piątek, 5 listopada 2021 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: listopad 2021

Rynek akcji, makroekonomia

Ze spółek

Finanse

Kontynuujemy przeważenie sektora bankowego w regionie CEE. Zwracamy uwagę, że świetne wyniki za 9M'21 jak i podwyżki stóp procentowych, szczególnie w Polsce, nie są jeszcze odzwierciedlone w konsensusie. Pomimo znaczącego wzrostu wyceny w ostatnich tygodniach sektor notowany jest nadal z dyskontem do średniej z lat 2010-15, kiedy osiągał porównywalne do obecnie prognozowanego ROE. Finalnie zwracamy uwagę, że rozwiązanie kwestii kredytów CHF w Polsce powoli zmierza w kierunku naszego scenariusza ugodowego.

Surowce

Słabnąca koniunktura w Chinach, tapering, umocnienie dolara i rosnące koszty, to wyzwania stojące przed sektorem wydobywczym miedzi. Kryzys energetyczny i odzyskująca rentowność wielkopiecowa produkcja stali, jest dobrym otoczeniem dla JSW.

Paliwa

Aplikujemy nowe bardziej optymistyczne założenia makro zarówno w segmencie downstream, jak i upstream. Największe pozytywne rewizje EBITDA na lata 2021-23 notują Lotos i MOL (średnio +20-25%) i te spółki pozostają naszymi faworytami z wyceną EV/EBITDA'22-23 <4,0x. Widzimy też fundamentalne przesłanki do odwracania parytetu na parze PKN/PGN.

Energetyka

Preferowanym wyborem w sektorze pozostaje CEZ, który korzysta z podwyższonej krzywej terminowej cen energii. W Polsce wyróżnilibyśmy Eneę, która może zaskoczyć pozytywnie wynikami 2H'21 i jest relatywnie mniej narażona na straty w obrocie w roku 2022. Po wzrostach kursu zamykamy już pozytywną rekomendację dla Polenergii.

Telekomunikacja, Media, IT

W telekomunikacji wybieramy OPL vs CPS. Dobre wyniki OPL za 3Q'21 powinny wspierać sentyment do spółki. Podtrzymujemy pozytywne podejście do WPL. W listopadzie'21 w IT polecamy CMR i SGN.

Gaming

Listopad przyniesie raportowanie wyników spółek – w Ten Square Games oczekujemy mniej więcej powtórzenia rezultatów 2Q'21, zaś CD Projekt przedstawi słaby (sezonowo) zestaw wyników. Pomimo słabego sentymentu w sektorze nie wycofujemy się z naszych pozytywnych rekomendacji.

E-commerce

W ostatnich 3M kurs Allegro spadł o >35% (-43% vs. WIG). Stąd, zamykamy nasze niekonsensusowe, negatywne zalecenie inwestycyjne dla tej spółki.

Handel

Utrzymująca się na wysokim poziomie inflacja żywności będzie wspierać wzrost wartości koszyka zakupowego i pozytywnie oddziaływać na przychody. Oczekujemy, że spółki z sektora handlu spożywczego będą w stanie przerzucać wzrost cen na konsumenta i utrzymać marże na poziomie EBITDA. TIM cały czas raportuje świetne wyniki finansowe.

Kluczowe rekomendacje

Pozytywne: Alior, Answear, CD Projekt, CEZ, Comarch, Erste, Lotos, MOL, Pekao, Orange Polska, PGNiG, Sygnity, Ten Square Games, TIM, Wirtualna Polska

Negatywne: PKP Cargo

Z uwagi na odejście analityka tymczasowo zawieszamy rekomendacje dla następujących spółek: AC, Alumetal, Amica, Apator, Astarta, Boryszew, Famur, Forte, Grupa Azoty, Kernel, Mangata, Stalprodukt.

Indeksy	Kurs bieżący	1M	YTD
WIG	74 660	+4,8%	+31%
ATX	3 845	+4,8%	+41%
BUX	55 926	+5,1%	+33%
PX	1 333	+1,2%	+37%
Indeksy sektorowe WIG		**1M**	**YTD**
WIG20	2 439	+4,3%	+26%
mWIG40	5 804	+8,5%	+50%
sWIG80	21 613	+1,6%	+38%
Banki	9 401	+17,6%	+100%
Budownictwo	4 005	-6,9%	+9%
Chemia	9 256	+1,3%	+20%
Energia	2 985	+6,5%	+46%
Gaming	20 433	-8,6%	-25%
Górnictwo	5 090	-4,9%	-10%
Informatyka	5 012	+5,0%	+30%
Media	9 169	+8,5%	+52%
Odzież	8 540	+1,5%	+66%
Paliwa	7 339	+6,1%	+48%
Spożywczy	4 787	+0,4%	+31%
Telekomunikacja	1 178	-0,2%	+21%
Top 5 / Worst 5		**1M**	**YTD**
Milkiland	3,30	+217,3%	+400%
Alior Bank	65,70	+41,0%	+287%
Groclin	4,33	+37,0%	+318%
Bumech	22,40	+36,0%	+702%
mBank	570,00	+34,8%	+218%
Prairie Mining	0,68	-20,3%	+27%
Allegro	43,50	-21,8%	-47%
Mercator Medical	112,30	-22,4%	-73%
Ten Square G	353,20	-29,5%	-35%
All In! Games	4,03	-39,1%	-71%

Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
AC	zawieszona -	-
Allegro	trzymaj ▲	52,40 PLN ►
Alumetal	zawieszona -	-
Amica	zawieszona -	-
Apator	zawieszona -	-
Astarta	zawieszona -	-
Boryszew	zawieszona -	-
Famur	zawieszona -	-
Forte	zawieszona -	-
Grupa Azoty	zawieszona -	-
Kernel	zawieszona -	-
Lotos	kupuj ►	82,11 PLN ▲
Mangata	zawieszona -	-
MOL	kupuj ▲	3523,00 HUF ▲
PGNiG	kupuj ▲	7,74 PLN ▲
PKN Orlen	trzymaj ▲	81,89 PLN ▲
Polenergia	trzymaj ▼	85,94 PLN ►
Stalprodukt	zawieszona -	-
Ten Square G	kupuj ▲	612,00 PLN ►

mBank Biuro maklerskie

Spis treści

1. Sektory 3
2. Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu 7
3. Zaskoczenia na wynikach spółek w poszczególnych kwartałach 8
4. Prognozy i rekomendacje Biura maklerskiego mBanku na tle konsensusu 11
5. Aktualne rekomendacje Biura maklerskiego mBanku 12
6. Statystyki rekomendacji 13
7. Kalendarium wydarzeń 14
8. Makroekonomia 15
9. Paliwa 18
9.1. Lotos 18
9.2. MOL 19
9.3. PGNiG 20
9.4. PKN Orlen 21

Sektory

Finanse

- Zalecamy dalsze przeważenie polskiego sektora bankowego. Podwyżki stóp procentowych już w 4Q'21 na poziomie 115 p.b. (+40 p.b. w październiku oraz +75 p.b. w listopadzie) powodują konieczność podwyższenia naszych prognoz wyniku odsetkowego o około 12% i zysku netto o około 24% na 2022 rok. Nasz bazowy scenariusz z raportu wrześniowego zakładał podwyżki stóp o 140 p.b. ale stopniowo i począwszy od 1Q'22. Zakładamy, że tak gwałtowny wzrost stopy bazowej w dużym stopniu zamyka także scenariusz asymetryczności wpływu na wynik odsetkowy, ponieważ banki będą odczuwać coraz większą presję na podwyższenie oferty depozytowej jeszcze w 4Q'21.
- Z satysfakcją odbieramy także ostatnie doniesienia dotyczące kredytów frankowych, które coraz bardziej wskazują na realizację naszego scenariusza ugodowego (duże rezerwy w 4Q, oczyszczone wyniki w latach 2022+). PKO BP zaraportował, że 10 000 klientów (10% klientów z kredytem CHF lub 14% deklarujących ochotę) zgłosiło się do banku aby zapoznać się z ofertą ugodową. Wynik ten oceniamy za bardzo dobry ale oczekujemy znaczącego spowolnienia napływu wniosku w kolejnych miesiącach. Uważamy, że samo zawarcie ugód wydłuży się ze względu na moce przerobowe sądu arbitrażowego przy KNF. Ugody na swoich zasadach zawiera również Bank Millennium. Od początku roku bank zawarł 5 742 (9,5% klientów z ekspozycją) dobrowolnych konwersji i pełnych spłat. Rozpoczęcie procesu ugodowego zapowiedział także Bank ING, Bank Pekao przyznał, że jest w trakcie pilotażu a Santander Bank Polska nadal prowadzi prace przygotowawcze po stronie systemów IT.
- Historycznie, w latach 2010-15 polski sektor bankowy notowany był na wskaźniku NTM P/E 13,6x (maksimum 17,5x) oraz NTM P/BV 1,69x (maksimum 2,2x) przy zbliżonym poziomie ROE do obecnie prognozowanego. Według naszych prognoz sektor jest obecnie notowany na 2022 P/E 14,0x i P/BV 1,37x. Niemniej jednak zwracamy uwagę, że wcześniejsze niż zakładaliśmy rozpoczęcie cyklu podwyżek spowoduje wzrost naszego EPSu o około 24% w 2022 roku a w konsekwencji także BPSu, co znacząco obniży prognozowane przez nas wskaźniki wyceny. Zwracamy uwagę także na konsensus, który nadal znajduje się 5% poniżej naszej pierwotnej prognozy na rok 2022 i zwiastuje jego znaczący wzrost w nadchodzących tygodniach. Podsumowując uważamy, że obecny poziom wyceny sektora WIG-Banki nie jest jeszcze wymagający chociaż należy pamiętać, że aby sektor osiągnął zakładane ROE >10% w kolejnych latach niezbędne jest przystąpienie do programu ugód CHF i zaksięgowanie jednorazowych znaczących rezerw na kredyty frankowe. Obecnie przeważalibyśmy ekspozycję w banki z dużą wrażliwością na stopy takie jak Bank Pekao, Santander, Alior, Bank Handlowy czy PKO BP. Zwracamy także uwagę, że na wskaźniku 2023 P/BV 1,1x nadal atrakcyjnie wygląda Bank Pekao w porównaniu do innych dużych banków takich jak PKO BP (1,3x), Santander (1,3x) czy KB (1,3x).
- Kondycja sektora bankowego w regionie jest bardzo dobra, co znajduje odbicie w wynikach kwartalnych. Banki pozytywnie zaskakują zarówno poziomem przychodów z podstawowej działalności, jak i bardzo niskim saldem rezerw. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami guidance w niektórych przypadkach został podwyższony, a konferencje wynikowe są utrzymywane w pozytywnym tonie jeżeli chodzi o przyszłość. Oprócz wyników, sentyment do sektora jest wspierany przez działania banków centralnych, które walcząc z inflacją, regularnie podnoszą koszt pieniądza. Na Węgrzech październikowa podwyżka o 25p.b., zgodnie z oczekiwaniami nie zakończyła jeszcze cyklu zacieśniania. CNB w listopadzie kolejny raz zaskoczył rynek podnosząc stopę procentową do 2.75%. Podsumowując, regionalne banki centralne są w cyklu zacieśniania co dodatkowo wspiera sentyment wobec sektora. Oczywiście, inflacja poprzez kanał wyższych kosztów działalności, a być może również przez pogorszenie się sytuacji części przedsiębiorstw (tych, które nie zdołają przenieść wyższych kosztów na odbiorcę końcowego), negatywnie wpłynie na przyszłe wyniki, jednakże korzyści płynące z wyższego oprocentowania powinny być zdecydowanie wyższe. W efekcie spodziewamy się podwyżek oczekiwań rynkowych na najbliższe lata. Jeżeli chodzi o strefę euro to, pomimo rosnącej inflacji, ECB jest daleko od podnoszenia stóp procentowych, a sama Prezydent Lagarde mówi, że nawet w przyszłym roku warunki do podwyżki stóp w strefie euro raczej nie zostaną spełnione.
- **Kluczowe rekomendacje:** Bank Pekao (kupuj), Alior Bank (kupuj), Erste Group (akumuluj)

Chemia

- W związku ze zmianami kadrowymi w zespole zawieszamy rekomendacje i zaprzestajemy pokrycia analitycznego dla: Grupa Azoty.

