6
KGHM	kupuj	2021-06-02	208,80	245,39	180,80	+35,7%	5,8	6,3	3,2	3,1
Paliwa						+11,5%	7,6	14,6	3,7	4,6
Lotos	kupuj	2021-08-04	52,52	67,20	58,28	+15,3%	6,3	12,8	3,7	4,6
MOL	kupuj	2021-07-06	2 378	2 816 HUF	2 410	+16,8%	7,5	16,5	3,7	4,6
PGNiG	akumuluj	2021-07-06	6,58	7,45	6,28	+18,7%	8,4	9,2	3,5	3,5
PKN Orlen	redukuj	2021-07-06	77,80	70,59	74,50	-5,2%	7,8	24,0	4,7	6,9
Energetyka						+5,6%	10,1	17,1	4,9	5,1
CEZ	kupuj	2021-07-06	598,00	722,14 CZK	684,00	+5,6%	20,2	17,1	8,5	8,1
Enea	zawieszona	2021-06-02	8,76	-	9,58	-	3,8	4,7	3,3	3,0
PGE	zawieszona	2021-06-02	9,94	-	9,78	-	10,1	44,1	3,4	3,7
Polenergia	trzymaj	2021-06-02	70,20	78,59	74,50	+5,5%	28,2	29,2	14,7	14,4
Tauron	zawieszona	2021-06-02	3,40	-	3,48	-	4,6	6,4	4,9	5,1
Telekomunikacja						-13,9%	25,7	19,1	6,7	6,5
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2020-12-08	27,84	27,90	36,32	-23,2%	15,6	15,0	8,2	8,0
Orange Polska	kupuj	2020-12-08	6,52	8,20	8,08	+1,5%	35,8	23,2	5,1	5,0
Media						+12,4%	25,9	21,0	13,7	10,1
Agora	trzymaj	2021-07-06	10,40	10,60	8,52	+24,4%	-	-	12,9	8,1
Wirtualna Polska	kupuj	2021-08-25	129,00	150,00	135,00	+11,1%	25,9	21,0	14,5	12,0
IT						-1,1%	17,5	16,8	8,1	6,0
Aielleron	równoważ	2020-05-05	6,26	-	14,70	-	22,8	-	8,3	-
Asseco BS	równoważ	2020-09-02	36,00	-	35,60	-	15,4	-	10,0	-
Asseco Poland	trzymaj	2021-09-07	85,65	80,70	85,65	-5,8%	17,9	16,8	5,3	5,0
Asseco SEE	przeważaj	2020-08-07	43,70	-	40,60	-	16,1	-	8,1	-
Atende	przeważaj	2020-11-27	3,44	-	5,40	-	18,3	-	8,7	-
Comarch	kupuj	2021-03-30	219,00	267,00	239,00	+11,7%	17,5	17,1	6,9	6,6
Sygnity	kupuj	2021-09-03	9,78	11,70	10,45	+12,0%	5,5	9,4	4,9	6,0
Gaming						+24,4%	35,0	23,6	25,6	17,8
11 bit studios	zawieszona	2021-05-07	501,00	-	440,00	-	-	-	-	-
CD Projekt	kupuj	2021-09-07	188,00	238,00	188,00	+26,6%	47,6	30,6	31,8	21,4
PlayWay	zawieszona	2021-05-07	430,20	-	456,60	-	-	-	-	-
Ten Square Games	akumuluj	2021-09-07	545,00	612,00	545,00	+12,3%	22,4	16,6	19,3	14,1
Przemysł						+13,3%	10,3	10,8	6,1	6,4
AC	przeważaj	2021-04-29	37,00	-	36,90	-	14,2	12,0	9,3	8,1
Alumetal	równoważ	2021-05-31	68,00	-	59,20	-	7,2	10,8	5,6	8,0
Amica	niedoważaj	2021-04-09	153,20	-	158,80	-	11,6	11,5	6,5	6,5
Aparator	równoważ	2021-04-29	23,90	-	22,10	-	8,4	11,5	5,1	6,7
Astarta	równoważ	2021-08-27	53,80	-	49,90	-	2,8	3,6	2,0	1,9
Boryszew	równoważ	2021-05-31	3,29	-	3,60	-	22,0	14,9	7,3	6,3
Cognor	akumuluj	2021-08-31	4,52	5,05	4,30	+17,4%	3,1	6,6	2,3	4,0
Famur	kupuj	2021-09-07	2,59	3,01	2,59	+16,2%	13,0	10,0	3,5	3,3
Forte	przeważaj	2021-07-30	57,50	-	56,90	-	10,3	8,7	6,7	6,1
Grupa Kęty	trzymaj	2021-07-06	679,00	599,16	672,00	-10,8%	12,7	14,6	8,9	10,0
Kernel	kupuj	2021-07-06	54,10	75,85	57,30	+32,4%	3,5	4,1	3,2	3,6
Mangata	równoważ	2021-05-31	87,80	-	78,60	-	10,1	10,8	6,7	6,9
Mo-BRUK	akumuluj	2021-09-07	355,00	397,63	355,00	+12,0%	12,8	12,1	9,3	8,6
PKP Cargo	sprzedaj	2021-04-09	19,08	16,21	19,30	-16,0%	-	-	4,5	3,9
Pozbud	trzymaj	2021-09-06	5,16	5,24	5,10	+2,7%	11,3	9,8	7,6	7,1
Stalprodukt	trzymaj	2021-06-02	382,00	403,06	315,00	+28,0%	7,0	9,7	3,2	3,5
E-commerce						-21,0%	47,8	39,4	30,1	24,6
Allegro	sprzedaj	2020-11-18	67,89	54,00	70,65	-23,6%	67,0	53,9	37,8	32,2
Answear	kupuj	2021-08-04	33,40	51,20	37,20	+37,6%	29,5	24,1	15,6	13,4
Shoper	trzymaj	2021-08-24	74,98	71,50	67,79	+5,5%	63,5	56,5	59,5	40,2
Vercom	akumuluj	2021-07-09	54,20	59,30	53,90	+10,0%	32,1	24,9	22,3	17,0
Handel						-2,2%	23,4	22,2	12,0	12,1
AmRest	zawieszona	2020-12-08	25,80	-	30,72	-	-	-	-	-
CCC	zawieszona	2021-05-07	111,80	-	120,00	-	-	-	-	-
Dino	trzymaj	2021-09-07	339,00	322,70	339,00	-4,8%	37,5	28,9	24,8	19,0
Eurocash	zawieszona	2021-05-07	14,32	-	11,83	-	-	-	-	-
Jeronimo Martins	trzymaj	2021-09-07	18,22	18,10 EUR	18,22	-0,6%	23,4	20,5	9,6	8,4
LPP	zawieszona	2021-05-07	10 640,00	-	14 290,00	-	-	-	-	-
TIM	przeważaj	2020-12-08	18,90	-	38,70	-	21,6	22,2	12,0	12,1
VRG	zawieszona	2021-07-06	3,64	-	3,51	-	-	-	-	-

Zmiany rekomendacji w przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa		Data wydania
Asseco Poland	trzymaj	kupuj	80,70	PLN	2021-09-07
CD Projekt	kupuj	zawieszona	238,00	PLN	2021-09-07
Dino	trzymaj	zawieszona	322,70	PLN	2021-09-07
Famur	kupuj	trzymaj	3,01	PLN	2021-09-07
Jeronimo Martins	trzymaj	zawieszona	18,10	EUR	2021-09-07
JSW	kupuj	kupuj	62,42	PLN	2021-09-07
Mo-BRUK	akumuluj	kupuj	397,63	PLN	2021-09-07
Ten Square Games	akumuluj	zawieszona	612,00	PLN	2021-09-07

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa		Data wydania
Answear	kupuj	zawieszona	51,20	PLN	2021-08-04
Grupa Azoty	sprzedaj	trzymaj	20,97	PLN	2021-08-04
Lotos	kupuj	akumuluj	67,20	PLN	2021-08-04
Shoper	trzymaj		71,50	PLN	2021-08-24
Wirtualna Polska	kupuj	kupuj	150,00	PLN	2021-08-25
Astarta	równoważ	przeważaj	-	-	2021-08-27
Cognor	akumuluj	kupuj	5,05	PLN	2021-08-31
Alior Bank	kupuj	akumuluj	55,00	PLN	2021-09-01
BNP Paribas Polska	kupuj	kupuj	102,48	PLN	2021-09-01
Handlowy	kupuj	akumuluj	55,00	PLN	2021-09-01
ING BSK	akumuluj	akumuluj	250,00	PLN	2021-09-01
Millennium	akumuluj	trzymaj	7,30	PLN	2021-09-01
Pekao	kupuj	kupuj	130,00	PLN	2021-09-01
PKO BP	kupuj	kupuj	50,65	PLN	2021-09-01
Santander Bank Polska	kupuj	kupuj	345,80	PLN	2021-09-01
Sygnity	kupuj	trzymaj	11,70	PLN	2021-09-03
Pozbud	trzymaj	zawieszona	5,24	PLN	2021-09-06

Statystyki rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Biurem maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	3	4,8%	0	0,0%
redukuj	1	1,6%	0	0,0%
niedoważaj	1	1,6%	1	3,8%
trzymaj	13	21,0%	4	15,4%
równoważ	7	11,3%	1	3,8%
akumuluj	12	19,4%	10	38,5%
kupuj	20	32,3%	9	34,6%
przeważaj	5	8,1%	1	3,8%

Kalendarium wydarzeń

Data	Spółka	Wydarzenie
8 wrz	Kruk	Publikacja wyników za 2Q'21
8 wrz 11:00	Aparator	Telekonferencja z Zarządem
8 wrz 11:00	ML System	Telekonferencja z Zarządem
9 wrz	Grupa Azoty	Publikacja wyników za 2Q'21
9 wrz 10:00	Mangata	Telekonferencja z Zarządem
9 wrz 11:00	Kruk	Telekonferencja z Zarządem dla polskich inwestorów (link)
9 wrz 15:00	Kruk	Telekonferencja z Zarządem po angielsku (www.incommuk.com/customers/online ; PIN: 746229)
9 wrz	Mangata	Publikacja wyników za 2Q'21
14 wrz	Atende	Publikacja wyników za 2Q'21
14 wrz 10:00	XTPL	Dzień Inwestora
14 wrz	Huuuge	Publikacja wyników za 2Q'21
14 wrz	PGE	Publikacja wyników za 2Q'21
15 wrz	Ailleron	Publikacja wyników za 2Q'21
15 wrz 11:00	Atende	Konferencja z Zarządem, NYX Hotel w Warszawie
15 wrz	Forte	Publikacja wyników za 2Q'21
15 wrz 10:30	Huuuge	Telekonferencja wynikowa 2Q'21
15 wrz	Tauron	Publikacja wyników za 2Q'21
16 wrz	Enea	Publikacja wyników za 2Q'21
16 wrz	GPW	Publikacja wyników za 2Q'21
22 wrz	TIM	Publikacja wyników za 2Q'21
23 wrz	CD Projekt	Wygaśnięcie lock-up dla 4,5 mln akcji objętych w programie menadżerskim.
23 wrz	Ciech	Publikacja wyników za 2Q'21
24 wrz	Amica	Publikacja wyników za 2Q'21
24 wrz	Boryszew	Publikacja wyników za 2Q'21
28 wrz	Trans Polonia	Publikacja wyników za 2Q'21
28 wrz	TIM	Telekonferencja wynikowa 2Q'21
30 wrz	Feerum	Publikacja wyników za 2Q'21
30 wrz	PlayWay	Publikacja wyników za 2Q'21
30 wrz	Pozbud	Publikacja wyników za 2Q'21

Makroekonomia

Produkt Krajowy Brutto w 2Q

Wstępny wynik PKB w II kwartale okazał się wyższy niż wskazywał na to szybki szacunek GUS. PKB wzrósł o 11,1% r/r (szybki szacunek wskazywał na +10,9% r/r). W porównaniu do danych miesięcznych z gospodarki (produkcja przemysłowa, sprzedaż) jest to jednak wciąż pewien zawód - głównym winowajcą gorszego niż oczekiwaliśmy jeszcze miesiąc temu wyniku PKB są inwestycje, które wzrosły tylko o 5% r/r. Konsumpcja natomiast wzrosła o 13,3% r/r. Taki wynik PKB oznacza, że strumień produktu przebił wartości sprzed pandemii i jest już wyższy niż ten notowany w IV kwartale 2019 roku. To nie jest niespodzianka - do takich samych wniosków można było dojść już po szybkim szacunku (teraz skala nadrobienia jest tylko nieco większa). Na przedpandemicznym poziomie znajduje się też już spożycie w sektorze gospodarstw domowych (0,3% powyżej wartości z IV kw. 2019 roku). Warty podkreślenia jest fakt, że to nie pierwszy po-covidowy kwartał, kiedy mamy do czynienia z podobną sytuacją (konsumpcja zanotowała analogiczny poziom w III kw. 2020 roku - powiązania z zakresem funkcjonowania usług i skalą restrykcji wydają się być oczywiste). Od poziomów sprzed pandemii oddalił się natomiast strumień inwestycji, który obecnie znajduje się 10,1% sprzed wartości w IV kw. 2019 roku (do fenomenu inwestycji wrócimy w dalszej części komentarza). Zarówno PKB, konsumpcja jak i inwestycje są wciąż daleko od poziomów wyznaczanych przez liniowe trendy z poprzednich lat. Jeśli więc dla niektórych decydentów (np. w gronie RPP) powrót gospodarki do stanu sprzed pandemii wyraża się powrotem do trendu, to tu polska gospodarka ma jeszcze sporo do nadrobienia.

Kompozycja zaskoczyła. Niespodzianką nie był udział spożycia w sektorze gospodarstw domowych, które do wzrostu PKB dodało 7,4 pp. W pierwszej kolejności za wynik konsumpcji odpowiada baza z roku ubiegłego. Dodatkowo w drugim kwartale tego roku widoczny był już wpływ otwierania części usług i realizacji odłożonego popytu (choć nie w aż takiej skali jak prognozowaliśmy). Spożycie publiczne dodało 0,7 pp. do wzrostu PKB (tu bez niespodzianek). Głównym źródłem zaskoczenia jest natomiast akumulacja. Zaskoczył zarówno wysoki wkład zapasów (+2,9 pp. do wzrostu PKB) jak i niski wzrost inwestycji (+0,8 pp. do wzrostu). Do tego doszedł kolejny kwartał z ujemnym eksportem netto (-0,7 pp.). Można domniemywać, że jeśli w tak trudnych warunkach podaźowych, zapasy były w stanie się częściowo odbudować, proces ten będzie trwał nadal i będzie to fenomen globalny.

Zaskoczenie na inwestycjach powodowane jest w dużej mierze wynikiem I kwartału. Teraz wiemy już, że tamten odczyt nie był sygnałem silnego odbicia, a anomalią. Tej na razie nie umiemy wyjaśnić - na tak słaby wynik nie wskazywały zarówno dane o nakładach inwestycyjnych z wyników finansowych przedsiębiorstw, ani miesięczne dane o produkcji sprzedanej przemysłu i budownictwie (możliwe są jednorazowe przesunięcia inwestycji między kwartałami, albo duże dysproporcje w nakładach w I i II kwartale w sektorze publicznym). Perspektywy inwestycji mimo wszystko pozostają dobre (choć jest tu zdecydowanie bardziej umiarkowany optymizm niż po danych z zeszłego kwartału). Nastroje przedsiębiorstw są dobre (PMI) lub umiarkowanie dobre, ale rosną (wskaźniki GUS). Do tego dochodzi perspektywa wydatków uniijnych (na razie jeszcze uśpionych), która również będzie podbijać wyniki inwestycji. Na razie cykl inwestycyjny wygląda dużo bardziej normalnie niż myśleliśmy (z niecierpliwością czekamy na III kwartał, który znów wprowadzi w tym aspekcie nowe zamieszanie).

Dane nie zmieniają naszej prognozy PKB na cały 2021 rok. Wciąż twierdzimy, że wzrost wyniesie 5,7% r/r. Zmiany w strukturze mogą wprowadzić pewne zawirowania w

kwartalnych dynamikach i samej kompozycji, ale nie spodziewamy się, by przełożenie na wzrost ogółem było istotne. Czekamy w pierwszej kolejności na wyniki III kwartału, który jest okresem funkcjonowania przy znikomych restrykcjach, co może powodować niespodzianki w górę.

Produkcja przemysłowa

Produkcja przemysłowa zdaje się nic sobie nie robić z szeroko obecnych problemów z łańcuchami dostaw czy surowcami. Wzrosła w lipcu o 9,8%, co oznacza utrzymywanie się na silnym trendzie sprzed pandemii. Sporą niespodziankę (w górę) sprawiły natomiast ceny producentów, które wzrosły o 8,2% r/r. To najwyższe tempo PPI od dekady. Wynik produkcji sprzedanej przemysłu był nieco słabszy niż oczekiwał konsensus (9,8% r/r vs oczekiwane 10,8% r/r), ale dużo lepszy od naszej prognozy (7% r/r). Spodziewaliśmy się przejściowego spowolnienia produkcji w związku właśnie z niedoborami materiałów i surowców oraz niskim stanem zapasów (to produkcja sprzedana). W danych (prawie) nie widać jeszcze zakładanych przez nas problemów podaźowych i efektów cenowych. Nie musi to oznaczać, że one zupełnie nie istnieją (istnieją w natężeniu nie widzianym nigdy i wiemy to z badań koniunktury), firmy jakoś sobie z nimi radzą i trudno zidentyfikować - poza nielicznymi wyjątkami, o czym niżej - sekcje, które są wyraźnie "uziemiane" przez czynniki podaźowe.

Produkcja wciąż pozostaje na przyspieszonym trendzie sprzed pandemii (przyspieszonym, bo bardziej nachylonym w porównaniu do np. trendu z ostatnich 10 lat). Warty podkreślenia jest fakt, że lipiec był miesiącem, w którym udało się niejako domknąć lukę w przemyśle wynikającą z pandemii - miara skumulowanego odchylenia od trendu z ostatnich kilkunastu miesięcy w końcu zawitała na dodatnie terytoria. Innymi słowy, strumień produkcji "stracony" przez pandemię został z nawiązką nadrobiony.

Przyzwyczailiśmy się po ostatnich odczytach do silnych wzrostów r/r w niemal każdej branży (baza z roku ubiegłego). Teraz nie jest to już tak oczywiste i spadki dynamiki r/r odnotowano w 7 działach (na 34). Rolę odgrywają dni robocze (-1 r/r), ale nie tylko. Warto zwrócić uwagę na kategorię związaną z produkcją samochodów, która od kilku miesięcy wyraźnie zwolniła - to tu jak w soczewce skupiają się wspomniane problemy podaźowe. W lipcu odnotowano w tej kategorii spadek produkcji o 4,7% r/r. Analizując odsezonowane indeksy widać też spowolnienie w produkcji urządzeń elektrycznych. W ujęciu rok do roku spadła również produkcja sprzedana w kategorii produkcja mebli (do problemów z surowcami dochodzi też w dużej mierze baza z zeszłego roku, kiedy w lipcu notowano silny wzrost). Kolejny miesiąc z rzędu słabo radziła sobie również produkcja skór i wyrobów ze skór (najmocniejszy spadek ze wszystkich kategorii: -21,1% r/r, to jednak bardzo mała kategoria). Dobrze radziła sobie natomiast kategoria związana z naprawą i instalacją maszyn i urządzeń (można szukać powiązania z relatywnie niską bazą z roku ubiegłego), na drugim miejscu w rankingu najszybciej rosnących kategorii znalazła się produkcja urządzeń elektrycznych (tu już efektów bazy byśmy nie szukali, lipiec zeszłego roku był w niej dobry). W najbliższych miesiącach w produkcji najważniejszym tematem będą nadal czynniki podaźowe. Będą one negatywnie odbijać się na wynikach tej kategorii, a sygnały, które do tej pory pojawiają się głównie w ankietach koniunktury, znajdą swoje odzwierciedlenie również w realnych danych.

Ceny producentów zaskoczyły in plus z dynamiką +8,2% r/r. To najwyższe tempo wzrostu cen producentów od dekady. Duża w tym zasługa cen ropy naftowej, jednak wyłączając sekcje

bezpośrednio związane z tym surowcem dochodzimy do cen bazowych, które rosną w tempie 5,1%, które dawno nie było notowane. Szok cenowy dotyczy wszystkich sekcji przetwórstwa przemysłowego. Co ciekawe, ten szok cenowy jest wyjątkowo zsynchronizowany między krajami.

Obstawiamy, że szok cenowy będzie w kolejnych miesiącach wygasał (wzrosty miesięczne będą niższe), aczkolwiek można się spodziewać transmisji tego szoku pomiędzy sekcjami i dalszych dostosowań cen względnych. Tym samym ceny producentów zwolnią, ale powrót do przyzerowych dynamik rocznych jest naszym zdaniem mało prawdopodobny. Firmy, podobnie jak konsumenci, mają bufor finansowy, popyt jest duży i to samo dotyczy chęci budowania zapasów. Nie ma powodów do obniżania cen. W warunkach ograniczonej podaży (to może potrwać do czasu opanowania wirusa szczepieniami w całej Azji i większości EM, a więc nie miesiące ale jeszcze kwartały) bardzo mało prawdopodobne jest wystąpienie agresywnej walki cenowej. Z naszym zgrubnych obliczeń wynika, że to jeszcze nie szczyt. Kolejny odczyt przekroczy 9%.

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna w cenach stałych w lipcu wzrosła tylko o 3,9% r/r. Piszemy "tylko", bo konsensus oczekiwał lepszego wyniku (4,8% r/r). My zawiedzeni nie jesteśmy, bo tyle wynosiła nasza prognoza (prawie tyle, dokładniej to 4% r/r). Sprzedaż po odsezonowaniu spadła w porównaniu do czerwca tego roku o 1,5% m/m. Oznacza to, że oddaliła się od przedpandemicznego trendu. To oznacza z kolei, że strumień sprzedaży, który pozostał do nadrobienia (skumulowane odchylenie od trendu z lat 2014-19), powiększył się. Nieodsezonowana sprzedaż detaliczna w ujęciu miesięcznym wzrosła o 2,1%. To zdecydowanie słabszy wzrost niż ten notowany rok temu (wówczas wzrost sprzedaży w lipcu wynosił 6,5% m/m), ale jak podkreślaliśmy w kilku wcześniejszych komentarzach, wynika to z odmiennego harmonogramu otwierania gospodarki, innych zachowań konsumentów i skali odłożonego popytu. Można pokusić się o stwierdzenie, że powyższe czynniki (szczególnie wpływ otwierania) nie ma już większego przełożenia na sprzedaż detaliczną - miesięczny wzrost nie odbiega od tego notowanego w latach przed pandemią. Należy przyzwyczajać się do coraz bardziej "normalnych" liczb, ten odczyt to jeden z przykładów. Coraz mniejszy wpływ ma też efekt bazy. Warto jednak podkreślić, że nie jest to aż tak zły wynik, jak wskazywałyby to na to np. wydatki kartowe (tam odnotowano spadki m/m). To jednak nie jedyne powody spowolnienia sprzedaży. Przyczyn szukać można też w rosnących cenach (dawno niewidziany poziom inflacji, wysoki deflator sprzedaży) i zmianie struktury konsumpcji. Jak zapowiadaliśmy we wcześniejszych komentarzach pałeczkę będą przejmować usługi. To właśnie w przeniesieniu części wydatków konsumpcyjnych z towarów na usługi (np. gastronomia) doszukiwalibyśmy się jednego z powodów gorszych od oczekiwań wyników sprzedaży. Jednocześnie pozostajemy stosunkowo optymistyczni co do prognoz konsumpcji jako całości (skoro to tylko przepływ od towarów do usług). Nasz optymizm podtrzymywany jest m.in. przez dobrą sytuację rynku pracy.

Spadki w ujęciu rok do roku odnotowano w kategorii dot. sprzedaży mebli, RTV i AGD (-1,9% r/r). Powodowane one były w pierwszej kolejności wysoką bazą z roku ubiegłego (lipiec był jednym z tych miesięcy kiedy doposażano mieszkania po okresie pierwszych restrykcji), choć warto podkreślić, że ostatnio ta kategoria spowalnia. Najsilniej spadła sprzedaż pojazdów samochodowych, motocykli i części (też częściowo baza). Największe wzrosty r/r odnotowano w przypadku sprzedaży odzieży i obuwiu, ale to kategoria, która też zaczyna wyhamowywać po okresie powrotu konsumentów do sklepów. Coraz mniejszy jest też udział sprzedaży przez

Internet (spadł z 8,1% do 7,4%), co nie powinno zaskakiwać - preferencje zakupowe wracają do tych obserwowanych przed restrykcjami.