Surowce

- Decyzja banku rezerw federalnych w sprawie rozpoczęcia zmniejszania skupu aktywów, będzie skutkowała umocnieniem się dolara. Pod presją z tego powodu znajdą się ceny metali szlachetnych i przemysłowych. Słabsze odczyty PKB z gospodarki państwa środka, oraz rozległe problemy sektora nieruchomościowego w Chinach stanowią duży czynnik ryzyka dla dalszego kształtowania się globalnego popytu na miedź.
- Mimo rynkowych negatywnych informacji o problemach z łańcuchem dostaw, grupa nie ma problemu z kontraktowaniem i wysyłaniem produktów. KGHM odnotowuje dobry trzeci kwartał pod względem wolumenów sprzedaży i produkcji +13% produkcja miedzi r/r i +9% sprzedaż miedzi r/r, jest to wynik zgodny z naszymi oczekiwaniami. W naszych prognozach zakładamy kształtowanie się cen miedzi w przyszłym roku na poziomie 8500 USD więc potencjalne obsunięcie się cen miedzi nie powinno znacznie wpływać na wycenę spółki. W związku z powyższym nie widzimy przyczyn do zmiany rekomendacji i utrzymujemy zalecenie trzymaj.
- Ceny węgla koksującego w październiku kontynuowały wzrosty. Węgiel koksujący typu hard podrożał o 13,9% m/m, semi-soft 19,4% m/m a koks w Europie aż o 20% m/m. Wzrosty cen węgla w październiku były jednak przerwane najpierw przez sygnalizowanie i kolejno regulowanie cen przez rząd w Chinach. Jednak mając w tle kryzys energetyczny, popyt na węgiel utrzymuje się na stabilnym poziomie, a zyskujący na rentowności wielkopiecowi producenci stali mogą być katalizatorem dla wzmożonego popytu na koks. Mimo, sprzyjającego otoczenia dla producentów węgla i koksu, wyniki produkcyjne JSW były znacznie poniżej naszych oczekiwań, wydobycie w 3Q niższe o 15,4% r/r co spowodowało rewizje prognozy odnośnie wyniku EBITDA z 900 mln za 3Q do 552 mln.
- Obserwując rynek węgla koksującego podtrzymujemy stanowisko, że ceny nadal będą utrzymywać się na relatywnie wysokich poziomach, jednak niewykorzystany przez spółkę trzeci kwartał budzi obawy co do wydobycia w kolejnym okresie. W obecnej sytuacji podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Paliwa

- Napięcia podażowe na surowcach energetycznych wywindowały cenę Brent w okolice 85 USD/Bbl, a OPEC+ nie kwapi się z podnoszeniem produkcji ponad uzgodnione już kwoty. W związku z tym podnosimy nasze założenia dla cen ropy na najbliższe 3 lata średnio o 12%, ale w długim terminie utrzymujemy poziom 60 USD/Bbl.
- Na rynku paliwowym obserwujemy kontynuację pozytywnych trendów, mimo narastającej kolejnej fali pandemii COVID-19. Konsumpcja benzyny w USA znajduje się już tylko 1% poniżej poziomu referencyjnego z 2019 roku, a zapasy pozostają w rejonie dolnego ograniczenia wahań z 5 lat. 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 prawie 30%. Ruch lotniczy się odbudowuje, w Europie jesteśmy już „tylko" 19% poniżej odczytów z 2019 roku (w maju było to powyżej -60%, a w czerwcu -50%), a globalnie liczba lotów komercyjnych jest niższa o 18% vs 2019 rok.
- Marże rafineryjne w październiku wzrosły w okolice 6 USD/Bbl, głównie ze względu na mocne cracki benzynowe oraz wsparcie dla rentowności na HSFO ze strony ultra drogiego gazu i węgla. Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach marże mogą ulec osłabieniu, przy nieco gorszych odczytach na HSFO, ale jednoczesnej poprawie na średnich destylatach. Średni poziom modelowej marży dla PKN Orlen w kolejnych latach zakładamy obecnie na 4,2 USD/Bbl vs 2,9 USD/Bbl w tym roku (poprzednio na lata 2022-23 zakładaliśmy benchmark na średnio 3,1 USD/Bbl). Dyferencjał Ural/Brent, przy rosnącej presji podażowej na rynku surowca, spadł w okolice 1,4 USD/Bbl, co traktujemy jako normalizację tego parametru (nasze średnioterminowe prognozy to 1,5 USD/Bbl).
- Jeśli chodzi o marże detaliczne na stacjach benzynowych to kluczowa okazała się interwencja słowna prezesa PiS, który zasugerował aby koncerny ograniczyły swoje zyski. Dane POPIHN za październik wskazują, że w przypadku benzyny marża spadłą prawie do zera, a w przypadku diesla wynosiła -0,19 PLN/litr. Na razie trudno ocenić jak długo potrwa to sztuczne utrzymywanie cen poniżej psychologicznej bariery 6 PLN/litr, ale wysokie ceny ropy i odległy kalendarz wyborczy nie wskazują aby szybko doszło do normalizacji rentowności.
- W petrochemii obserwujemy dalszą stopniową normalizację marż na głównych kategoriach produktowych: na monomerach -50% od szczytów, a na polimerach -20% od szczytów (spadać zaczęły też dynamicznie marże na butadienie i aromatach). 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, ale skala dotychczasowej korekty jest mniejsza niż zakładaliśmy i dlatego wypłaszczamy krzywą spadkową w kolejnych latach (obecnie marże na polimerach i monomerach w latach 2022-24 są o około 15% wyższe od poprzednich założeń).
- Ceny gazu spadły w ostatnich tygodniach z tegorocznych szczytów, ale nie zakładamy aby w tym sezonie grzewczym doszło do radykalnego odwrócenia trendów, czemu sprzyjają bardzo niskie stany magazynowe w UE (77% vs średnia 5-letnia 92%). Aktualnie roczny kontrakt sięga 55 EUR/MWh, a notowania na kolejne lata oscylują w przedziale 21-30 EUR/MWh. Przypominamy, że nasz bazowy scenariusz zakłada w długim terminie normalizację cen w okolicach 18 EUR/MWh.
- Najlepszym wyborem na powyższe otoczenie makro pozostają w naszej opinii Lotos (marże rafineryjne, ceny ropy i neutralna pozycja na gazie) oraz MOL (wysokie ceny węglowodorów, wzrost marż rafineryjnych i wciąż wysokie marże petchem oraz ograniczona ekspozycja na koszty CO2). W przypadku PGNiG perspektywa fuzji z PKN definitywnie „uodporniła" kurs na jakiekolwiek katalizatory fundamentalne, ale naszym zdaniem nadal w parze PGN/PKN można liczyć na poprawę parytetu na korzyść gazowego koncernu. W przypadku PKN zamykamy naszą negatywną rekomendację po ostatnich bardzo dobrych wynikach kwartalnych i rewizji scenariusza makro/prognoz.
- **Kluczowe rekomendacje:** Lotos (kupuj), MOL (kupuj), PGNiG (kupuj)

Energetyka

- Ceny energii na rynku niemieckim spadły w kontraktach rocznych do 105 EUR/MWh na fali przeceny węgla oraz gazu. Krzywa terminowa na kolejne lata 2023-25 nadal utrzymuje się jednak powyżej 70 EUR/MWh, co powinno być katalizatorem rewizji konsensusu rynkowego w górę. W tym otoczeniu najbardziej korzystają oczywiście czyści i zintegrowani pionowo producenci i w tej grupie naszym top pickiem pozostaje CEZ. Zwracamy uwagę, że obecnie w perspektywie 2-3 lat wytwórcy mogą hedgować ceny na poziomie ~70-80 EUR/MWh, podczas gdy w tym roku średnia zrealizowana cena to 47-50 EUR/MWh.
- W Polsce kontrakt roczny jest obecnie notowany na 421 PLN/MWh, co normalizuje implikowane wysokie marże dla zintegrowanych elektrowni na węgiel brunatny (obecnie 110 PLN/MWh vs ponad 140 PLN/MWh na początku października). Spadki kontynuują też zielone certyfikaty (259 PLN/MWh vs 270 PLN/MWh w poprzednim tygodniu). Po lepszych odczytach w poprzednich miesiącach, dane PSE wskazują, że w październiku zapotrzebowanie na energię elektryczną w Polsce rosło już tylko o 1% r/r. Na razie nie widzimy podstaw do rewizji naszych założeń makro dla sektora na kolejne lata nowy scenariusz zaaplikowaliśmy w poprzednim miesiącu).
- 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 120 PLN/MWh, co nie będzie proste do przeniesienia 1:1 na klienta. Przykładowo jeśli URE przeniesie tylko połowę tej inflacji w taryfie (oznaczałoby to podwyżki rachunku o ponad 10%) to ubytek marży dla 4 największych dostawców w 2022 roku rzędu 1,5 mld PLN.
- W temacie transformacji sektora nie pojawiły się żadne nowe informacje i widać już, że rynek czeka na konkrety i kursy przestały reagować entuzjastycznie na powtarzanie tych samych deklaracji. W najbliższych miesiącach ważny będzie rozwój toczących się rozmów z KE ws. notyfikacji pomocy dla górnictwa. Zmiana na stanowisku osoby odpowiedzialnej za te rozmowy oraz generalnie niekorzystna atmosfera polityczna pomiędzy polskim rządem a KE nie zwiastują przyspieszenia harmonogramu. Zwracamy uwagę, że wciąż nie wybrano doradcy do tego procesu, co w teorii stanowi jedno z mniejszych wyzwań w tym procesie.
- Rekomendacje dla polskich państwowych spółek energetycznych pozostają zawieszone. W kontekście perspektyw wyników na 2H'21 i rok 2022 preferowalibyśmy akcje Enei, która naszym zdaniem może być też największym wygranym ewentualnej transformacji sektora. Słabiej pod względem wyników drugiego półrocza prezentuje się natomiast Tauron. Utrzymujemy pozytywne nastawienie do CEZ, gdzie spodziewamy się rewizji rynkowego konsensusu prognoz na kolejne lata.
- Biorąc pod uwagę kursy akcji zmieniamy rekomendacje (nie zmieniając cen docelowych) dla następujących spółek: Polenergia (z kupuj do trzymaj)
- **Kluczowe rekomendacje:** CEZ (akumuluj)

Telekomunikacja, media, IT

- Polski rząd pracuje nad nowelizacją ustawy o krajowym systemie cyberbezpieczeństwa. Najnowsza wersja projektu, opublikowana 12 października, rzuca nowe światło na to, jak ma wyglądać dalszy rozwój sieci 5G. Odzyskanymi w procesie refarmingu częstotliwościami 700 MHz zarządzać będzie operator strategiczny. Podmiot ten ma realizować zadania na rzecz obronności, bezpieczeństwa państwa oraz bezpieczeństwa i porządku publicznego w zakresie telekomunikacji. Jak donoszą media, największe udziały w spółce obejmą podmioty kontrolowane przez Skarb Państwa. Pakiet mniejszościowy będzie zarezerwowany dla komercyjnych telekomów – pojedynczych operatorów lub konsorcjów.
- Na 4,8 mld zł zaplanowano w budżecie na 2022 rok przychody, jakie ma wygenerować dla skarbu państwa Urząd Komunikacji Elektronicznej. Gros tej kwoty przyniesie rynek częstotliwości radiowych i bynajmniej aukcja 5G nie będzie jedynym źródłem. 4,1 mld zł (85% wpływów) będzie pochodzić z jednorazowych opłat za rozdysponowanie częstotliwości radiowych oraz za prolongatę już dokonanych rezerwacji. Na przyszły rok spodziewane jest formalne zakończenie procedury rozdysponowania pasma 3400-3800 MHz do sieci 5G. Podobnie, jak w latach poprzednich do ustawy budżetowej wpisano z tego tytułu 1,914 mld PLN, czyli cenę wywoławczą z niewielkimi postąpieniami uczestników aukcji.
- Wezwanie na akcje ogłosił cyfrowy Polsat wraz z głównym akcjonariuszem. W oświadczeniu Zygmunt Solorz napisał, że Cyfrowy Polsat zamierza rozszerzyć zakres działalności, a wezwanie ma być szansą do wyjścia z akcjonariatu dla inwestorów mniejszościowych, którzy nie chcą podejmować ryzyka związanego z nowymi planami grupy. Szczegółów dotyczących tychże planów nie ujawniono.
- Sentyment do telekomunikacji pobudzają 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.
- Rozwój wariantu Delta COVID-19 budzi ryzyko dla reklamy stacjonarnej i kin. W takich warunkach akcje WPL są naszym zdaniem lepszym wyborem niż walory AGO.
- **Kluczowe rekomendacje:** Orange Polska (kupuj), Wirtualna Polska (kupuj), Comarch (kupuj), Sygnity (kupuj)

Gaming

- Szacowane przez Sensor Tower przychody **Ten Square Games** w październiku wyniosły ok. 7,6 mln USD vs. ok. 7,4 mln USD we wrześniu, zaś sprzedaż Rortos pozostała na niezmienionym poziomie ok. 0,4 mln USD. W rozbiciu na poszczególne gry, spadek przychodów zanotował Fishing Clash (6 mln USD w październiku vs. 6 mln USD we wrześniu; co istotne początkowo Sensor Tower zaraportował 3 mln USD w październiku z samego Androida, a następnie skorygował tę wartość do 4 mln USD), a sprzedaż Hunting Clash wzrosła (1,4 mln USD vs. 1,2 mln USD). Warto pamiętać, że są to dane szacunkowe, a kwoty powyżej 1 mln USD są zaokrąglane do całości. Fishing Clash w Chinach (raportowane tylko iOS) nadal nie stanowi istotnych wartości (przychody 200 tys. USD). Październikowe szacunki sprzedaży według Sensor Tower początkowo przyniosły pewne negatywne zaskoczenie (2 listopada wskazywały na spadek przychodów, a 3 listopada już na wzrost), ale dla analizy dłuższych trendów kluczowe będą informacje odnośnie poniesionych nakładów marketingowych, które powinniśmy poznać już w raporcie za 3Q'21. Przypominamy, że spółka wyniki 3Q'21 zaraportuje 22 listopada, a my oczekujemy mniej więcej powtórzenia wyników z 2Q'21. Wyniki 3Q'21 będą również już zawierały konsolidowany Rortos, co może wpłynąć na prezentowane marże operacyjne. Uważamy, że ostatnia reakcja kursu na negatywne informacje (zakończenie przeglądu opcji strategicznych oraz obniżenie celów finansowych w programie motywacyjnym) jest nieadekwatna. Spółka posiada dwie dobrze monetyzujące się gry (Fishing Clash oraz Hunting Clash), a szerokie portfolio nowych tytułów, nad którymi prowadzone są prace pozwoli zdywersyfikować źródła przychodów.
- 29 listopada swoje wyniki finansowe za 3Q'21 zaprezentuje **CD Projekt**. Oczekujemy, że będzie to najgorszy kwartał roku, a spółka zaraportuje niewielki zysk operacyjny na co naszym zdaniem wpływ będą miały relatywnie słaba sprzedaż gier (na słabej marży) i wciąż niewykazujący rentowności segment GOG. Po przesunięciu premier gier na nowe konsole (Wiedźmin 3 na 2Q'22, Cyberpunk 2077 na 1Q'22) zdecydowanej korekty w dół wymagać będą nasze szacunki (a także konsensus) dotyczące rezultatów w 2021 roku (a jednocześnie 2022 rok w górę), gdyż w naszych założeniach oczekiwaliśmy istotnego pozytywnego wpływu ze sprzedaży gier next-gen w grudniu 2021. Opóźnienie premier spowodowało też, że wydłuża się horyzont czasowych pozytywnych wiadomości ze spółki, co w najbliższym czasie powinno negatywnie się przekładać na sentyment do spółki. Niemniej jednak przypominamy, że nasza wycena i prognozy oparte są o długoterminowe założenia odnośnie możliwości produkcji dwóch gier jednocześnie (kolejne AAA z 2 IP) i zmiany w samych wynikach pomiędzy 2021 a 2022 rokiem w niewielkim stopniu wpływają na wycenę. Długoterminowo zakładamy, że wersja next-gen CP2077 będzie pozytywnie odebrana przez społeczność graczy i przyczyni się do zmiany sentymentu wokół producenta.
- Biorąc pod uwagę kurs akcji zmieniamy rekomendację (nie zmieniając cen docelowych) dla Ten Square Games (z akumuluj do kupuj).
- **Kluczowe rekomendacje:** CD Projekt (kupuj), Ten Square Games (kupuj)

Przemysł

- W związku ze zmianami kadrowymi w zespole zawieszamy rekomendacje i zaprzestajemy pokrycia analitycznego dla: AC, Alumetal, Amica, Apator, Astarta, Boryszew, Famur, Forte, Kernel, Mangata, Stalprodukt.

E-commerce

- GUS opublikował dane o polskim handlu za wrzesień'21. Nominalna sprzedaż e-commerce wzrosła o 37% r/r. Penetracja e-commerce wyniosła 8,4% (+1,6 p.p. r/r). Choć, do danych GUS podchodzimy z pewną rezerwą, mogą one optymistycznie nastawiać polskich inwestorów e-commerce. Najlepiej spośród kategorii GUS wypadły „tekstylia, odzież, obuwie" oraz „prasa, książki i pozostała sprzedaż w wyspecjalizowanych sklepach".
- Z drugiej strony zwracamy uwagę na chłodzący oczekiwania inwestorów guidance technologicznych spółek amerykańskich na wzrost e-commerce. Kluczowym wydarzeniem były wyniki Amazon i eBay za 3Q'21. Obie spółki zawiodły inwestorów podkreślając oczekiwane osłabienie mocnych pozytywnych trendów w e-commerce.
- Amazon wprowadził pakiet Amazon Prime za 49 PLN rocznie, co biorąc pod uwagę darmowe przesyłki i dostęp do serwisu z filmami i serialami jest naszym zdaniem bardzo korzystną ofertą. Spodziewamy się, że Amazon Prime znajdzie szerokie grono użytkowników w Polsce. To z kolei jest niekorzystne dla Allegro. Serwis będzie odczuwać presję na udział rynkowy. Co ważniejsze, Allegro może być zmuszone do kolejnego poluzowania warunków programu

SMART! w obszarze pułapów darmowych wysyłek, co potencjalnie wpłynie na wielkość kosztów dostaw netto i obniży poziom rentowności EBITDA. Podkreślamy także szybkie tempo ruchów Amazona na polskim rynku: niedawno serwis ogłosił darmową wysyłkę od 40 PLN, teraz wprowadza serwis Prime. Naszym zdaniem to dowody, że apetyt na polski rynek jest duży.