Inflacja

Inflacja CPI 5,4%. Inflacja bazowa 3,9%. Tak wygląda szacowany krajobraz inflacyjny. Spodziewaliśmy się inflacji na poziomie 5,2% z inflacją bazową okraciem pomiędzy 3,8-3,9%. Spodziewaliśmy się jednak również, że ceny żywności będą jednak bliższe typowego wzorca. Zamiast tego zobaczyliśmy jedynie niewielki spadek w tej kategorii* (-0,3% m/m), co w połączeniu z dobrze odgadniętą skalą podwyżki cen gazu (cała kategoria energia +0,8%) i paliw (+1,8%) dało mieszaną wybuchową i poskutkowało wzrostem inflacji do 5,4%. Gdyby nie wyższe ceny żywności, inflacja okazałaby się zgodna z naszą prognozą. Inflacja bazowa rośnie, ale z naszej perspektywy wygląda to raczej jak "dożynki" w kategoriach wrażliwych na otwieranie gospodarki. Nie znamy też dokładnej kompozycji tej części inflacji. Nasze prognozy sugerują, że w najbliższych miesiącach/kwartałach inflacja bazowa nie będzie się plasowała już wyżej. Raczej zaobserwujemy konsolidację lub lekkie opadanie. To będzie jednak nadal historycznie wysoki poziom inflacji bazowej. Inflację CPI dźwigać będą w tym czasie inne czynniki: ceny żywności oraz ceny energii elektrycznej i gazu. Od dłuższego czasu wspominaliśmy, że najwyższy odczyt inflacji przypadnie na grudzień (cały czas kręci się w okolicach 5,6% - parę miesięcy temu wyglądał absurdalnie, ale teraz gwałtownie nabiera realności), a inflacja w 2022 roku nie ma szans do powrotu do przedziału wahań. Wypada nam w tym miejscu tylko podtrzymać nasze prognozy - konsensus rynkowy zaczyna być z nimi coraz bardziej zbliżony.

Co z tym robi RPP? Sytuacja robi się coraz bardziej skomplikowana. Arytmetycznie nie ma szans na szybki spadek inflacji w kolejnych kwartałach. Poziom cen został wydzwignięty do takiego poziomu, że baza która do tej pory generowała spadki inflacji w 2022 roku istotnie przesuwa się na dalszą część roku. To z kolei sprawia, że przy projekcji inflacyjnej nie będzie obecnego "siodełka", a inflacja opadać będzie pewnie do celu przez cały okres od góry. Do tej pory projekcja wyglądała tak i już teraz jest solidnie niedostrzelona. Przy tak zmienionej projekcji inflacyjnej (i bardzo podobnym kształcie do tej z Czech, czy Węgier) najprostszym rozwiązaniem byłoby prawdopodobnie szybkie wejście w podwyżki stóp procentowych i potwierdzanie w kolejnych projekcjach, czy faktycznie już przy "tym właśnie" poziomie stóp procentowych inflacja wraca do celu. To myślenie naszym zdaniem zbliżone do tego, które prezentują teraz jastrzębie. Ostatni zapis "Minutes" RPP sugeruje jednak, że większość nadal traktuje inflację jak szok cenowy (zmniejszenie dochodu realnego) i nie widzi inflacji popytowej. Odczyt wiedziony przez ceny żywności sprzyja takiemu myśleniu. Ten konsensus mógł się nieco pozmieniać, ale z perspektywy rozumowania na podstawie szoku cenowego, wyższa inflacja nie powinna robić członkom RPP większej różnicy - ot, wzrosło to i w pewnym momencie szybciej będzie spadać. Faktycznie, w zakresie obserwowanego obecnie szoku cenowego związanego z otwieraniem gospodarki, to rozumowanie jest poprawne. Inflacja w Polsce ma jednak (i będzie miała) silny komponent popytowy widoczny w wysokiej dynamice cen w usługach pracochłonnych i nie będzie od tego ucieczki. Prędzej czy później ten efekt będzie musiał zostać rozpoznany i zaatakowany podwyżkami stóp. I tu dochodzimy do preferencji RPP. Sytuacja jest naszym zdaniem w tym momencie już krystalicznie jasna. Mniej więcej wiadomo, co pokaże projekcja inflacji i RPP może się do tego już odnieść na wrześniowym posiedzeniu. Gdyby RPP chciała koncentrować się na 2022 roku w swoich działaniach, mogłaby podnieść stopy już na wrześniowym posiedzeniu,

gdyż wiadomo, że przez kolejny rok celu inflacyjnego nie zrealizuje. Zobaczymy jaka będzie retoryka po tym posiedzeniu, ale na razie wciąż widzimy większą szansę na podwyżkę w I kwartale 2022 niż w listopadzie. Powód wciąż ten sam - kolejne przeszczerzenie projekcji inflacyjnej dość dobrze już obejmującej 2023 rok (powyżej celu). Plus obawy epidemiczne. Ustaną pewnie na dobre w 2022 roku.

Rynek pracy

Dane dot. przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw i przeciętnego wynagrodzenia były słabsze od oczekiwań. Zatrudnienie wzrosło o 1,8% r/r (konsensus i nasza prognoza wynosiły 2% r/r). Płace wzrosły natomiast o 8,7% r/r (konsensus: 8,6% r/r, nasza prognoza: 9,1% r/r). Daleko jednak nam do stwierdzenia, że te dane były słabe. Taki wynik zatrudnienia oznacza, że w lipcu zwiększyło się ono tylko o 2,4 tys. etatów. To stosunkowo słaby wynik jak na ten miesiąc i nie chodzi tu nam o porównanie z zeszłorocznym lipcem, w którym notowano rekordowe przyrosty. Nawet biorąc pod uwagę "normalne" lipce zeszłych lat, wzrost o nieco ponad 2 tys. etatów klasyfikował by go w końcówce rankingu. Nie zrealizował się więc zakładany przez nas scenariusz szerszych powrotów do pracy (tych już najprawdopodobniej nie zobaczymy w danych - kto miał wrócić ten wrócił). Okres powrotu do pełnych wymiarów etatu też już się pewnie zakończył, więc nie przekładał się na wzrosty zatrudnienia. Należy po prostu przyzwyczajać się do bardziej "zwykłych" liczb notowanych w poprzednich latach i odzwyczajać od ponadnormalnych przyrostów z okresów wychodzenia z obostrzeń. Firmy ciągle borykają się z barierą braku pracowników. Jeśli kwestia słabego zatrudnienia ma korzenie podażowe, to tym bardziej nie ma się czym przejmować: to minie (ale pewnie przywrócenie równowagi będzie wymagało szybszych wzrostów płac). Firmy mogły też pozostawać stosunkowo ostrożne wobec zatrudniania nowych osób w obliczu możliwych restrykcji związanych z IV falą pandemii (po co zatrudniać, skoro nie wiadomo czy zaraz nie trzeba będzie zwalniać). To jednak naszym zdaniem najsłabszy powód, który przyszedł nam do głowy. Możliwy jest również wpływ rozliczenia środków z Tarczy Finansowej (nie trzeba już utrzymywać takiego poziomu zatrudnienia jak przed pandemią), jednak nie przecenilibyśmy jego skali (nie był on widoczny w poprzednich odczytach, powinien rozmyć się na kilka wcześniejszych miesięcy).

Za słabszym odczytem zatrudnienia podążał też słabszy wynik płac. W pierwszej kolejności za spadek rocznej dynamiki wynagrodzeń (z 9,8% r/r do 8,7% r/r) odpowiada oczywiście baza statystyczna z roku ubiegłego. Do tego dochodzi stosunkowo niekorzystna różnica dni roboczych (jak na lipiec). Tu również sytuacja bardziej wraca do przed-pandemicznej normy (niż każe bić na alarm). Nie widać rozpędzenia płac związanego z wysoką inflacją, ale efekt krzywej Philipsa (tak go nazwijmy) każe na siebie raczej poczekać do momentu, kiedy stopa bezrobocia powróci w niższe poziomy. Te efekty mogą być też na razie na tyle subtelne, że ciężko je odfiltrować. Być może więc nie należy mówić, że efekt nie występuje, co nie potrafimy go zdiagnozować (ani potwierdzić, ani obalić). Jeśli zasadne są obawy przed IV falą w zatrudnieniu, to może to też rzutować na dynamikę płac i osłabienie konkurencji o pracownika: skoro nie zatrudniam, to nie zachęcam nowych pracowników wyższą pensją.

mBank Research

(M. Mazurek, M. Zdrolik, A. Wytrykowska, J. Kownacki)

research@mbank.pl

Surowce

JSW

kupuj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Wyraźnie wzrosty cen węgla koksującego (obecnie w Australii ponad 250 USD/t) implikują, że naszym zdaniem oczyszczona o zdarzenia jednorazowe EBITDA Grupy wzrośnie do ~ 930 mln PLN w 3Q'21 oraz 1100 mln PLN w 4Q'21. Źródła rynkowe podają, że do końca października ceny węgla koksującego mogą wzrosnąć nawet do 280 USD/t z uwagi na duży popyt i problemy po stronie podaży. To również pozwala z większym optymizmem spojrzeć na 2022 rok, kiedy Grupa powinna uruchomić wydobycie z wysoko gatunkowego złoża Jastrzębie do SRK (około 200 mln PLN oszczędności rocznie). Podwyższamy nasze średnie ceny węgla na lata 2021-2023 oraz obniżamy cele wydobycia i wolumenu sprzedaży. Mimo znacznych inwestycji oczekujemy, że Grupa wygeneruje pozytywny przepływ gotówki z działalności operacyjnej w 2H'21, a w 2022 roku na bilansie znów pojawi się gotówka netto (zakładamy 770 mln PLN). Podwyższamy naszą cenę docelową do 62,42 PLN/akcja (wcześniej 48,09 PLN/akcja) oraz podtrzymujemy rekomendację kupuj.

cena bieżąca

48,87 PLN

potencjał zmiany

cena docelowa

62,42 PLN

+27,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	62,42 PLN	2021-09-07	
poprzednia	kupuj	48,09 PLN	2021-04-09	
Podstawowe dane			JSW PW	vs. WIG
ticker	JSW PW	zmiana 1M	+43,3%	+37,7%
ISIN	PLJSW0000015	zmiana YTD	+88,3%	+61,8%
liczba akcji (mln)	117,4	średni obrót 1M	46,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	5 737,9	średni obrót 6M	30,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	6 482,2	EV/EBITDA 12M fwd	4,1	+50,8%
free float	44,8%	EV/EBITDA 5Y avg	2,7	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	8 672	6 989	10 275	10 710	10 069
EBITDA skor.	1 839	-400	2 105	3 320	2 519
marża EBITDA	21,2%	-5,7%	20,5%	31,0%	25,0%
EBIT skor.	806	-1 505	947	2 018	1 188
zysk netto skor.	548	-1 348	662	1 534	864
P/E skor.	10,5	-	8,7	3,7	6,6
P/BV	0,7	0,8	0,8	0,6	0,6
EV/EBITDA skor.	2,6	-	3,1	1,6	2,2
DPS	1,71	0,00	0,00	0,00	6,53
DYield	3,5%	0,0%	0,0%	0,0%	13,4%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
EBITDA (skor.)			+0,6%	+51,9%	+1,3%
zysk netto (skor.)			+1,5%	+150,4%	+3,5%
węgiel koksowy (PLN/t)			+21,1%	+16,1%	+3,2%
węgiel do celów energetycznych (PLN/t)			-14,5%	0,0%	0,0%
koks (PLN/t)			+9,7%	+21,4%	+5,2%
prod. węgla (tys. t)			-5,8%	-3,6%	-3,5%
prod. w. koks. (tys. t)			-5,8%	-3,6%	-3,5%
prod. koksu (tys. t)			-6,8%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
prod. węgla (tys. t)	14 762	14 385	14 144	15 370	17 050
prod. w. koks. (tys. t)	10 208	11 062	11 310	12 296	13 640
udział węgla koks. (%)	1	1	1	1	1
prod. w. ener. (tys. t)	4 554	3 323	2 834	3 074	3 410
prod. koksu (tys. t)	3 170	3 331	3 633	3 700	3 500
przepływy oper.	1 538	355	2 195	2 902	2 092
amortyzacja	1 034	1 105	1 158	1 302	1 332
kapitał obrotowy	-162	126	485	-29	-179
przepływy inw.	-2 261	-1 811	-1 870	-1 670	-1 400
CAPEX	2 181	2 047	1 870	1 670	1 400
przepływy fin.	-180	1 442	-120	-114	-877
dywidenda/buyback	-201	0	0	0	-767
FCF	-691	-2 002	617	1 259	736
FCF/EBITDA	-38%	500%	29%	38%	29%
CFO/EBITDA	84%	-89%	104%	87%	83%

Bilans

(mln PLN)	2019P	2020	2021P	2022P	2023P
aktywa	14 926	15 031	15 856	17 518	17 426,14
aktywa trwałe	10 391	11 027	11 738	12 125	12 229,21
kapitał własny	8 463	6 920	7 353	8 886	8 983,351
udział mniejszości	388	397	397	397	396,8
dług netto	-1 252	553	347	-770	-584,857
dług netto/EBITDA (x)	-68%	-138%	17%	-23%	-23%
dług netto/kap. wł. (x)	-15%	8%	5%	-9%	-7%

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	5,5	4,7	5,3	1,6	1,5	1,5
maksimum	52,4	83,4	82,5	59,9	7,9	7,7
mediana	15,1	7,6	8,0	8,8	4,6	4,2
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)	162	171	157	152	152	152	152	152	152	152	152
w. energet. (PLN/t)	225	263	263	263	263	263	263	263	263	263	263
koks (USD/t)	346	371	289	274	274	274	274	274	274	274	274
przychody	10 275	10 710	10 069	10 085	9 961	9 955	9 957	9 959	9 961	9 964	9 966
EBITDA	1 822	3 320	2 519	2 498	2 341	2 241	2 125	2 007	1 958	1 841	1 716
marża EBITDA	17,7%	31,0%	25,0%	24,8%	23,5%	22,5%	21,3%	20,2%	19,7%	18,5%	17,2%
EBIT	664	2 018	1 188	1 158	986	876	759	642	584	457	316
podatek	103	362	205	199	171	154	132	110	99	74	47
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	485	-29	-179	19	-25	-8	-7	-7	-3	-8	-9
FCF	617	1 259	736	918	746	679	586	490	456	358	259
PV FCF	605	1 137	613	704	527	442	352	271	233	168	
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	5 052,6
dług netto	552,7
inne korekty	396,8
wycena DCF na akcję (PLN)	47,15

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	70,27
DCF	50%	47,15
cena wynikowa		58,71
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		62,42

Gaming

CD Projekt

kupuj (nowa)

Piotr Poniatowski

+48 22 438 24 09

piotr.poniatowski@mbank.pl

W niniejszej publikacji wznawiamy pokrycie analityczne dla spółki. W najbliższym czasie kluczowe dla spółki będzie „dowiezienie” premier Wiedźmina 3 oraz Cyberpunk 2077 na konsole nowej generacji. Po nieudanej zeszłorocznej premierze Zarząd stara się zabezpieczającą stwierdzać, że „nie można mieć całkowitej pewności że data premiery nie zostanie przełożona” (naszym zdaniem komentarz ten bardziej dotyczy CP2077 niż W3). Niemniej jednak, obu premier oczekujemy w grudniu. Uważamy, że CP2077 na next-gen przyniesie zmianę sentymentu do gry, spowoduje wzrost zainteresowania tytułem oraz przywróci jego sprzedaż. W połowie 2022 roku oczekujemy premiery płatnego dodatku do CP2077, drugiego w połowie 2023 r., a trzeciego (z elementami multiplayer) w 2024 r. Zakładamy, że studio jest w stanie, tak jak zapowiedziało, równocześnie pracować nad dwoma franczyzami, także zakładamy premiery nowych gier AAA w 2026 roku (Wiedźmin) oraz w 2028 roku (Cyberpunk), a następnie około 6-letni cykl wydawniczy. Biorąc pod uwagę sukces RDR2 i sprzedaż nowego Wiedźmina, zakładamy naszym zdaniem konserwatywnie – marka Wiedźmin posiadać będzie znacząco wyższą bazę fanów niż RDR, a liczba konsol będzie na porównywalnym poziomie co przy RDR2. Wycena porównawcza oparta o wskaźniki z lat 2021-23 naszym zdaniem nie odzwierciedla długoterminowego potencjału spółki i jest istotnie zaniżona przez aktualny dołek wynikowy. Oczekujemy, że w długim terminie CD Projekt jest w stanie generować wysoki FCF, wypłacać stałą dywidendę oraz z powtarzalnością publikować gry wysokiej jakości (i dobrze sprzedające się). Patrząc przez długoterminowy pryzmat wyceny zalecamy kupowanie akcji CD Projekt wyznaczając cenę docelową na 238 PLN.

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2021P	2022P
prod. Gier (S)	369	1 896	934	1 086	917
prod. Gier (EBIT)	177	1 131	447	652	547
prod. Gier (marża)	47,9%	59,7%	47,8%	60,1%	59,7%
GOG.com (S)	162,3	343,7	237,6	271,5	323,8
GOG.com (EBIT)	3,6	26,2	4,7	15,3	30,0
GOG.com (marża)	2,2%	7,6%	2,0%	5,6%	9,3%
przepływy oper.	217	698	1 243	734	636
amortyzacja	8	14	19	20	21
kapitał obrotowy	-128	-1 001	946	-11	7
przepływy inw.	-176	-175	-391	-177	-121
CAPEX	-92	-19	-28	-22	-25
nakłady na produkcję	-165	-203	-144	-155	-96
FCF	-180	192	1 292	569	532
FCF/EBITDA	230%	70%	77%	56%	8%
CFO/EBITDA	221%	91%	92%	95%	99%

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
Wiedźmin 3 (tys.)	5 585	3 060	3 038	1 332	1 058	371	0	0	0	0	
CP2077 (tys.)	7 500	8 625	6 900	5 520	3 698	2 478	1 660	830	0	0	
kolejne gry AAA (tys.)	0	0	0	0	0	20 000	10 000	28 000	15 850	14 620	
przychody	1 164	1 358	1 241	969	606	4 117	2 297	5 111	2 803	2 286	2 354
EBITDA	563	808	688	491	226	3 102	1 507	3 816	1 879	1 497	1 542
marża EBITDA	48,4%	59,5%	55,5%	50,7%	37,3%	75,3%	65,6%	74,7%	67,0%	65,5%	65,5%
EBIT	451	668	577	343	95	2 860	1 389	3 515	1 701	1 318	1 358
podatek	45	51	42	25	6	201	100	250	123	95	98
CAPEX	-172	-177	-121	-206	-223	-304	-165	-201	-28	-29	-29
kapitał obrotowy	946	-11	7	16	21	-203	105	-162	133	30	30
FCF	1 292	569	532	275	18	2 395	1 347	3 203	1 861	1 403	1 704
PV FCF	1 259	511	441	210	13	1 552	805	1 763	944	656	-
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%

cena bieżąca
cena docelowa

188,00 PLN

238,00 PLN

potencjał zmiany

+26,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	238,00 PLN	2021-09-07	
poprzednia	zawieszona		2021-05-07	
Podstawowe dane		CDR PW	vs. WIG	
ticker	CDR PW	zmiana 1M	+8,0%	+2,4%
ISIN	PLOPTTC00011	zmiana YTD	-30,3%	-56,9%
liczba akcji (mln)	100,7	średni obrót 1M	68,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	18 938,9	średni obrót 6M	117,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	17 900,6	EV/EBITDA 12M fwd	23,2	-5,8%
free float	65,1%	EV/EBITDA 5Y avg	24,7	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	521	2 139	1 164	1 358	1 241
EBITDA	218	1 425	563	808	688
marża EBITDA	41,8%	66,6%	48,4%	59,5%	55,5%
EBIT	180	1 157	451	668	577
zysk netto	175	1 154	397	618	542
P/E	-	16,4	47,6	30,6	35,0
P/BV	16,3	8,7	9,0	7,0	6,4
EV/EBITDA	80,8	12,8	31,8	21,4	24,8
DPS	1,05	0,00	5,00	0,00	3,07
DYield	0,6%	0,0%	2,7%	0,0%	1,6%

Założenia i Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Wiedźmin 3 (S)	358	497	257	128	113
Cwint (S)	19	32	34	45	41
Cyberpunk 2077 (S)	0	1 558	601	881	736
produkcja w toku	386	407	368	402	408
środki pieniężne	49	563	988	1 559	1 788
dług netto	-461	-563	-1 020	-1 590	-1 820
dług netto/EBITDA (x)	-2,1	-0,4	-1,8	-2,0	-2,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
minimum	21,5	19,1	10,0	6,0	7,0	5,8
maksimum	59,5	81,9	24,0	38,8	37,2	15,0
mediana	26,4	22,6	19,5	16,9	15,1	12,4
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	3,0%
zdyskontowana wartość FCF	13 358
dług netto	-1 020
inne korekty	0
wycena DCF na akcję (PLN)	223,70

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	0%	115,28
DCF	100%	223,70
cena wynikowa		223,70
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		238,00

Ten Square Games akumuluj (nowa)

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

W niniejszej publikacji wznawiamy pokrycie analityczne dla spółki. Wybuch pandemii skokowo zwiększył liczbę graczy Fishing Clash (FC), a przez to osiągane przychody. W ostatnich kwartałach liczba graczy spada (ponad 2x spadek średniej w 2Q'21 vs. 2Q'20) jednak spółka bardzo skutecznie ich monetyzuje (wzrost ARPU z FC o 70% vs. 2Q'20). Zdaniem Zarządu pierwsze wyniki osiągane przez FC w Chinach są „lepsze od oczekiwań”, jednak uważamy że same oczekiwania były bardzo nisko zawieszone. W naszych prognozach pierwszych istotnych wpływów z chińskiej wersji FC oczekujemy dopiero od 2Q'22. Dla Hunting Clash (HC) zakładamy utrzymanie wzrostu ARPU w najbliższych latach przy powolnym odpływie graczy (gra jest zdecydowanie nakierowana na konkretnego amerykańskiego gracza, nie zakładamy by gra miała kiedykolwiek trafić do Chin). TEN analizuje rynek pod kątem przejęć, gdzie mógłby wspomagać firmy swoim systemem marketingu i monetyzacji, infrastrukturą, know how. W lipcu spółka przejęła włoski podmiot Rortos, specjalizujący się w symulatorach latania. W całej Grupie aktualnie na etapie produkcyjnym znajduje się aż 6 gier, których hard launch miałby się odbyć w latach 2022-23. Uważamy, że Ten Square Games jest w stanie w długim terminie powielać sukces FC/HC i tworzyć nowe skuteczne gry. Rosnąca baza graczy i możliwość cross-promocji, wysoka monetyzacja oraz niskie koszty naszym zdaniem pozwalają będą generować wysokie przepływy pieniężne (średni FCF Yield 6,6%), wypłacane do akcjonariuszy w formie dywidendy (średni DYield 4,8%). Wsparciem dla notowań jest również przegląd opcji strategicznych, w którym spółka znajduje się od czerwca, a wśród rozważanych scenariuszy jest m.in. pozyskanie inwestora strategicznego lub finansowego. Dla akcji Ten Square Games wyznaczamy cenę docelową na 612 PLN z rekomendacją akumuluj.