- Notowania Allegro spadły w ciągu ostatnich 3M o >35% (43 p.p. poniżej WIG). Nasza cena docelowa z wrześniowej rekomendacji została osiągnięta. Stąd, podwyższamy zalecenie inwestycyjne do trzymaj ze sprzedaj. Allegro jest notowane EV/EBITDA'21 na zbliżonym poziomie do Amazona w tym momencie.
- **Kluczowe rekomendacje:** Answear (kupuj)

Handel

- W 3Q'21 Jeronimo Martins zaraportowało bardzo dobre wyniki. Przychody grupy wzrosły o 8,7% r/r by osiągnąć 5,3 mld EUR. Zaskoczenie kryło się w wyższym niż oczekiwanym wzroście przychodów Biedronki oraz znacznej poprawie wyników w Kolumbii na poziomie zarówno przychodów jak i EBITDA. Sieć Ara w 3Q'21 wykazała prawie 40% LFL oraz pozytywną EBITDA pre-IFRS 16. Dobry kwartał napawa optymizmem i przybliża sieć do osiągnięcia rentowności już w 2022 roku. Utrzymująca się na wysokim poziomie inflacja żywności w Polsce (3,8% r/r w 3Q'21 i 4,9% w październiku) pozytywnie oddziałuje na wartość koszyka zakupowego i tym samym sprzedaż porównywalną. Biedronka w 3Q zanotowała 8,1% LFL, co przełożyło się na wzrost sprzedaży/sqm o 5,3% vs nasze założenie o 2,5% wzroście. Wzrost cen w koszyku zakupowym Biedronki w 3Q (ok. +1%) pozostawał poniżej inflacji żywności obserwowanej w całej gospodarce, jednak sieć utrzymała płaską marżę EBITDA r/r i tym samy zniwelowała wpływ podatku od sprzedaży detalicznej. To razem ze wzrostem udziału w rynku o 1,6 p.p. r/r do 27% (wg danych spółki) pokazuje, że duże sieci dyskontowe będą zdobywały coraz większą część rynku wraz ze wzrostem inflacji żywności, która wg naszych szacunków będzie się utrzymywać na podwyższonym poziomie w średnim terminie. Wyceny spółek spożywczych pozostają wymagające. Zarówno Jeronimo Martins jak i Dino notowane są powyżej swoich 3-letniej średnich na EV/EBITDA NTM. Podtrzymujemy neutralne rekomendacje na spółki jednak widzimy większy potencjał do zakończeń przy JMT i niezmiennie preferujemy Jeronimo Martins w parze z Dino.
- W październiku 2021 szacowane przychody ze sprzedaży TIM (jednostka) wyniosły 120,2 mln PLN, co oznacza wzrost r/r o 37%. W rozbiciu segmentowym sprzedaż online wzrosła r/r o 39% (do 85,9 mln PLN), a offline o 32% (do 34,3 mln PLN). Warto jednak zauważyć, że w październiku 2020 roku spółka zaraportowała nominalnie najniższy wzrost miesięczny w zeszłym roku (+9% r/r), więc relatywnie (do innych miesięcy) zeszłoroczna baza była zaniżona. Wskaźniki średniej dziennej sprzedaży w październiku 2021 roku wyniosły 4,09 mln PLN dla online i 1,63 mln PLN dla offline. Październik w tym roku miał o 1 dzień roboczy mniej niż w zeszłym roku. Wynik października jest znacząco powyżej naszych założeń (szczególnie dla offline, gdzie nie spodziewaliśmy się tak dużego wzrostu w 4Q'21) i wskazuje na kontynuację bardzo dobrych trendów sprzedażowych również na końcówkę roku. 24 listopada TIM zaraportuje wyniki 3Q'21, w których się spodziewamy co najmniej podwojenia zeszłorocznych wyników operacyjnych (więcej w naszej publikacji Prognozy wyników kwartalnych: 3Q 2021). TIM cały czas pozostaje jednym z naszych top picków, a wysokie dynamiki sprzedażowe potwierdzają pozytywne otoczenie dla spółki.
- **Kluczowe rekomendacje:** TIM (przeważaj)

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

vs. konsensus	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	+/=
			2019				2020				2021			
in minus	14	22	11	14	16	20	22	9	7	13	9	11	1	**169**
brak zaskoczeń	22	20	27	26	25	14	12	14	23	20	11	22	3	**239**
in plus	22	18	23	22	23	30	30	41	36	30	41	27	14	**357**
suma	**58**	**60**	**61**	**62**	**64**	**64**	**64**	**64**	**66**	**63**	**61**	**60**	**18**	**765**
in minus (%)	24	37	18	23	25	31	34	14	11	21	15	18	6	**22**
in plus (%)	38	30	38	35	36	47	47	64	55	48	67	45	78	**47**

vs. r/r	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	+/=
			2019				2020				2021			
in minus	16	21	23	28	22	22	33	40	30	26	17	12	1	**291**
brak zaskoczeń	10	6	9	10	6	9	7	4	8	3	5	5	0	**82**
in plus	42	41	36	30	40	37	28	24	31	35	41	47	17	**449**
suma	**68**	**68**	**68**	**68**	**68**	**68**	**68**	**68**	**69**	**64**	**63**	**64**	**18**	**822**
in minus (%)	24	31	34	41	32	32	49	59	43	41	27	19	6	**35**
in plus (%)	62	60	53	44	59	54	41	35	45	55	65	73	94	**55**

Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank

Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu

Sektor		Rynek polski	Rynek amerykański
Finanse	SENTYMENT	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	PEO, SPL, ALR	JPM US, BAC US, MS US, GS US
	Spółki na minus		BK US, NTRS US, PGR US
	Kluczowe katalizatory:	Wyniki 3Q, wzrost stóp	Oczekiwany wzrost prognoz EPS
Chemia	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	CIE	DOW US, APD US, ASH US, LYB US, ALB US, PLL US, LTHM US, LIN US
	Spółki na minus		
	Kluczowe katalizatory:	Wzrost cen surowców	Wzrost cen surwców oraz przedłużające się przestoje u kontrahentów
Surowce	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	KGHM, JSW	PLUG US, FCX US, A US, AA US, ANTO US, MT US
	Spółki na minus		
	Kluczowe katalizatory:	Spowalniające momentum, rosnące koszty	Spowalniające momentum spowodowane zerwanymi łańcuchami dostaw i walką z inflacją
Paliwa	SENTYMENT	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	LTS, MOL, PGN	DVN US, FANG US, EOG US, EQT US, OXY US, CVX US, SWN US, XOM US, PSX US, COP US, GLTS US
	Spółki na minus		
	Kluczowe katalizatory:	Rewizje konsensusu, dalsza poprawa marż rafineryjnych	Odporność na zerwane łańcuchy dostaw, wysokie ceny ropy, wysokie marże rafineryjne
Energetyka	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	CEZ, ENA	VST US, AES US, AWK US, EVRG US, AEP US, RUN US, EPD US
	Spółki na minus	TPE	HE US, ED US
	Kluczowe katalizatory:	Zmiana trendów na wynikach kwartalnych, rewizje założeń cenowych	Plan infrastrukturalny i dalsza transformacja energetyczna
Telekomy	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	OPL	TMUS US, CMCSA US
	Spółki na minus		
	Kluczowe katalizatory:	Joint venture z APG, wezwanie na CPS, dobre wyniki za 3Q'21	
Media	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	WPL	FB US, NFLX US, GOOG US
	Spółki na minus		DIS US, SNAP US
	Kluczowe katalizatory:	Oczekiwane dobre wyniki za 3Q'21	Mieszany zestaw wyników kwartalnych i prognoz
IT	SENTYMENT	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	ACP, CMR	NVDA US, AMAT US, MSFT US, LRCX US, CSCO US, KLA US, CRM US, AAPL US, LPSN US, AVLR US, APH US, NOVA US, FIVN US, UBER US
	Spółki na minus		
	Kluczowe katalizatory:	Atrakcyjne wyceny i pozytywne momentum wynikowe	Momentum wynikowe potwierdza siłę kluczowych segmentow dobre perspektywy na 2022 r.
Gaming	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEGATYWNY
	Spółki na plus	TEN	TTWO US
	Spółki na minus	CDR	ATVI US
	Kluczowe katalizatory:	Raportowanie wyników 3Q'21	Rozczarowanie wynikami
Przemysł	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	COG	CAT US, CSX US, CMI US, LUV US, URI US, VNT US, CNHI US
	Spółki na minus	PKP	
	Kluczowe katalizatory:	Wyniki 3Q'21	Rosnące koszty
Konsument cykliczny	SENTYMENT		POZYTYWNY
	Spółki na plus		CPRI US, TSCO US, GOOS US, NKE US, HD US, BBY US, CMG US, MCD US, AMZN US, AAP US, WOOF US, FND US, BBWI US, AZO US, M US
	Spółki na minus		
	Kluczowe katalizatory:		Producenci będą wykorzystywać zerwane łańcuchy dostaw by podnosić marże
Konsument defensywny	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus		COTY US, PEP US, HAIN US
	Spółki na minus		KDP US
	Kluczowe katalizatory:	Sprzyjająca inflacja żywności	Wzrost kosztów

mBank Biuro maklerskie

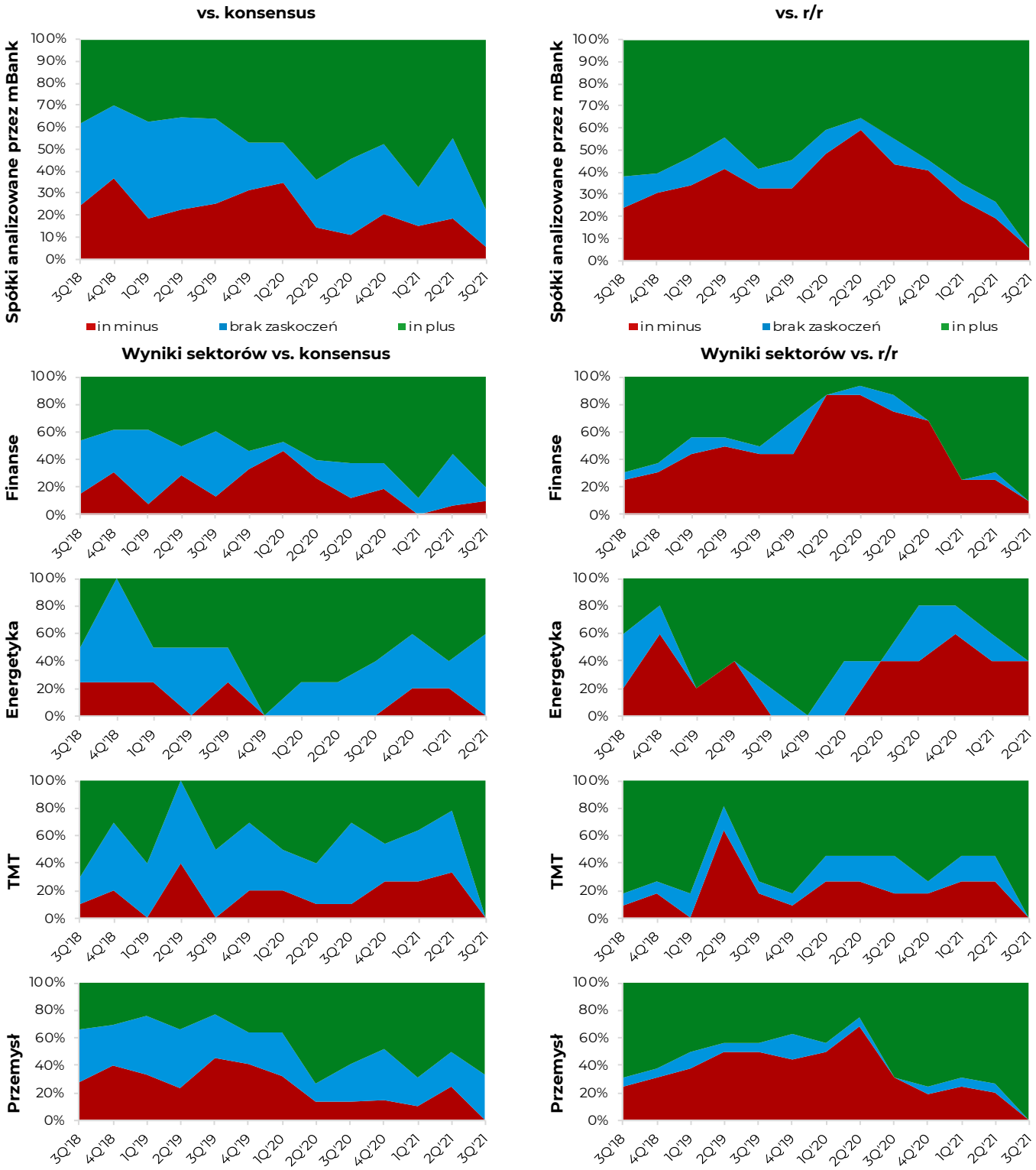
Zaskoczenia na wynikach spółek w poszczególnych kwartałach (vs. konsensus oraz vs. r/r)

vs. konsensus	2018		2019				2020				2021			+/=
	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	
Finanse														
Alior Bank	=	=	=	-	+	-	+	-	+	+	+	+	+	77%
BNP Paribas									+	+	+	=		100%
Handlowy	-	-	-	-	-	+	-	+	+	-	+	-		33%
ING BSK	=	+	+	+	-	-	+	+	+	+	+	+	+	85%
Millennium	=	+	+	+	+	-	-	+	-	=	=	=	-	69%
Pekao	+	+	=	=	=	+	+	+	=	+	+	+	=	100%
PKO BP	=	=	=	+	=	+	+	+	=	=	+	=		100%
Santander BP	=	-	=	-	=	+	-	=	+	-	+	+	+	69%
Komercni	+	+	=	+	=	=	+	-	-	+	+	+	+	85%
Moneta					+	=	+	-	+	+	=	=	+	89%
Erste Group	+	+	+	+	=	+	-	-	+	+	+	+	+	85%
RBI				+	=	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
OTP Bank	+	=	=	+	+	+	-	+	+	=	+	+		92%
PZU	+	=	+	=	=	+	-	+	+	+	+	=		92%
Kruk	+	-	+	-	+	-	-	+	=	+	+	+	+	69%
GPW	-	-	=	=	+	-	=	=	=	-	+	=		67%
Chemia														
Ciech	=	-	=	=	=	+	-	+	+	-	+	=		75%
Grupa Azoty	-	+	+	=	+	=	+	=	=	+	-	+		83%
Surowce														
JSW	=	-	+	+	+	+	-	=	=	+	-	=		75%
KGHM	-	-	+	=	+	-	-	+	=	=	+	=		67%
Paliwa														
Lotos	=	-	=	=	-	-	-	+	+	-	+	+	=	62%
MOL	+	+	=	+	=	+	+	+	+	=	+	+		100%
PGNiG	-	-	=	+	-	+	+	=	+	+	+	-		67%
PKN Orlen	=	+	=	+	=	-	+	=	+	=	+	=	+	92%
Energetyka														
CEZ	+	=	=	+	-	+	+	+	=	=	-	=		83%
Enea	=	=	+	+	+	+	+	+	+	+	=	=		100%
PGE	-	-	-	=	=	+	=	=	+	=	+	+		75%
Polenergia									=	-	+	+		75%
Tauron	+	=	+	=	+	+	+	+	+	+	+	=		100%
Telekomunikacja														
Cyfrowy	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=		100%
Orange PL	+	+	=	=	=	+	+	+	=	+	+	=	+	100%
Media														
Agora	+	=	+	-	+	=	+	=	+	-	-	-		67%
Wirtualna	=	=	=	=	=	=	-	=	+	+	+	+		92%
IT														
Ailleron	-	-	+	-	=	-	-	+	-	-	=			36%
Asseco BS	+	+	=	=	+	+	=	+	=	=	=	=	+	100%
Asseco PL	+	=	+	=	+	=	+	+	+	+	+	+		100%
Asseco SEE	+	=	+	=	+	+	+	+	=	+	+	=	+	100%
Atende	+	-	+	-	=	=	=	+	=	=	-			73%
Comarch	+	+	+	-	+	-	+	-	=	+	=	-		67%
Sygnity									-	-	-			0%
Gaming														
CD Projekt	-	-	+	+	+	+	+	-	+	-	-	+		58%
Ten Square G	-	-	-	=	=	+	-	=	=	=	+	-		58%
Przemysł														
Cognor	=	-	-	+	-	-	+	+	+	+	+	+	+	69%
Grupa Kęty	=	=	=	=	=	+	+	+	=	+	+	+	=	100%
Mo-BRUK									=	+	+			100%
PKP Cargo	+	-	=	-	-	-	-	+	=	=	+	=		58%
Pozbud	-	=	+	-	-	+	-	+				-		44%
E-commerce														
Allegro									=	+	+	=		100%
Answear														
Shoper														
Vercom												-		0%
Handel														
Dino	=	=	=	+	=	=	+	+	+	=	=	=		100%
Jeronimo	=	=	=	=	=	=	-	-	+	=	+	+	+	85%
TIM		+	+	+	-	=	=	+	+	+	+	+		91%

vs. r/r	2018		2019				2020				2021			+/=
	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	
Finanse														
Alior Bank	-	+	-	-	-	-	-	-	-	+	+	+	+	38%
BNP Paribas	+	-	+	+	-	+	-	=	+	+	+	-		67%
Handlowy	-	-	-	-	-	+	-	-	=	-	+	-		25%
ING BSK	=	+	=	+	+	=	-	-	+	-	+	+	+	77%
Millennium	+	+	=	-	=	-	-	-	-	-	-	-	-	31%
Pekao	+	-	-	+	+	=	-	-	-	-	+	+	+	54%
PKO BP	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	+	+		58%
Santander BP	-	+	-	-	+	-	-	-	-	-	-	-	+	23%
Komercni	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	-	+	+	46%
Moneta	+	+	-	+	+	=	+	-	-	-	-	+	+	62%
Erste Group	+	+	+	-	+	=	-	-	-	-	+	+	+	62%
RBI	+	-	-	=	-	+	-	-	-	+	+	+	+	54%
OTP Bank	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	+	+		67%
PZU	+	=	+	-	-	+	-	-	=	-	+	+		58%
Kruk	+	+	+	-	-	-	-	-	-	+	+	+	+	54%
GPW	-	-	-	-	+	-	+	+	-	+	+	=		50%
Chemia														
Ciech	-	-	-	=	+	+	-	+	+	-	+	+		58%
Grupa Azoty	-	-	+	+	+	=	-	+	-	+	-	+		58%
Surowce														
JSW	=	-	-	=	-	-	-	-	-	-	+	+		33%
KGHM	-	=	+	-	+	-	-	+	+	+	+	+		67%
Paliwa														
Lotos	=	+	+	=	=	-	+	-	-	-	-	+	+	62%
MOL	+	+	-	=	=	-	+	-	-	-	=	+		58%
PGNiG	+	-	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+		67%
PKN Orlen	-	+	=	+	+	-	+	-	-	+	-	+	+	62%
Energetyka														
CEZ	+	=	+	+	=	+	+	-	=	-	-	-		67%
Enea	=	-	+	+	+	+	+	+	-	=	=	-		75%
PGE	=	-	-	-	+	+	=	-	=	-	+	+		58%
Polenergia	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	+		75%
Tauron	-	-	+	-	+	+	=	+	+	+	+	+		75%
Telekomunikacja														
Cyfrowy	=	=	=	=	=	=	=	-	+	+	+	+		92%
Orange PL	+	+	=	=	+	+	+	=	=	=	+	+	+	100%
Media														
Agora	+	+	+	-	+	+	+	-	-	-	-	+		58%
Wirtualna	+	+	+	+	+	+	-	-	-	+	+	+		75%
IT														
Ailleron	-	-	+	-	-	+	-	+	+	+	+	=		58%
Asseco BS	+	+	+	-	+	+	=	=	=	+	=	=	+	92%
Asseco PL	+	+	+	-	+	-	+	+	+	+	+	+		83%
Asseco SEE	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
Atende	+	-	+	-	-	+	-	+	+	-	-			50%
Comarch	+	+	+	-	+	+	+	+	=	+	=	-		83%
Sygnity	+	+	+	-	+	+	+	+	+	-	-			67%
Gaming														
CD Projekt	-	-	-	+	-	+	+	+	+	+	-	+		58%
Ten Square G	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+		100%
Przemysł														
Cognor	+	-	-	-	-	-	+	-	+	+	+	+	+	54%
Grupa Kęty	+	+	=	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
Mo-BRUK	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+		100%
PKP Cargo	+	+	+	-	-	-	-	-	-	=	+	+		50%
Pozbud	+	+	+	+	+	+	-	-	+	+	-	-		67%
E-commerce														
Allegro									+	+	+	+		100%
Answear														
Shoper														
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



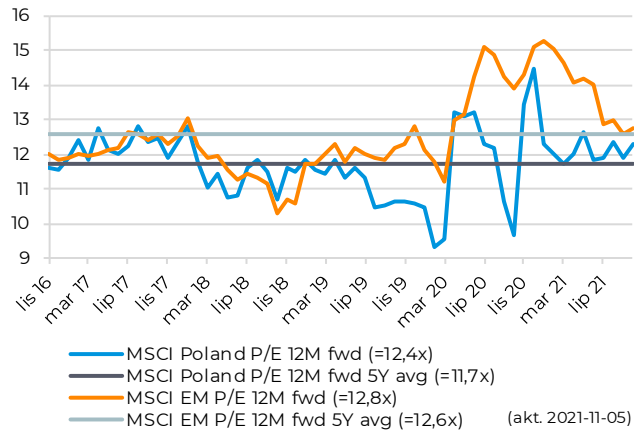
Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank