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Fishing Clash (sprzedaż)	207	562	494	480	422
FC Chiny (sprzedaż)	0	0	0	43	60
Hunting Clash (sprzedaż)	0	16	156	220	186
pozostałe gry (sprzedaż)	35	0	59	60	206
MBNS	95,3%	95,6%	93,8%	94,5%	95,0%
przepływy oper.	66	194	182	214	231
amortyzacja	1	2	3	3	3
kapitał obrotowy	-12	-30	-10	-11	-7
przepływy inw.	-4	-5	-221	-12	-13
CAPEX	-3	-4	-14	-12	-13
przepływy fin.	-27	-28	-73	-132	-179
dywidenda/buyback	-27	-27	-73	-132	-179
FCF	62	121	154	218	226
FCF/EBITDA	73%	69%	76%	81%	83%
CFO/EBITDA	77%	111%	90%	80%	85%

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
Fishing Clash	494	523	482	438	371	325	285	250	219	192	
Hunting Clash	156	220	186	132	103	86	73	61	51	43	
pozostałe gry	59	60	206	437	555	575	588	718	880	1 009	
przychody	708	803	874	1 007	1 029	986	945	1 029	1 150	1 244	1 281
EBITDA	202	268	273	334	344	325	303	328	366	396	408
marża EBITDA	28,6%	33,3%	31,2%	33,1%	33,5%	32,9%	32,0%	31,9%	31,8%	31,8%	31,8%
EBIT	195	265	270	331	341	321	299	324	362	392	404
podatek	19	26	27	33	34	32	30	32	36	39	40
CAPEX	-14	-12	-13	-15	-15	-15	-14	-15	-17	-19	-19
kapitał obrotowy	-10	-11	-7	-8	-1	3	2	-5	-7	-6	-6
FCF	154	218	226	278	293	280	261	275	305	332	343
PV FCF	150	196	187	212	206	182	156	151	155	155	-
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%

Cena bieżąca	545,00 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	612,00 PLN	+12,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	612,00 PLN	2021-09-07	
poprzednia	zawieszona		2021-05-07	
Podstawowe dane			TEN PW	vs. WIG
ticker	TEN PW	zmiana 1M	-0,2%	-5,7%
ISIN	PLTSQGM00016	zmiana YTD	+0,7%	-25,8%
liczba akcji (mln)	7,3	średni obrót 1M	5,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 960,7	średni obrót 6M	8,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 835,7	EV/EBITDA 12M fwd	14,9	+13,4%
free float	58,4%	EV/EBITDA 5Y avg	13,1	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	241,1	578,2	708,1	803,4	874,1
EBITDA	85,7	174,9	198,4	267,6	272,9
marża EBITDA	35,6%	30,2%	28,0%	33,3%	31,2%
EBIT	84,6	171,8	195,1	264,7	269,8
zysk netto	76,4	151,6	176,5	238,2	242,8
P/E	51,7	26,1	22,4	16,6	16,3
P/BV	42,8	16,6	13,6	10,0	8,6
EV/EBITDA	45,2	21,3	19,3	14,1	13,7
DPS	3,77	3,77	10,00	18,21	24,58
DYield	0,7%	0,7%	1,8%	3,3%	4,5%

Wskaźniki

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
koszty marketingu	65	165	188	191	230
narzut na sprzedaż	26,8%	28,5%	26,6%	23,7%	26,3%
pozostałe koszty sprzedaży	72	179	231	263	286
narzut na sprzedaż	30,1%	30,9%	32,6%	32,7%	32,7%
środki pieniężne	75	237	125	195	234
dług netto	-75	-237	-125	-195	-234
dług netto/EBITDA (x)	-0,9	-1,4	-0,6	-0,7	-0,9

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
minimum	15,7	12,8	10,4	5,6	4,1	2,9
maksimum	35,4	57,3	38,6	32,2	28,4	23,5
mediana	21,7	18,6	16,8	13,4	11,1	10,1
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

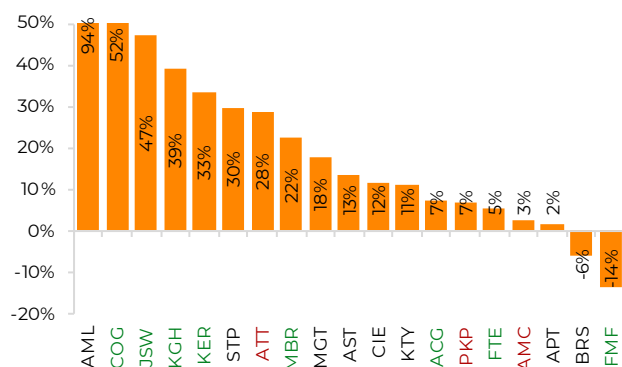
(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	3,0%
zdyskontowana wartość FCF	4 439
dług netto	-237
inne korekty	0
wycena DCF na akcję (PLN)	643,36

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	507,50
DCF	50%	643,40
cena wynikowa		575,45
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		612,00

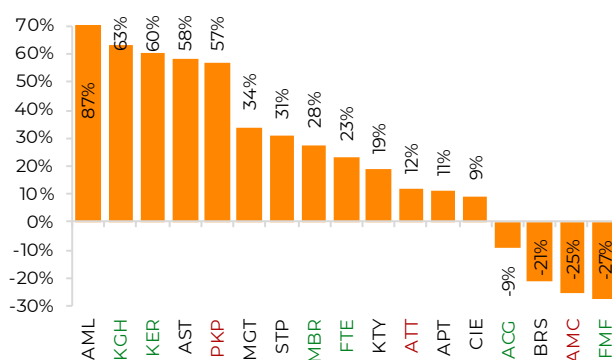
Przemysł

Prognostyczna zmiana sprzedaży w 2021 r.



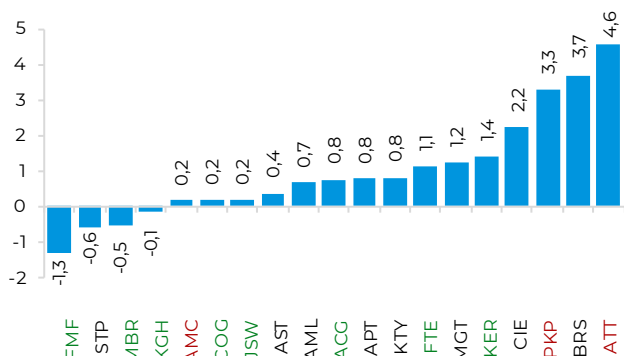
Źródło: mBank; *zielony – pozytywne rekomendacje, czerwony – negatywne

Prognostyczna zmiana EBITDA w 2021 r.

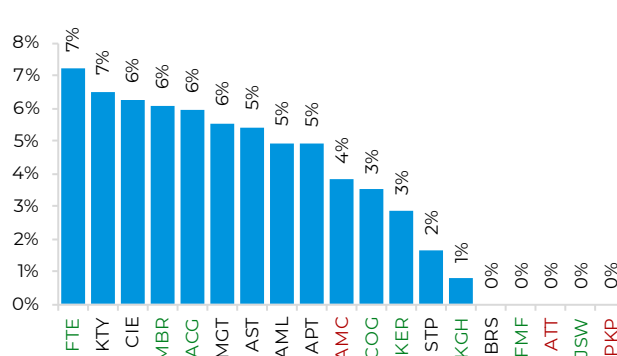


Źródło: mBank; *zielony – pozytywne rekomendacje, czerwony – negatywne

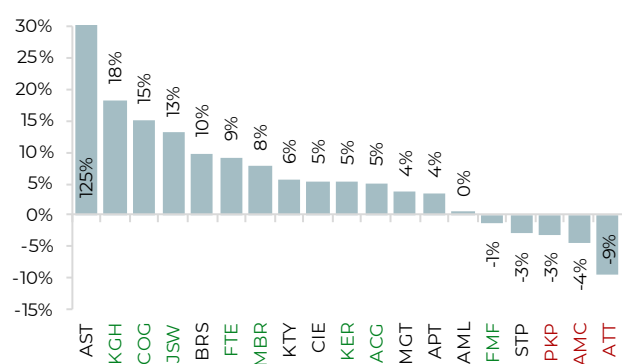
Prognostyczny dług netto/EBITDA na koniec '21



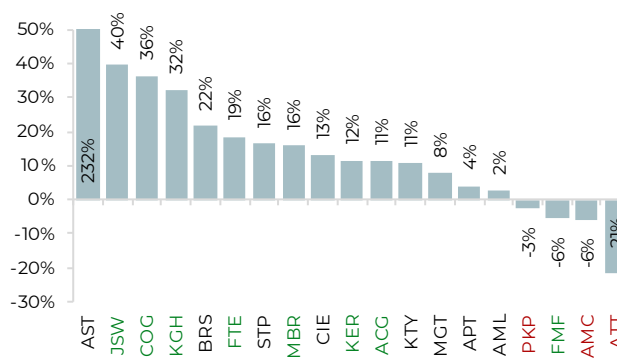
Prognostyczny DYield w 2021 r.



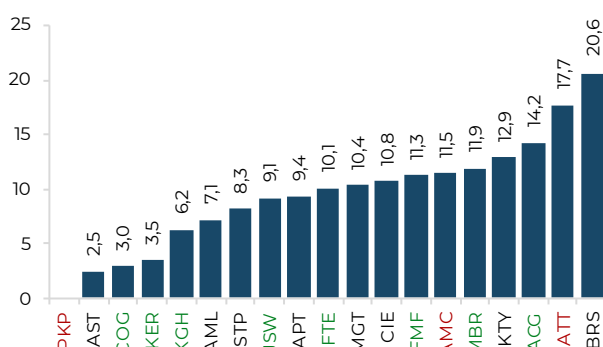
Prognostyczny poziom wolnych przepływów pieniężnych (FCF) do wartości przedsiębiorstwa (EV) w 2021 r.



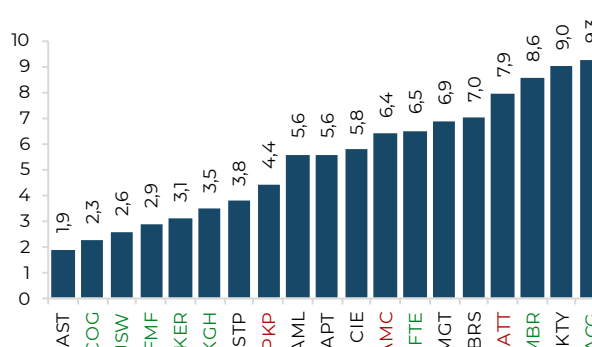
Prognostyczny średni poziom wolnych przepływów pieniężnych w latach 2021-22 (FCF) do wartości przedsiębiorstwa (EV)



Prognostyczny poziom wskaźnika P/E'21



Prognostyczny poziom wskaźnika EV/EBITDA'21



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

Famur kupuj (podwyższona)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Rekordowe od ponad 10 lat ceny węgla energetycznego i koksującego to naszym zdaniem szansa na odbudowę portfela zamówień Grupy Famur na przełomie 2021/22 roku. W efekcie zakładamy, że segment underground w 2022 roku zanotuje ponad 25% r/r wzrost przychodów ze sprzedaży, a wyższe założone ceny przełożą się na poprawę marży do ponad 30%. Dodatkowo w 2022 roku zakładamy pierwszą sprzedaż farm fotowoltaicznych (zakładamy 80MW), co przełoży się na dodatkowy przychód w wysokości ~340 m PLN oraz pozytywną kontrybucję do EBITDA na poziomie ~35 mln PLN. W efekcie Grupa Famur notowana jest na wskaźnikach ~3xEV/EBITDA na lata 2021 i 2022. Spółka naszym zdaniem w tym okresie wciąż utrzymywać będzie nadwyżki gotówki na bilansie w kwocie około 390-290 mln PLN (0,50-0,68 PLN na akcje). Naszym zdaniem perspektywa dynamicznej poprawy wyników w 2022 i 2023 roku przy niskiej waluacji i dużej ilości środków pieniężnych na bilansie może przełożyć się na wzrost kursu akcji. Podnosimy nasze prognozy na 2022 i 2023 rok oraz cenę docelową do 3,01 PLN (wcześniej 2,50 PLN). Podnosimy naszą rekomendację do kupuj (wcześniej trzymaj).

cena bieżąca
cena docelowa

2,59 PLN

potencjał zmiany

3,01 PLN

+16,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	3,01 PLN	2021-09-07	
poprzednia	trzymaj	2,50 PLN	2021-04-09	
Podstawowe dane			FMF PW	vs. WIG
ticker	FMF PW	zmiana 1M	+15,9%	+10,4%
ISIN	PLFAMUR00012	zmiana YTD	+15,1%	-11,4%
liczba akcji (mln)	574,8	średni obrót 1M	1,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 488,6	średni obrót 6M	1,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 070,3	EV/EBITDA 12M fwd	3,8	-31,5%
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	983	1 535	1 767
EBITDA	451	416	303	361	394
marża EBITDA	20,8%	36,5%	30,8%	23,5%	22,3%
EBIT	269	239	153	229	266
zysk netto	245	185	114	149	169
P/E	6,1	8,0	13,0	10,0	8,8
P/BV	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	3,7	2,5	3,5	3,3	3,4
DPS	0,53	0,00	0,00	0,00	0,16
DYield	20,5%	0,0%	0,0%	0,0%	6,0%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
przychody			-6,7%	+58,1%	+90,2%
EBITDA			-4,7%	+31,6%	+58,7%
zysk netto			-10,5%	+41,1%	+85,7%
obroty Underground			-7,9%	+27,3%	+49,6%
marża Underground			-25,4%	+233,5%	+366,6%
dług netto			-33,9%	-54,3%	-58,0%
DPS			-	-	+69,3%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
obroty Underground	1 621	969	828	1 045	1 171
marża Underground	33,3%	34,0%	28,8%	30,6%	30,9%
przychody elektryka	65	54	49	48	47
przych. Famur Solar	0	0	0	340	450
przepływy oper.	504	640	106	74	212
przepływy oper.	182	177	149	132	128
amortyzacja	66	321	-164	-245	-131
kapitał obrotowy	-15	-105	-123	-112	-114
przepływy inw.	38	146	123	112	114
CAPEX	-185	-238	-12	-109	-197
przepływy fin.	184	272	0	-100	-100
dywidenda/buyback	-305	0	0	0	-90
FCF	415	528	-11	-38	99
FCF/EBITDA	92%	127%	-4%	-10%	25%
CFO/EBITDA	112%	154%	35%	21%	54%