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

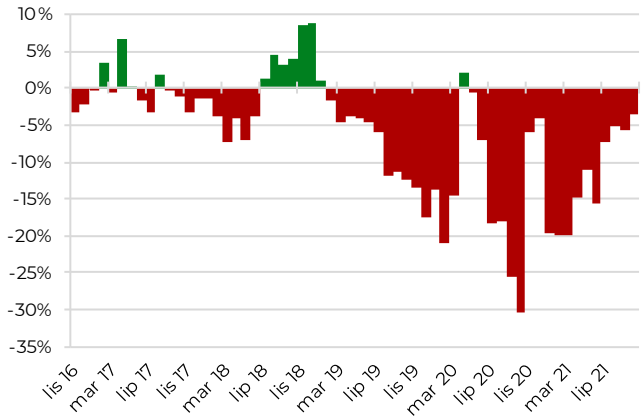
paź 20=0	WIG30		Finanse		Paliwa		Energetyka		Handel		TMT		Chemia		Surowce	
	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank
lis 20	+2%	+10%	+2%	+9%	-2%	+10%	-28%	-27%	+9%	+21%	+32%	+18%	+0%	+122%	+10%	+99%
gru 20	+7%	+8%	+12%	+9%	-7%	+10%	-23%	-27%	+19%	+21%	+24%	+2%	-42%	+122%	+29%	+99%
sty 21	+8%	+9%	+13%	+9%	-8%	+10%	-27%	-27%	+23%	+21%	+22%	+2%	-48%	+99%	+42%	+99%
lut 21	+8%	+10%	+17%	+9%	-9%	+10%	-25%	-27%	+5%	+21%	+20%	+2%	-48%	+99%	+44%	+121%
mar 21	+10%	+19%	+19%	+12%	-4%	+4%	-27%	-33%	-10%	+89%	+9%	-11%	-48%	+394%	+62%	+255%
kwi 21	+12%	-3%	+15%	-22%	+13%	+4%	-22%	-33%	+0%	-	+7%	-28%	+16%	+459%	+41%	+255%
maj 21	+23%	+1%	+37%	-22%	+15%	+4%	-17%	-21%	-0%	-	+8%	-28%	+76%	+459%	+59%	+285%
cze 21	+33%	+15%	+45%	-20%	+16%	+73%	-15%	-21%	-11%	-	+53%	-28%	+76%	+459%	+73%	+285%
lip 21	+27%	+17%	+6%	-20%	+22%	+89%	-12%	-21%	-28%	-	+108%	-28%	+22%	+179%	+68%	+285%
sie 21	+36%	+25%	+25%	-9%	+29%	+89%	-11%	-21%	-23%	-31%	+98%	-19%	+22%	+179%	+83%	+273%
wrz 21	+39%	+40%	+25%	-9%	+39%	+89%	-19%	+2%	-10%	-31%	+91%	+42%	+22%	+179%	+100%	+303%
paź 21	+51%	+56%	+33%	-9%	+60%	+177%	+6%	+2%	-4%	-	+91%	+42%	-25%	+179%	+110%	+303%

Źródło: Bloomberg, mBank; dane dla prognoz mBanku nie uwzględniają wyniku mBanku; zmiana między miesiącami dotyczy okresu pomiędzy kolejnymi publikacjami niniejszego dokumentu wraz z danymi opublikowanymi w bieżącym wydaniu

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

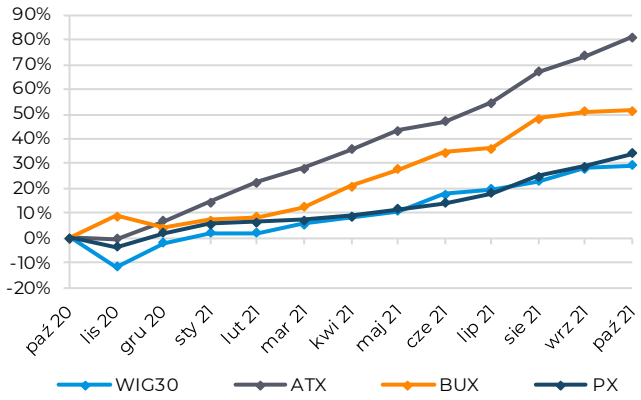


Źródło: Bloomberg, mBank



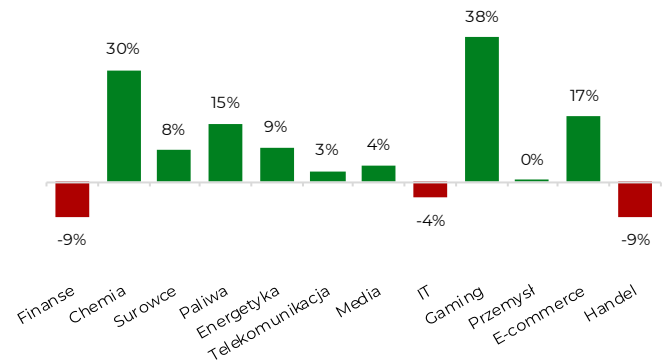
Źródło: Bloomberg, mBank

Zmiana prognozowanego EPS 12M fwd



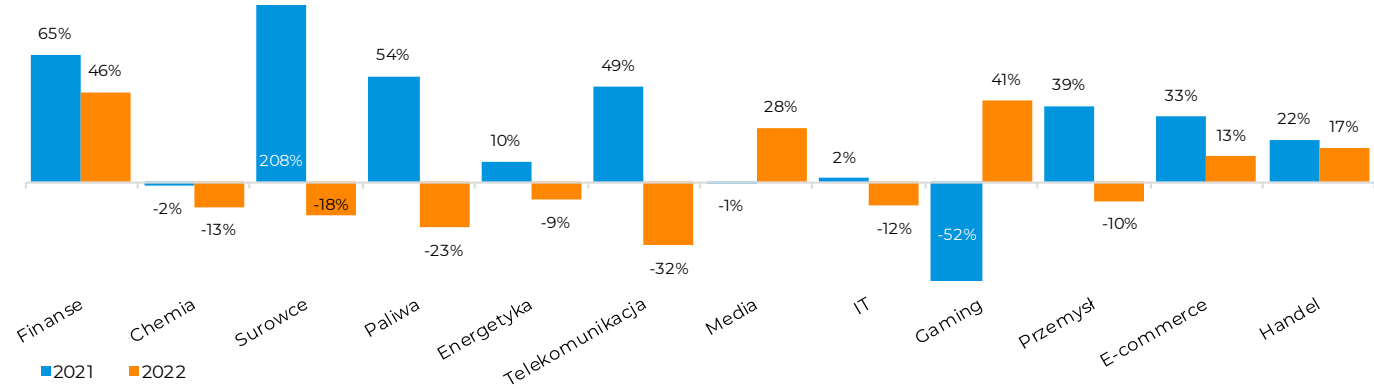
Źródło: Bloomberg, mBank

Potencjał zmiany cen dla sektorów



Źródło: mBank; na podstawie cen docelowych według mBanku

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



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

Odchylenie prognoz mBanku od konsensusu

Spółka	Rekomendacja	TP	Rekomendacje[2]			TP	mBank/	ZN mBank/kons.			EBITDA mBank/kons.			Liczba
	mBank	mBank[1]	▲	►	▼	kons.[3]	kons. TP	2021	2022	2023	2021	2022	2023	prognoz[4]
Finanse														
Alior Bank	kupuj	55,00	7	3	3	55,38	-0,7%	-26%	-12%	+8%				7
BNP Paribas Polska	kupuj	102,48	6	2	0	93,14	+10,0%	-2%	+12%	-0%				2
Handlowy	kupuj	55,00	2	6	2	48,14	+14,3%	-4%	+13%	+8%				5
ING BSK	akumuluj	250,00	8	2	1	251,15	-0,5%	-4%	+3%	-3%				7
Millennium	trzymaj	7,30	6	3	3	6,89	+6,0%	-	+77%	+1%				3
Pekao	kupuj	130,00	11	5	2	125,53	+3,6%	-25%	-2%	-1%				8
PKO BP	kupuj	50,65	11	5	1	48,84	+3,7%	-2%	+3%	+8%				11
Santander Bank Polska	akumuluj	345,80	7	5	1	338,42	+2,2%	-	+8%	+1%				5
Komercni Banka	akumuluj	804,77	11	5	0	943,24	-14,7%	-15%	+2%	+8%				10
Moneta Money Bank	kupuj	95,50	8	2	0	98,56	-3,1%	-2%	-0%	+6%				7
Erste Group	akumuluj	34,06	17	3	1	43,69	-22,0%	-16%	-2%	-1%				13
RBI	akumuluj	21,00	15	3	2	27,58	-23,9%	-39%	-35%	-34%				13
OTP Bank	trzymaj	15 143	14	2	0	20 686	-26,8%	-17%	-18%	-				11
PZU	akumuluj	40,63	8	4	1	41,64	-2,4%	+9%	+3%	+13%				6
Kruk	trzymaj	288,46	2	3	1	328,09	-12,1%	-17%	-9%	-15%				3
GPW	trzymaj	44,48	2	4	0	51,15	-13,0%	+10%	+11%	+3%	+10%	+12%	+7%	2/2
Chemia														
Ciech	trzymaj	47,47	3	2	2	39,75	+19,4%	+20%	+25%	+38%	+0%	+10%	+6%	3/2
Surowce														
JSW	kupuj	62,42	4	2	3	57,17	+9,2%	-66%	-27%	-3%	-36%	-14%	+4%	7/7
KGHM	trzymaj	158,27	6	5	3	178,78	-11,5%	+23%	-41%	-18%	+4%	-27%	-10%	12/9
Paliwa														
Lotos	kupuj	82,11	7	4	1	65,10	+26,1%	+43%	-31%	-15%	+31%	-15%	-11%	8/8
MOL	kupuj	3 523,0	6	8	0	2 849,2	+23,6%	+20%	-6%	-8%	+16%	-1%	+0%	13/12
PGNiG	kupuj	7,74	7	3	0	7,49	+3,4%	+6%	-19%	-21%	+12%	-9%	-10%	7/5
PKN Orlen	trzymaj	81,89	5	8	4	85,76	-4,5%	+45%	-55%	-40%	+35%	-22%	-15%	14/13
Energetyka														
CEZ	akumuluj	825,37	8	6	1	737,78	+11,9%	-45%	-7%	+15%	-0%	-4%	+4%	7/7
Enea	zawieszona	-	6	2	0	12,23	-	-4%	+27%	+15%	-1%	+10%	+12%	4/5
PGE	zawieszona	-	7	2	0	11,45	-	+27%	-26%	-14%	+3%	-6%	-4%	6/5
Polenergia	trzymaj	85,94	2	2	0	83,54	+2,9%	-11%	-3%	+33%	-8%	-11%	+4%	3/3
Tauron	zawieszona	-	6	3	0	4,78	-	-10%	-3%	-3%	+5%	+4%	+1%	5/5
Telekomunikacja														
Cyfrowy Polsat	trzymaj	36,20	7	4	1	34,44	+5,1%	-8%	-5%	+1%	-2%	-3%	-0%	6/6
Orange Polska	kupuj	8,20	6	7	2	8,00	+2,5%	-44%	-9%	-9%	+17%	+16%	+14%	5/6
Media														
Wirtualna Polska	kupuj	150,00	6	2	0	152,38	-1,6%	+4%	+6%	+2%	+1%	+3%	+0%	6/5
IT														
Asseco Poland	trzymaj	80,70	3	5	0	95,10	-15,1%	-15%	-12%	-13%	-7%	-9%	-10%	7/6
Comarch	kupuj	267,00	5	1	0	276,03	-3,3%	-16%	-6%	-6%	-5%	-0%	-2%	4/4
Gaming														
CD Projekt	kupuj	238,00	3	7	14	161,89	+47,0%	+2%	+8%	+2%	+2%	+8%	-5%	15/15
Ten Square Games	kupuj	612,00	9	2	0	571,26	+7,1%	-7%	+3%	-10%	-0%	+10%	-2%	7/7
Przemysł														
Cognor	kupuj	5,05	1	0	0	5,05	+0,0%	-2%	+13%	-1%	-5%	+9%	-1%	2/2
Grupa Kęty	trzymaj	599,16	3	6	0	701,74	-14,6%	-5%	-11%	-12%	-4%	-9%	-11%	5/5
PKP Cargo	sprzedaj	16,21	0	1	3	13,45	+20,5%	-	-	-14%	+16%	+18%	+7%	2/2
E-commerce														
Allegro	trzymaj	52,40	10	5	1	72,37	-27,6%	-7%	-8%	-9%	-3%	-6%	-8%	13/12
Answear	kupuj	51,20	2	0	0	50,00	+2,4%	+1%	-8%	-6%	+7%	+0%	-1%	3/3
Shoper	trzymaj	71,50	1	2	0	70,33	+1,7%	+8%	-6%	-5%	-0%	-5%	-3%	4/4
Handel														
Dino	trzymaj	322,70	5	9	3	333,29	-3,2%	+6%	+8%	+9%	+3%	+5%	+6%	13/12
Jeronimo Martins	trzymaj	18,10	11	15	2	18,65	-2,9%	+4%	+6%	+5%	-1%	+1%	+2%	21/19