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
aktywa	2 975	2 492	2 568	2 702	2 753
aktywa trwałe	936	774	754	733	722
goodwill	162	162	162	162	162
kapitał własny	1 557	1 710	1 824	1 974	2 053
udział mniejszości	-46	-28	-28	0	41
dług netto	220	-420	-390	-343	-344
dług netto/EBITDA (x)	0,5	-1,0	-1,3	-1,0	-0,9

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	19,8	15,0	12,4	10,2	7,6	6,4
maksimum	33,5	29,7	27,5	20,3	17,7	16,4
mediana	23,3	16,9	15,3	12,2	10,3	9,6
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
przychody	983	1 535	1 767	1 718	1 688	1 661,1	1 636,4	1 614	1 593	1 575	1 573
zmiana (r/r)	-14%	56%	15%	-3%	-2%	-2%	-1%	-1%	-1%	-1%	0%
EBITDA	303	361	394	332	310	289	276	265	253	242	237
marża EBITDA	30,8%	23,5%	22,3%	19,4%	18,4%	17,4%	16,9%	16,4%	15,9%	15,4%	15,1%
amortyzacja	149	132	128	130	131	131	132	134	135	135	131
EBIT	153	229	266	202	180	157	144	131	118	107	105
podatek	27	42	49	38	34	30	27	25	22	20	20
NOPAT	127	187	216	165	146	128	117	106	96	87	86
CAPEX	-123	-112	-114	-117	-119	-121	-124	-126	-129	-131	-131
kapitał obrotowy	-164	-245	-131	70	29	27	26	25	24	35	1
FCF	-11	-38	99	248	186	165	151	139	126	126	86
PV FCF	-11	-34	81	184	126	102	86	72	60	54	
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%
zdyskontowana wartość FCF	720,6
dług netto	-420,0
inne korekty	49,2
wycena DCF na akcję (PLN)	2,68

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	2,94
DCF	50%	2,68
cena wynikowa		2,81
koszt kapitału 9M		7,0%
cena docelowa za 9M		3,01

Mo-BRUK akumuluj (obniżona)

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

Wyniki 2Q'21 były wyraźnie wyższe r/r oraz lepsze od naszych prognoz. Mo-Bruk poinformował również o oddaleniu w całości kary Marszałka Województwa Dolnośląskiego za składowanie odpadów w Wałbrzychu. Dodatkowo przy okazji prezentacji wyników za 2Q'21 Spółka poinformowała o nowych przetargach w zakresie unieszkodliwiania bomb ekologicznych w Polsce. Prawdopodobna wygrana Mo-Bruku poprawia perspektywy backlogu w segmencie spalania na 2022 rok. Podwyższamy naszą wycenę w efekcie zmniejszenia korekt na potencjalne kary za składowanie odpadów w Wałbrzychu (około 60 mln PLN) do 397,63 PLN (wcześniej 379,61 PLN/akcja). W związku ze wzrostem kursu akcji od momentu wydania naszej rekomendacji obniżamy nasze zalecenie do akumuluj (wcześniej kupuj).

cena bieżąca 355,00 PLN **potencjał zmiany**
cena docelowa 397,63 PLN **+12,0%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	akumuluj	397,63 PLN	2021-09-07
poprzednia	kupuj	379,61 PLN	2021-07-06
Podstawowe dane		MBR PW	vs. WIG
ticker	MBR PW	zmiana 1M	+4,4% -1,1%
ISIN	PLMOBRK00013	zmiana YTD	+69,2% +42,6%
liczba akcji (mln)	3,5	średni obrót 1M	1,7 mln PLN
MC (mln PLN)	1 247,1	średni obrót 6M	2,3 mln PLN
EV (mln PLN)	1 181,4	EV/EBITDA 12M fwd	8,8 -8,3%
free float	-	EV/EBITDA 5Y avg	9,6 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.	31,2	16,4	12,8	12,1	11,4
P/BV	9,6	7,7	6,6	5,8	5,2
EV/EBITDA skor.	22,1	12,0	9,3	8,6	7,9
DPS	4,82	13,76	20,15	22,20	23,39
DYield	1,4%	3,9%	5,7%	6,3%	6,6%
zmiana prognoz		2021P	2022P	2023P	
przychody		0,0%	0,0%	0,0%	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
wol. Spalanie		0,0%	0,0%	0,0%	
wol. Stabilizacja		0,0%	0,0%	0,0%	
wol. RDF		0,0%	0,0%	0,0%	
ceny Spalanie		0,0%	0,0%	0,0%	
ceny Stabilizacja		0,0%	0,0%	0,0%	
ceny RDF		0,0%	0,0%	0,0%	

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
przepływy oper.	40	74	101	107	114
amortyzacja	6	6	7	9	8
kapitał obrotowy	-6	-5	-10	-7	-6
przepływy inw.	-1	5	-9	-17	-6
CAPEX	-2	10	-9	-17	-6
przepływy fin.	-27	-57	-73	-80	-82
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	3,9	7,5	6,2	3,2	4,1	4,3
maksimum	165,6	74,6	61,0	18,2	15,6	12,3
mediana	16,6	12,9	12,0	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	84	79	88	83	75	66	57	52	48	45	
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%
zdyskontowana wartość FCF	676,1
dług netto	22,2
inne korekty	-5,0
wycena DCF na akcję (PLN)	382,78

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	365,27
DCF	50%	382,78
cena wynikowa		374,03
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		397,63

Handel

Dino

trzymaj (nowa)

Janusz Pięta

+48 22 438 24 08

janusz.pieta@mbank.pl

Dino zaraportowało w 2Q'21 lekki spadek marży związany m.in. z wprowadzeniem podatku od sprzedaży detalicznej (w 1H'21 spółka zapłaciła z tego tytułu 76 mln PLN). Wyniki za 2Q'21 pokazały rozwodnienie kosztów materiałów, energii oraz wynagrodzeń. Oczekujemy kontynuacji tego trendu w 2H'21. Na 2021 rok zakładamy wzrost sprzedaży/sqm o 6,8% oraz marży EBITDA pre-IFRS 16 o 0,14 p.p. a na 2022 rok płaską marżę ze względu na wzrost wynagrodzeń. Oczekujemy wzrostu liczby sklepów do 1803 na 4Q'21 i widzimy miejsce do dalszego wzrostu liczby otwarć w latach 2022-24 (odpowiednio 380, 417 i 430 otwarć). Młoda struktura sklepów (ok. 20% otwartych w ciągu roku i ok. 48% do 3 lat) korzystnie wpłynie na sprzedaż LfL. Zwracamy uwagę na pozytywne ryzyka dla spółki, w tym wzrost dochodu rozporządzalnego (wzrost płacy minimalnej i zmiany podatkowe w Nowym Ładzie, szczególnie korzystne dla mieszkańców mniejszych miejscowości), rosnącą inflację żywności 3,9% r/r w sierpniu, która w naszej ocenie utrzyma się na wyższym poziomie w średnim terminie. Dino notowane jest na EV/EBITDA'21 growth z 13% premią oraz 6% dyskontem do spółek porównywalnych na EV/EBITDA'22 growth. W tym kontekście obserwowany ostatnio re-rating na mnożniku EV/EBITDA NTM (20% premii do średniej z 3 lat wydaje się uzasadniony. Wznawiamy pokrycie analityczne Dino z zaleceniem trzymaj i ceną docelową 322,70 PLN.

Cena bieżąca

339,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

322,70 PLN

-4,8%

	rekomen	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	322,70 PLN	2021-09-07	
poprzednia	zawieszona		2021-05-07	
Podstawowe dane			DNP PW	vs. WIG
ticker	DNP PW	zmiana 1M	+10,0%	+4,5%
ISIN	PLDINPL00011	zmiana YTD	+17,1%	-9,4%
liczba akcji (mln)	98,0	średni obrót 1M	43,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	33 235,6	średni obrót 6M	36,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	33 889,4	EV/EBITDA 12M fwd	21,7	+26,4%
free float	48,8%	EV/EBITDA 5Y avg	17,1	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	7 647	10 126	13 231	17 057	21 120
EBITDA skor.	714	1 025	1 358	1 750	2 192
marża EBITDA	9,3%	10,1%	10,3%	10,3%	10,4%
EBIT skor.	552	827	1 124	1 460	1 844
zysk netto	411	641	886	1 151	1 453
P/E skor.	80,9	51,6	37,5	28,9	22,9
P/BV	20,5	14,7	10,5	7,7	5,8
EV/EBITDA skor.	47,4	33,3	25,0	19,1	15,0
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
liczba sklepów	1 218	1 473	1 803	2 183	2 600
powierzchnia	472	573	706	857	1 024
średnia powierzchnia skl.	388	389	391	393	394
MBNS	24,3%	25,7%	25,9%	25,9%	25,9%
sklepów/centrum dystryb.	305	295	258	273	325
przepływy oper.	799	820	1 498	1 800	2 140
amortyzacja	164	198	235	290	349
kapitał obrotowy	153	-96	365	298	267
przepływy inw.	-828	-1 000	-1 198	-1 317	-1 369
CAPEX	-830	-1 002	-1 200	-1 317	-1 369
przepływy fin.	155	266	-126	-62	-72
wpływy/spłaty pożyczek	103	226	-54	0	0
FCF	-53	-217	320	463	749
FCF/EBITDA	-7%	-21%	24%	26%	34%
CFO/EBITDA	110%	79%	109%	102%	97%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(dni)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
cykl konw. zapasów	39,4	42,5	41,2	39,8	38,5
cykl konw. należności	3,7	3,1	1,7	1,7	1,7
cykl konw. zobowiązań	93,0	82,3	82,3	80,8	78,3
cykl konw. gotówki	-49,9	-36,7	-39,3	-39,3	-38,0
narzut SG&A	17,0%	17,5%	17,3%	17,2%	17,1%
dług netto (mln PLN)	592	883	654	233	-466
dług netto/EBITDA (x)	0,8	0,9	0,5	0,1	-0,2

Analiza porównawcza

	EV/EBITDA Growth			P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	-4,3	-3,9	-4,1	11,2	10,0	9,0	5,3	5,0	4,5
maksimum	1,1	0,9	0,9	39,2	23,0	21,1	8,8	8,2	7,7
mediana	0,7	0,7	0,6	15,5	13,3	12,0	6,2	5,8	5,6
waga	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
liczba sklepów	1 803	2 183	2 600	3 030	3 417	3 734	3 966	4 128	4 242	4 332	
sprzedaż/mkw.	1 724	1 819	1 871	1 923	1 975	2 028	2 063	2 101	2 119	2 139	
narzut SG&A	17,3%	17,2%	17,1%	16,9%	16,9%	16,8%	16,7%	16,6%	16,6%	16,6%	
przychody	13 231	17 057	21 120	25 621	30 184	34 430	37 746	40 417	42 176	43 624	
EBITDA	1 358	1 750	2 192	2 681	3 184	3 644	4 029	4 310	4 495	4 649	
marża EBITDA	10,3%	10,3%	10,4%	10,5%	10,5%	10,6%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	
EBIT	1 134	1 471	1 854	2 281	2 719	3 127	3 473	3 734	3 912	4 065	
podatek	-213	-279	-352	-433	-517	-594	-660	-709	-743	-772	
CAPEX	-1 200	-1 317	-1 369	-1 592	-1 429	-1 236	-993	-702	-594	-595	
kapitał obrotowy	365	298	267	282	184	125	51	3	-25	77	
FCF	320	463	749	949	1 434	1 951	2 437	2 912	3 144	3 369	3 470
PV FCF	295	393	587	685	954	1 196	1 378	1 517	1 510	1 491	
WACC	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%	

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	3,0%
zdyskontowana wartość FCF	27 916
dług netto	883
inne korekty	0
wycena DCF na akcję (PLN)	377,79

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	228,60
DCF	50%	377,79
cena wynikowa		303,20
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		322,70

Jeronimo Martins trzymaj (nowa)

Janusz Pięta

+48 22 438 24 08

janusz.pieta@mbank.pl

W 2Q'21 JM zaraportował 10,1% wzrost LfL przy lekkim wzroście marży EBITDA spowodowanym poprawą w Portugalii - luzowanie restrykcji, niska baza w Kolumbii, stabilna marża w Polsce. W 2H'21 oczekujemy dla Biedronki niższego wzrostu sprzedaży/sqm (2,5% bez FX) przy spadku marży EBITDA pre-IFRS 16 o 0,1 p.p. ze względu na inflację kosztów wynagrodzeń i energii. Na 2H'21 dla Recheio zakładamy wzrost sprzedaży/sqm o 5 p.p. (otwieranie się HoReCa) przy wzroście marży EBITDA dla całej Portugalii o 0,3 p.p. Sądzymy, że Pingo Doce powróci do rentowności z 2018 już w 2022, natomiast Recheio zwiększy marżę, ale szybko nie odzyska rentowności sprzed pandemii. W 1H'21 Ara zanotowała silny wzrost LfL (12,6% w peso), przy 41 otwarciach. Oczekujemy, że spółka osiągnie rentowność pre-IFRS 16 w 2023 roku. Pozytywnym ryzykiem dla naszych prognoz jest możliwy silniejszy wzrost dochodu rozporządzalnego w Polsce (Nowy Ład, wzrost płacy minimalnej), rosnąca inflacja żywności w Polsce (3,9% w VIII) i Kolumbii (9,8% w VII), wysoki stan zaszczepienia w Portugalii ok. 70%. Wznawiamy pokrycie analityczne walorów JM z rekomendacją trzymaj i ceną docelową 18,1 EUR. Obecnie JM jest notowany z nieznaczoną premią do grupy porównawczej na wskaźniku EV/EBITDA growth'21/23 (odpowiednio 10%/4%), ale mimo 30% wzrostu kursu YTD nie odchyła się istotnie od swoich średnioterminowych mnożników. Szansą na ewentualny re-rating może być zapowiadana akwizycja w Rumunii, ale kluczowe będą parametry transakcji.

Cena bieżąca

18,22 EUR

potencjał zmiany

Cena docelowa

18,10 EUR

-0,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	18,10 EUR	2021-09-07	
poprzednia	zawieszona		2021-05-07	
Podstawowe dane			JMT PL	vs. WIG
ticker	JMT PL	zmiana 1M	+5,9%	+0,3%
ISIN	PTJMT0AE0001	zmiana YTD	+34,6%	+8,0%
liczba akcji (mln)	629,3	średni obrót 1M	7,7 mln EUR	
MC (mln PLN)	11 462,6	średni obrót 6M	9,9 mln EUR	
EV (mln PLN)	11 071,3	EV/EBITDA 12M fwd	7,6	-10,9%
free float	38,8%	EV/EBITDA 5Y avg	8,6	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln EUR)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	18 638	19 293	20 624	22 282	23 489
EBITDA	1 028	973	1 150	1 275	1 359
marża EBITDA	5,5%	5,0%	5,6%	5,7%	5,8%
EBIT	631	551	713	807	866
zysk netto	433	360	489	560	602
P/E skor.	28,9	35,9	24,8	21,6	20,0
P/BV	5,8	5,7	5,0	4,3	3,8
EV/EBITDA	11,2	11,5	9,6	8,4	7,7
DPS	0,35	0,37	0,31	0,36	0,41
DYield	1,9%	2,0%	1,7%	2,0%	2,3%

Wyniki i przepływy operacyjne (bez MSSF 16)

(mln EUR)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA Biedronka	918	979	1047	1132	1185
EBITDA Pingo Doce	200	160	185	198	207
EBITDA Recheio	55	28	32	35	37
EBITDA Pozostałe	-62	-57	-22	-1	19
CCC w dniach	-70	-69	-66	-66	-65
przepływy oper.	1 492	1 449	1 375	1 613	1 580
D&A	397	422	437	467	493
D&A (leasing)	318	312	316	327	337
kapitał obrotowy	329	69	44	227	115
przepływy inv.	-567	-488	-687	-715	-679
przepływy fin.	-549	-807	-593	-583	-630
dywidenda/buyback	220	232	198	225	260
FCF	638	378	312	585	578
FCF/EBITDA	62%	39%	27%	46%	43%
CFO/EBITDA	145%	149%	120%	127%	116%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln EUR)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
MBNS	21,9%	21,9%	21,8%	21,8%	21,8%
narzut SG&A	18,4%	18,8%	18,3%	18,1%	18,0%
Biedronka (s/mkw. r/r)	3,5%	1,9%	2,7%	4,4%	2,0%
Pingo Doce (s/mkw. r/r)	1,9%	-3,5%	1,4%	0,5%	0,9%
Recheio (s/mkw. r/r)	2,1%	-15,9%	2,4%	0,0%	0,0%
dług netto*	-197	-509	-631	-946	-1 216
dług netto/EBITDA (x)*	-0,2	-0,5	-0,5	-0,7	-0,9

Analiza porównawcza

	EV/EBITDA Growth			P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	-4,3	-3,9	-4,1	11,2	10,0	9,0	5,3	5,0	4,5
maksimum	1,1	0,9	0,9	39,2	30,6	24,9	25,3	20,1	16,6
mediana	0,7	0,7	0,6	15,5	13,3	12,0	6,2	5,8	5,6
waga	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln EUR)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
Biedronka (sklepy)	3 215	3 275	3 315	3 355	3 395	3 435	3 475	3 515	3 555	3 595	
Pingo Doce (sklepy)	463	467	467	467	467	467	467	467	467	467	
Ara (sklepy)	774	894	994	1074	1134	1174	1214	1254	1294	1334	
przychody	20 624	22 282	23 489	24 502	25 487	26 445	27 439	28 490	29 603	30 782	
EBITDA	1 150	1 275	1 359	1 422	1 490	1 557	1 625	1 699	1 762	1 829	
marża EBITDA	5,6%	5,7%	5,8%	5,8%	5,8%	5,9%	5,9%	6,0%	6,0%	5,9%	
EBIT	713	807	866	910	965	1 024	1 088	1 162	1 227	1 290	
podatek	-180	-202	-217	-228	-241	-256	-272	-290	-307	-322	
CAPEX	-701	-715	-679	-645	-613	-583	-553	-526	-499	-539	
kapitał obrotowy	44	227	115	84	76	68	69	72	138	147	
FCF	312	585	578	633	712	787	869	955	1 094	1 114	1 131
PV FCF	304	525	478	483	500	510	519	525	555	521	
WACC	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%	

Podsumowanie DCF

(mln EUR)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	1,5%
zdyskontowana wartość FCF	12 469
dług netto	-509
inne korekty	249
wycena DCF na akcję (EUR)	20,23

Wycena

(EUR)	waga	cena
porównawcza	50%	13,77
DCF	50%	20,23
cena wynikowa		17,00
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		18,10

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 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 leasingu; **FCFE:** FCFF - odsetki netto (dług + leasing) - rata leasingu

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, Pozbud, 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

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 stanowił 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, Pozbud, 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 świadczył, 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.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie nowych rekomendacji zakończyło się 7 września 2021 o godzinie 08:06. Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 7 września 2021 o godzinie 8:20.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez mBank.

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, Netia, Neuca, NVAI Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, 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, Vercom, Vistal Gdynia, Wittchen, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Biura maklerskiego mBanku.

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

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

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

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

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

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

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

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

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

Grupy porównawcze wykorzystywane w wycenie poszczególnych spółek

Agora	Axel Springer, Cinemark Holdings, Cineworld, Daily Mail&General, IMAX Corp, JC Decaux, Lagardere, Sanoma, Schibsted, Stroeer Media
Allegro	Alibaba, Amazon, Asos, Boohoo, Ebay, Etsy, Global Fashion Group, Jd.Com, Lojas Americanas, Magazine Luiza, Mercadolibre, Overstock.Com, Via Varejo, Vipshop Holdings, Zalando, Zozo
Answer	Alibaba Group, Amazon.com, Asos, Boohoo, Ebay, Global Fashion Group, Lojas Americanas, Overstock.com, Via Varejo, Zalando, Zozo
Asseco Poland	Atos, CAP Gemini, Comarch, Computacenter, Fiserv, Indra Sistemas, Oracle, Sage Group, SAP, Software AG
CEZ	EDF, EDP, Endesa, Enea, Enel, Energa, EON, Innogy, PGE, RWE, Tauron
Ciech	Akzo Nobel, BASF, Bayer, Ciner Resources, GHCL, Hongda Xindye, Huntsman, ICI Pakistan, MISR Chemical, PCC Rokita, OCI, Qingdao, Sesoda, Shandong Haihua, Soda Samayii, Solvay, Tangshan Sanyou Chemical, Tata Chemicals, Tessengerlo Chemie, Wacker Chemie
CD Projekt	11 bit studios, Activision Blizzard, Capcom, EA, Take-Two, Ubisoft
Cognor	AK Steel, Alumetal, ArcelorMittal, Baoshan Iron & Steel, Commercial Metals, HeSteel, Hitachi Metals, Hyundai Steel, JFE Holdings, JSW Steel, Kloeckner & Co, Metalurgica Gerdau, Nippon Yakin Kogyo, Nucor, Olympic Steel, Outokumpu, POSCO, Salzgitter, SSAB, Steel Authority Of India, Steel Dynamics, Tata Steel, thyssenkrupp, United States Steel Corp, voestalpine
Comarch	Asseco Poland, Atos, CAP Gemini, Computacenter, Fiserv INC, Indra Sistemas, Oracle Corp, Sage Group, SAP, Software AG, Tieto
Cyfrowy Polsat	BT Group, Comcast, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Iliad, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Netia, O2 Czech, Orange, Orange Polska, Shaw Communications, Talktalk Telecom, Tele2, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
Dino	Carrefour, Eurocash, Jeronimo Martins, Magnit, Metro, O'Key Group, Tesco, X5
Famur	Caterpillar, Epiroc, Komatsu, Sandvik, Weir Group, Metso, Flsmidth
Grupa Azoty	Acron, Agrium, CF Industries, Israel Chemicals, K+S, Mosaic, Phosagro, Potash, Yara
Jeronimo Martins	Carrefour, Dino, Eurocash, Magnit, Metro, O'Key Group, Tesco, X5
JSW	Alliance Resource Partners, Arch Coal, Banpu Public, BHP Billiton, Bukin Asam, China Coal, Cloud Peak Energy, Cokal, Henan Shenhui, LW Bogdanka, Natural Resource Partners, Peabody Energy, Rio Tinto, Semirara Mining and Power, Shaanxi Heima, Shanxi Xishan Coal & Elec, Shougang Fushan Resources, Stanmore Coal, Teck Resources, Terracom, Walter Energy, Warrior Met Coal, Yanzhou Coal Mining
Kernel	ADM, Anderssons, Astarta, Avangard, Bunge, China Agri Industries, Felda Global, Golden Agri Resources, GrainCorp, IMC, MHP, Milkland, Nisshin Oillio Group, Ovostar, Wilmar
Kęty	Alcoa, Alumetal, Amag, Amcor, Bemis, Century Aluminium, China Hongoiao, Constelium, Fuji Seal, Kaiser Aluminium, Mercor, Midas Holdings, Nippon Light Metal, Norsk Hydro, UACJ, United CO Rusal
KGHM	Anglo American, Antofagasta, BHP Billiton, Boliden, First Quantum Minerals, Freeport-McMoRan, Grupo Mexico, KAZ Minerals, Hudbay, Lundin, MMC Norilsk Nickel, OZ Minerals, Rio Tinto, Sandfire Resources, Southern Copper, Vedanta Resources
Kruk	Arrow Global, Collection House, Credit Corp, Encore Capital, Intrum, PRA Group
Lotos, MOL	Aker BP, Bashneft, BP, ENI, Gazpromneft, Hellenic, Lotos, Lukoil, MOL, Motor Oil, Neste, OMV, OMV Petrom, PKN, Repsol, Rosneft, Saras, Shell, Statoil, Total, Tullow Oil, Tupras
Mo-BRUK	Advanced Disposla Services, Alumetal, Ambipar Participacoes, Asahi Holdings, Befesa, Biffa, Bingo Industries, Charah Solutions, China Resource and Enviro, Cleacaway Waste Management, Cognor, Comercial Metals, Daiseki, GFL Environmental, Insun, Lassila & Tikanoja, Renewi, Schnitzer Steel, Seche Environment, Sims Metal, Tervita, US Ecology, Waste Management, Wolverine Energy
Orange Polska	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Mobile Telesystems, Netia, O2 Czech, Orange, Rostelecom, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
PGNiG	A2A, BP, Centrica, Enagas, Endesa, Enea, Energa, Engie, ENI, EON, Galp Energia, Gas Natural, Gazprom, Hera, MOL, Novatek, OMV, Red Electrica, Romgaz, RWE, Shell, Snam, Statoil, Total
PKN Orlen	Braskem, Dow Chemical, Eastman, Formosa Plastics, Hellenic Petroleum, Huntsman, Lotos, Lotte, Lyondellbasell, Mitsubishi, Mitsui Chemicals, MOL, Motor Oil, Neste, OMV, OMV Petrom, Petronas, Saras, Tupras, Westlake Chemical
PKP Cargo	Aurizon Holdings, Canadian National Railway, Canadian Pacific Railway, Center for Cargo Container, China Railway Group, China Railway Tielong Container Logistics, CSX Corp, Daqin Railway, Global Ports Holding, Globaltrans Investment, Hamburger Hafen und Logistik, Hub Group, Kansas City Southern, Kuehne + Nagel International, Log-In Logistica Intermodal, Nikkon Holdings, Norfolk Southern Corp, Rumo, Tidewater Midstream, Union Pacific Corp
PlayWay	Activision, Blizzard, CAPCOM, Electronic Arts, Hasbro, Konami, SEGA Sammy, Take Two Interactive, Ubisoft Entertainment, Gungho Online, Squares Enix, Playtech, 11 bit studios
Polenergia	Abo Wind, Avangrid, Azure Power Global, Boralex, Cez, Clearway Energy, E.ON, EdF, EDP, EDP Renovaveis, Elia Group, Encavis, Endesa, Enel, Engie, Eolus Vind, EVN, Falck Renewables, Fortum, Iberdrola, Iren, National Grid, Neoen, Orsted, PNE, Red Electrica, Redes Energeticas, Renova, RWE, Scatec Solar, Solaria Energia, SSE, Terna, Terna Energy, Tilt Renewables, Transalta Renewables, Xcel Energy
Shoper	Alibaba, Allegro, Amazon, Bigcommerce, Ebay, Etsy, Hubspot, Livechat Software, Paycom Software, Paylocity Holding, Salesforce, Servicenow, Shopify, Zendesk
Stalprodukt	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
Sygnity	Ailleron, Asseco Business Solutions, Asseco Poland, Asseco South Eastern Europe, Atende, Comarch
Ten Square Games	G5 Entertainment, Gree, Huuuge, Koei Tecmo, NetEase, Netmarble, NHN, Rovio, Sciplay, Stillfront, Tencent, Zynga
Wirtualna Polska	eBay, Facebook, Google, Mail.ru, Sina, Yahoo Japan, Yandex
Vercom	Alibaba Group, Allegro, Asseco South Eastern Europe, Avaya Holdings, Ebay, Link Mobility, Livechat Software, Mailup, R22, Sinch, Twilio, Vonage Holdings, Wirtualna Polska