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

mBank Biuro maklerskie

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						**-9,2%**	**15,0**	**12,5**	**-**	**-**
Alior Bank	kupuj	2021-09-01	43,72	55,00	65,70	-16,3%	24,3	15,3	-	-
BNP Paribas Polska	kupuj	2021-09-01	70,00	102,48	99,00	+3,5%	22,6	11,6	-	-
Handlowy	kupuj	2021-09-01	45,90	55,00	62,60	-12,1%	13,3	19,1	-	-
ING BSK	akumuluj	2021-09-01	231,50	250,00	273,00	-8,4%	18,5	16,2	-	-
Millennium	trzymaj	2021-10-07	8,05	7,30	9,15	-20,2%	-	12,1	-	-
Pekao	kupuj	2021-09-01	107,20	130,00	129,50	+0,4%	22,1	13,5	-	-
PKO BP	kupuj	2021-09-01	42,05	50,65	49,80	+1,7%	13,6	12,2	-	-
Santander Bank Polska	akumuluj	2021-10-07	337,80	345,80	380,90	-9,2%	-	15,4	-	-
Komercni Banka	akumuluj	2021-07-06	779,00	804,77 CZK	920,00	-12,5%	18,6	13,6	-	-
Moneta Money Bank	kupuj	2021-04-09	78,20	95,50 CZK	88,55	+7,8%	15,4	12,1	-	-
Erste Group	akumuluj	2021-07-06	31,57	34,06 EUR	38,75	-12,1%	12,6	10,6	-	-
RBI	akumuluj	2021-04-09	18,52	21,00 EUR	27,90	-24,7%	14,5	12,3	-	-
OTP Bank	trzymaj	2021-06-02	15 865	15 143 HUF	19 400	-21,9%	13,2	11,9	-	-
PZU	akumuluj	2021-06-02	37,29	40,63	40,92	-0,7%	11,1	11,1	-	-
Kruk	trzymaj	2021-10-07	347,00	288,46	388,00	-25,7%	16,4	15,8	-	-
GPW	trzymaj	2021-04-09	45,76	44,48	45,08	-1,3%	12,0	12,7	-	-
Chemia						**+29,5%**	**8,2**	**8,7**	**4,9**	**4,8**
Ciech	trzymaj	2021-06-02	46,70	47,47	36,65	+29,5%	8,2	8,7	4,9	4,8
Grupa Azoty	zawieszona	2021-11-05	31,74	-	31,74	-	-	-	-	-
Surowce						**+8,3%**	**8,9**	**7,4**	**3,3**	**3,1**
JSW	kupuj	2021-09-07	48,87	62,42	49,49	+26,1%	13,4	3,8	3,6	1,6
KGHM	trzymaj	2021-10-01	157,65	158,27	152,00	+4,1%	4,5	11,1	3,1	4,7
Paliwa						**+15,2%**	**4,9**	**10,3**	**3,3**	**3,9**
Lotos	kupuj	2021-11-05	66,40	82,11	66,40	+23,7%	4,6	11,7	2,9	4,2
MOL	kupuj	2021-11-05	2 794	3 523 HUF	2 794	+26,1%	5,0	7,9	3,0	3,5
PGNiG	kupuj	2021-11-05	6,35	7,74	6,35	+21,9%	9,3	8,9	3,6	3,1
PKN Orlen	trzymaj	2021-11-05	89,00	81,89	89,00	-8,0%	4,7	19,5	3,5	6,6
Energetyka						**+9,2%**	**7,8**	**16,8**	**4,3**	**4,5**
CEZ	akumuluj	2021-10-07	780,00	825,37 CZK	750,00	+10,0%	42,6	16,8	8,9	8,2
Enea	zawieszona	2021-10-07	9,43	-	10,32	-	3,9	3,5	3,5	2,6
PGE	zawieszona	2021-10-07	9,34	-	10,32	-	5,5	20,2	2,7	3,1
Polenergia	trzymaj	2021-11-05	88,50	85,94	88,50	-2,9%	18,6	41,6	21,5	18,3
Tauron	zawieszona	2021-10-07	3,41	-	3,47	-	7,8	5,0	4,3	4,5
Telekomunikacja						**+2,9%**	**20,0**	**18,6**	**4,4**	**6,3**
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2021-10-06	35,62	36,20	35,56	+1,8%	5,4	14,8	3,8	7,7
Orange Polska	kupuj	2020-12-08	6,52	8,20	7,78	+5,4%	34,5	22,4	5,0	4,9
Media						**+4,3%**	**28,4**	**23,0**	**14,3**	**10,6**
Agora	trzymaj	2021-07-06	10,40	10,60	8,12	+30,5%	-	-	12,7	8,0
Wirtualna Polska	kupuj	2021-08-25	129,00	150,00	148,00	+1,4%	28,4	23,0	15,8	13,2
IT						**-4,1%**	**17,3**	**15,7**	**7,7**	**5,7**
Ailleron	równoważ	2020-05-05	6,26	-	13,65	-	21,2	-	7,7	-
Asseco BS	równoważ	2020-09-02	36,00	-	40,00	-	17,3	-	11,3	-
Asseco Poland	trzymaj	2021-09-07	85,65	80,70	93,00	-13,2%	19,5	18,3	5,6	5,3
Asseco SEE	przeważaj	2020-08-07	43,70	-	48,00	-	19,0	-	9,7	-
Atende	przeważaj	2020-11-27	3,44	-	4,98	-	16,9	-	8,0	-
Comarch	kupuj	2021-03-30	219,00	267,00	220,00	+21,4%	16,2	15,7	6,3	6,0
Sygnity	kupuj	2021-09-03	9,78	11,70	10,00	+17,0%	5,3	9,0	4,8	5,7
Gaming						**+38,0%**	**30,2**	**20,1**	**21,4**	**14,7**
11 bit studios	zawieszona	2021-05-07	501,00	-	438,00	-	-	-	-	-
CD Projekt	kupuj	2021-09-07	188,00	238,00	181,10	+31,4%	45,9	29,5	30,6	20,6
PlayWay	zawieszona	2021-05-07	430,20	-	459,00	-	-	-	-	-
Ten Square Games	kupuj	2021-11-05	352,60	612,00	352,60	+73,6%	14,5	10,8	12,3	8,8
Przemysł						**+1,6%**	**10,9**	**10,7**	**7,0**	**6,6**
AC	zawieszona	2021-11-05	34,50	-	34,50	-	-	-	-	-
Alumetal	zawieszona	2021-11-05	54,40	-	54,40	-	-	-	-	-
Amica	zawieszona	2021-11-05	122,00	-	122,00	-	-	-	-	-
Apator	zawieszona	2021-11-05	20,80	-	20,80	-	-	-	-	-
Astarta	zawieszona	2021-11-05	54,60	-	54,60	-	-	-	-	-
Boryszew	zawieszona	2021-11-05	3,34	-	3,34	-	-	-	-	-
Cognor	kupuj	2021-10-07	3,93	5,05	4,06	+24,4%	2,9	6,2	2,2	3,7
Famur	zawieszona	2021-11-05	3,33	-	3,33	-	-	-	-	-
Forte	zawieszona	2021-11-05	48,40	-	48,40	-	-	-	-	-
Grupa Kęty	trzymaj	2021-07-06	679,00	599,16	614,00	-2,4%	11,6	13,4	8,2	9,2
Kernel	zawieszona	2021-11-05	60,60	-	60,60	-	-	-	-	-
Mangata	zawieszona	2021-11-05	78,60	-	78,60	-	-	-	-	-
Mo-BRUK	akumuluj	2021-09-07	355,00	397,63	368,00	+8,1%	13,3	12,6	9,6	8,9
PKP Cargo	sprzedaj	2021-04-09	19,08	16,21	18,20	-10,9%	-	-	4,4	3,9
Pozbud	trzymaj	2021-09-06	5,16	5,24	4,61	+13,7%	10,2	8,8	7,0	6,6
Stalprodukt	zawieszona	2021-11-05	320,00	-	320,00	-	-	-	-	-
E-commerce						**+17,1%**	**36,3**	**29,3**	**22,6**	**18,6**
Allegro	trzymaj	2021-11-05	44,50	52,40	44,50	+17,8%	40,7	34,0	23,2	20,3
Answear	kupuj	2021-08-04	33,40	51,20	34,50	+48,4%	27,3	22,3	14,5	12,4
Shoper	trzymaj	2021-08-24	74,98	71,50	78,60	-9,0%	73,6	65,6	69,1	46,7
Vercom	akumuluj	2021-07-09	54,20	59,30	53,52	+10,8%	31,9	24,7	22,1	16,9
Handel						**-9,2%**	**25,4**	**25,4**	**13,6**	**13,7**
AmRest	zawieszona	2020-12-08	25,80	-	30,50	-	-	-	-	-
CCC	zawieszona	2021-05-07	111,80	-	121,70	-	-	-	-	-
Dino	trzymaj	2021-09-07	339,00	322,70	360,00	-10,4%	39,8	30,7	26,3	20,2
Eurocash	zawieszona	2021-05-07	14,32	-	11,40	-	-	-	-	-
Jeronimo Martins	trzymaj	2021-09-07	18,22	18,10 EUR	19,79	-8,5%	25,4	22,2	10,5	9,2
LPP	zawieszona	2021-05-07	10 640,00	-	14 350,00	-	-	-	-	-
TIM	przeważaj	2020-12-08	18,90	-	44,25	-	24,7	25,4	13,6	13,7
VRG	zawieszona	2021-07-06	3,64	-	3,89	-	-	-	-	-

Zmiany rekomendacji w przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa		Data wydania
AC	zawieszona	przeważaj	-	-	2021-11-05
Allegro	trzymaj	sprzedaj	52,40	PLN	2021-11-05
Alumetal	zawieszona	równoważ	-	-	2021-11-05
Amica	zawieszona	niedoważaj	-	-	2021-11-05
Apator	zawieszona	równoważ	-	-	2021-11-05
Astarta	zawieszona	równoważ	-	-	2021-11-05
Boryszew	zawieszona	równoważ	-	-	2021-11-05
Famur	zawieszona	kupuj	-	-	2021-11-05
Forte	zawieszona	przeważaj	-	-	2021-11-05
Grupa Azoty	zawieszona	sprzedaj	-	-	2021-11-05
Kernel	zawieszona	kupuj	-	-	2021-11-05
Lotos	kupuj	kupuj	82,11	PLN	2021-11-05
Mangata	zawieszona	równoważ	-	-	2021-11-05
MOL	kupuj	akumuluj	3523,00	HUF	2021-11-05
PGNiG	kupuj	akumuluj	7,74	PLN	2021-11-05
PKN Orlen	trzymaj	redukuj	81,89	PLN	2021-11-05
Polenergia	trzymaj	kupuj	85,94	PLN	2021-11-05
Stalprodukt	zawieszona	trzymaj	-	-	2021-11-05
Ten Square Games	kupuj	akumuluj	612,00	PLN	2021-11-05

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa		Data wydania
KGHM	trzymaj	kupuj	158,27	PLN	2021-10-01
Cyfrowy Polsat	trzymaj	trzymaj	36,20	PLN	2021-10-06
CEZ	akumuluj	kupuj	825,37	CZK	2021-10-07
Cognor	kupuj	akumuluj	5,05	PLN	2021-10-07
Enea	zawieszona	zawieszona	-	-	2021-10-07
Kruk	trzymaj	akumuluj	288,46	PLN	2021-10-07
Millennium	trzymaj	akumuluj	7,30	PLN	2021-10-07
PGE	zawieszona	zawieszona	-	-	2021-10-07
Santander Bank Polska	akumuluj	kupuj	345,80	PLN	2021-10-07
Tauron	zawieszona	zawieszona	-	-	2021-10-07

Statystyki rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Biurem maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	1	2,0%	0	0,0%
redukuj	0	0,0%	0	0,0%
niedoważaj	0	0,0%	0	0,0%
trzymaj	17	34,0%	6	25,0%
równoważ	2	4,0%	0	0,0%
akumuluj	9	18,0%	6	25,0%
kupuj	18	36,0%	11	45,8%
przeważaj	3	6,0%	1	4,2%

mBank Biuro maklerskie

Kalendarium wydarzeń

Data		Spółka	Wydarzenie
5 lis		**Dino**	Publikacja wyników za 3Q'21
5 lis	10:00	**Dino**	Telekonferencja z Zarządem (+48 223 062 489) wymagana wcześniejsza rejestracja
5 lis	10:00	**MOL**	Publikacja wyników za 3Q'21 i telekonferencja (MS Teams)
5 lis		**OTP Bank**	Publikacja wyników za 3Q'21
5 lis		**PKO BP**	Publikacja wyników za 3Q'21
9 lis		**AC**	Publikacja wyników za 3Q'21
9 lis		**Allegro**	Publikacja wyników za 3Q'21
9 lis	11:00	**Allegro**	Telekonferencja z Zarządem (Zoom, wymagana rejestracja)
9 lis		**Astarta**	Publikacja wyników za 3Q'21
9 lis		**BNP Paribas**	Publikacja wyników za 3Q'21
9 lis	7:00	**CEZ**	Publikacja wyników za 3Q'21
9 lis	16:00	**CEZ**	Telekonferencja z Zarządem (+48 225 839 021; PIN: 98245177#)
9 lis		**Citi Handlowy**	Publikacja wyników za 3Q'21
9 lis		**Cyfrowy Polsat**	Publikacja wyników za 3Q'21
9 lis		**GPW**	Publikacja wyników za 3Q'21
9 lis		**Grupa Azoty**	Publikacja wyników za 3Q'21
9 lis		**Mo-BRUK**	Publikacja wyników za 3Q'21
10 lis		**Energa**	Publikacja wyników za 3Q'21
10 lis		**Eurocash**	Publikacja wyników za 3Q'21
15 lis		**Stalprodukt**	Publikacja wyników za 3Q'21
15 lis		**Alumetal**	Publikacja wyników za 3Q'21
16 lis		**Famur**	Publikacja wyników za 3Q'21
16 lis		**KGHM**	Publikacja wyników za 3Q'21
16 lis		**Vercom**	Publikacja wyników za 3Q'21
16 lis		**Wirtualna Polska**	Publikacja wyników za 3Q'21
17 lis		**Apator**	Publikacja wyników za 3Q'21
17 lis		**Comarch**	Publikacja wyników za 3Q'21
17 lis		**Tauron**	Publikacja wyników za 3Q'21
17 lis		**VRG**	Publikacja wyników za 3Q'21
18 lis		**11 bit studios**	Publikacja wyników za 3Q'21
18 lis		**JSW**	Publikacja wyników za 3Q'21
18 lis		**PZU**	Publikacja wyników za 3Q'21
19 lis		**Agora**	Publikacja wyników za 3Q'21
22 lis		**Ten Square Games**	Publikacja wyników za 3Q'21
23 lis		**Asseco Poland**	Publikacja wyników za 3Q'21
23 lis		**Forte**	Publikacja wyników za 3Q'21
23 lis		**PGE**	Publikacja wyników za 3Q'21
23 lis		**Polenergia**	Publikacja wyników za 3Q'21
23 lis		**Shoper**	Publikacja wyników za 3Q'21
24 lis		**CCC**	Publikacja wyników za 3Q'21/22
24 lis		**Huuuge**	Publikacja wyników za 3Q'21
24 lis		**PKP Cargo**	Publikacja wyników za 3Q'21
24 lis		**TIM**	Publikacja wyników za 3Q'21
25 lis		**Ciech**	Publikacja wyników za 3Q'21
25 lis		**Enea**	Publikacja wyników za 3Q'21
25 lis		**PGNiG**	Publikacja wyników za 3Q'21
26 lis		**Amica**	Publikacja wyników za 3Q'21
26 lis		**Boryszew**	Publikacja wyników za 3Q'21
26 lis		**Trans Polonia**	Publikacja wyników za 3Q'21
29 lis		**Answear**	Publikacja wyników za 3Q'21
29 lis		**CD Projekt**	Publikacja wyników za 3Q'21
29 lis		**Feerum**	Publikacja wyników za 3Q'21
29 lis		**PlayWay**	Publikacja wyników za 3Q'21
29 lis		**Pozbud**	Publikacja wyników za 3Q'21

Makroekonomia

Produkcja przemysłowa

Produkcja zwalnia od kilku kwartałów, ale ostatnie miesiące przynoszą bardziej mieszany niż kierunkowy obraz i przede wszystkim: nie ma wyraźnego i drastycznego hamowania mimo zauważalnie słabej sytuacji w sektorze automotive. Produkcja przemysłowa zaskoczyła na plus i wzrosła we wrześniu o 8,8% r/r przebijając zarówno nasze jak i konsensusowe prognozy. Nie rezygnujemy jednak ze scenariusza dalszego spowolnienia.

Tym samym produkcja pozostaje na trendzie sprzed pandemii (zarówno tym długookresowym, jak i krótszym, z kilku lat poprzedzających wybuch COVID-19). Również analizując dynamiki miesięczne trudno doszukiwać się w nich wyraźnego spowolnienia - takim sygnałem zdawał się być sierpniowy odczyt (-0,3% m/m), ale już wrzesień przyniósł odrobienie sierpniowych "strat" z małą nawiązką (+0,9% m/m). Produkcja systematycznie traci impet patrząc w perspektywie kwartałów, ale nie widać tego tak wyraźnie analizując poszczególne miesiące. Biorąc pod uwagę skalę problemów w sektorze, jest to co najmniej zagadkowa, jeśli nie otwarcie pozytywna informacja.

We wrześniowym wyniku produkcji pozornie nie widać efektów problemów podażowych, zakłóceń w łańcuchu dostaw, czy przełożenia rosnących cen producentów na spadki popytu. Piszemy pozornie, gdyż wspomniane problemy nie zniknęły. Widać je w globalnych danych o koniunkturze, widać też np. w polskiej ankiecie PMI, gdzie ostatnio sugerowano, że sektor przemysłowy może zmierzać do stagflacji (choć to akurat nie nasz scenariusz). Co więcej, widać je też w dzisiejszych "twardych" danych. Konkretniej, to w wyniku produkcji przemysłowej w kategorii produkcji samochodów, przyczep i naczep, która spadła o 17,3% r/r (trudno tu mówić o jakieś wyjątkowo wysokiej bazie z roku poprzedniego, spadek to głównie efekt obecnych globalnych problemów, widocznych już w wyniku tej kategorii w poprzednim miesiącu). W pozostały sekcjach sytuacja była jednak na tyle dobra, że nawet biorąc pod uwagę hamulec z sektora automotive, cały agregat wciąż wyszedł w ujęciu odsezonowanym na spory plus m/m.

Nie zakładalibyśmy się jednak, że polski przemysł niemalże suchą stopą przejdzie przez obecne globalne problemy. Te będą coraz silniej widoczne w jego wynikach w najbliższych miesiącach/kwartałach. Możemy mieć odczynienia z chwilowymi skokami (nieregularność dostaw/produkcji będzie odbijać się na całościowym wyniku produkcji sprzedanej), ale patrząc zbiorczo (analizując np. średnią z wielu miesięcy) produkcja powinna spowalniać. Taki scenariusz jest też w zgodzie z naszą prognozą PKB na ten i przyszły rok - szacujemy wzrost odpowiednio o 5,2% r/r i 4,8% r/r. Parę tygodni temu obniżyliśmy prognozy spodziewając się takiej drobnej usterki w cyklu i ona powinna się pogłębiać (innymi słowy, jeszcze jej zapewne nie zobaczyliśmy w twardych danych). Lekkie spowolnienie będzie wynikać z szoków podażowych i powodowanych przez nie efektów cenowych (oraz wtórnych popytowych). Efekty widoczne będą w pierwszej kolejności właśnie w produkcji przemysłowej.

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna za wrzesień, zgodnie z konsensuem prognoz, wzrosła o 5,1% r/r. To nieco gorszy wynik niż zakładaliśmy. Gdybyśmy mieli okazję zobaczyć świat alternatywny, w którym inflacja byłaby niższa a rynek pracy w takim stanie jak teraz