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	kupuj	akumuluj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2021-09-01	2021-05-07	2021-04-19	2020-11-19	2020-11-05
cena docelowa (PLN)	55,00	30,00	30,00	18,78	14,98
kurs z dnia rekomendacji	43,72	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
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
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	68,00	59,00	52,80	53,20	52,00	44,50	36,00	35,90

Amica

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

AmRest

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

Answer

rekomendacja	kupuj	zawieszona	kupuj
data wydania	2021-08-04	2021-05-07	2021-02-04
cena docelowa (PLN)	51,20	-	44,50
kurs z dnia rekomendacji	33,40	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	trzymaj	kupuj
data wydania	2021-09-07	2020-09-02
cena docelowa (PLN)	80,70	80,70
kurs z dnia rekomendacji	85,65	70,20

Asseco SEE

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

Astarta

rekomendacja	równoważ	przeważaj	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2021-08-27	2021-04-26	2021-01-28	2020-12-08	2020-10-27
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	53,80	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	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2021-09-01	2021-04-19	2020-12-08	2020-11-19
cena docelowa (PLN)	102,48	90,00	64,45	64,45
kurs z dnia rekomendacji	70,00	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	kupuj	zawieszona	redukuj	trzymaj	sprzedaj	redukuj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2021-09-07	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)	238,00	-	172,60	232,00	232,00	232,00	445,10	421,60	429,10	429,10
kurs z dnia rekomendacji	188,00	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
data wydania	2021-06-02	2021-05-07	2020-12-08	2020-11-05	2020-10-02
cena docelowa (PLN)	47,47	40,97	32,59	34,27	30,10
kurs z dnia rekomendacji	46,70	41,30	30,35	27,45	27,25

Cognor

rekomendacja	akumuluj	kupuj	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-08-31	2021-06-18	2021-04-09	2021-03-05	2021-02-10	2020-12-08	2020-09-25
cena docelowa (PLN)	5,05	4,30	3,19	3,19	2,89	2,29	2,03
kurs z dnia rekomendacji	4,52	3,57	3,16	2,55	2,15	1,25	1,10

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	trzymaj	zawieszona	akumuluj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2021-09-07	2021-05-07	2021-04-09	2021-03-02	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	322,70	-	290,80	263,10	263,10
kurs z dnia rekomendacji	339,00	247,30	266,60	248,80	269,80

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
data wydania	2021-07-06	2021-06-02	2021-04-09	2020-12-08
cena docelowa (EUR)	34,06	34,06	34,06	30,58
kurs z dnia rekomendacji	31,57	34,05	29,27	24,95

Eurocash

rekomendacja	zawieszona	trzymaj
data wydania	2021-05-07	2021-04-09
cena docelowa (PLN)	-	16,50
kurs z dnia rekomendacji	14,32	15,77

Famur

rekomendacja	kupuj	trzymaj	kupuj
data wydania	2021-09-07	2021-04-09	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	3,01	2,50	3,30
kurs z dnia rekomendacji	2,59	2,53	1,90

Forte

rekomendacja	przeważaj	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2021-07-30	2021-05-31	2021-01-29	2020-12-08	2020-09-30
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	57,50	59,90	43,50	38,80	32,40

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	sprzedaj	trzymaj	trzymaj	sprzedaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2021-08-04	2021-05-07	2021-04-09	2021-01-14	2020-12-08	2020-09-02
cena docelowa (PLN)	20,97	34,74	30,23	23,65	24,54	25,83
kurs z dnia rekomendacji	29,64	37,68	31,00	28,95	26,85	25,30

Handlowy

rekomendacja	kupuj	akumuluj	trzymaj	kupuj
data wydania	2021-09-01	2021-04-19	2020-11-19	2020-11-05
cena docelowa (PLN)	55,00	49,50	36,45	37,64
kurs z dnia rekomendacji	45,90	43,25	35,60	29,60

ING BSK

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	trzymaj	redukuj	trzymaj
data wydania	2021-09-01	2021-05-07	2021-04-19	2020-11-19	2020-10-02
cena docelowa (PLN)	250,00	190,00	190,00	143,10	117,78
kurs z dnia rekomendacji	231,50	176,40	181,00	155,20	124,40

Jeronimo Martins

rekomendacja	trzymaj	zawieszona	trzymaj
data wydania	2021-09-07	2021-05-07	2021-04-09
cena docelowa (EUR)	18,10	-	14,50
kurs z dnia rekomendacji	18,22	15,38	14,42

JSW

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2021-09-07	2021-04-09	2021-02-03	2020-12-08	2020-11-05	2020-10-02	2020-09-02
cena docelowa (PLN)	62,42	48,09	46,40	36,58	20,14	25,96	15,82
kurs z dnia rekomendacji	48,87	31,88	34,80	25,53	18,20	25,00	15,18

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
data wydania	2021-06-02	2021-04-09	2021-03-24	2020-12-08	2020-10-02
cena docelowa (PLN)	245,39	222,05	230,25	152,27	103,84
kurs z dnia rekomendacji	208,80	199,20	177,05	177,20	115,15

Komercni Banka

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	kupuj	trzymaj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2021-07-06	2021-06-02	2021-04-09	2021-02-02	2020-12-08	2020-10-02	2020-09-02
cena docelowa (CZK)	804,77	804,77	804,77	682,02	682,02	618,97	618,97
kurs z dnia rekomendacji	779,00	798,50	680,00	659,00	616,00	484,50	534,00

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	kupuj	akumuluj	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2021-08-04	2021-07-06	2021-06-02	2021-04-09	2021-03-25	2020-12-08	2020-10-02	2020-09-02
cena docelowa (PLN)	67,20	60,75	53,39	53,39	54,00	49,01	47,09	47,09
kurs z dnia rekomendacji	52,52	54,40	52,80	45,15	42,44	37,30	34,00	39,22

LPP

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

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	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2021-09-01	2021-04-19	2020-11-19
cena docelowa (PLN)	7,30	4,20	2,88
kurs z dnia rekomendacji	6,60	3,80	2,93

Mo-BRUK

rekomendacja	akumuluj	kupuj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2021-09-07	2021-07-06	2021-05-04	2021-04-09	2021-01-11
cena docelowa (PLN)	397,63	379,61	429,25	426,72	387,49
kurs z dnia rekomendacji	355,00	326,00	409,00	396,00	246,00

MOL

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

Moneta Money Bank

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

Netia

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

Orange Polska

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

OTP Bank

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

Pekao

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-09-01	2021-04-19	2020-11-19
cena docelowa (PLN)	130,00	102,00	75,93
kurs z dnia rekomendacji	107,20	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
data wydania	2021-07-06	2021-06-02	2021-04-09	2021-02-02	2020-12-08	2020-09-22	2020-09-02
cena docelowa (PLN)	7,45	6,84	6,84	6,39	6,39	5,97	5,94
kurs z dnia rekomendacji	6,58	6,47	6,45	5,72	5,21	4,56	5,15

PKN Orlen

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

PKO BP

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2021-09-01	2021-04-23	2021-04-19	2020-11-19	2020-11-05
cena docelowa (PLN)	50,65	40,66	40,00	32,40	22,58
kurs z dnia rekomendacji	42,05	32,91	33,15	27,23	20,44

PKP Cargo

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

Play

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

PlayWay

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

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	trzymaj	zawieszona	równoważ
data wydania	2021-09-06	2020-12-08	2020-09-30
cena docelowa (PLN)	5,24	-	-
kurs z dnia rekomendacji	5,16	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
data wydania	2021-04-09	2020-12-08
cena docelowa (EUR)	21,00	18,22
kurs z dnia rekomendacji	18,52	16,69

Santander Bank Polska

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-09-01	2021-04-19	2020-11-19
cena docelowa (PLN)	345,80	283,70	238,14
kurs z dnia rekomendacji	302,00	211,80	175,20

Shoper

rekomendacja	trzymaj
data wydania	2021-08-24
cena docelowa (PLN)	71,50
kurs z dnia rekomendacji	74,98

Skarbiec Holding

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

Stalprodukt

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

Sygnity

rekomendacja	kupuj	trzymaj
data wydania	2021-09-03	2021-03-18
cena docelowa (PLN)	11,70	11,60
kurs z dnia rekomendacji	9,78	11,10

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	akumuluj	zawieszona	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2021-09-07	2021-05-07	2021-04-09	2020-12-08	2020-11-05	2020-09-02
cena docelowa (PLN)	612,00	-	702,00	724,00	722,00	623,00
kurs z dnia rekomendacji	545,00	420,00	496,60	525,00	640,00	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

Vercom

rekomendacja	akumuluj
data wydania	2021-07-09
cena docelowa (PLN)	59,30
kurs z dnia rekomendacji	54,20

VRG

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

Wirtualna Polska

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2021-08-25	2021-05-06	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	150,00	126,00	93,00
kurs z dnia rekomendacji	129,00	99,20	82,00

mBank S.A.

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

Departament Analiz

Kamil Kliszczyk
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszczyk@mbank.pl
paliwa, energetyka

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

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

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

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

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

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

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Janusz Pięta
+48 22 438 24 08
janusz.pieta@mbank.pl
handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Piotr Brożyna
+48 22 697 48 47
piotr.brozyna@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl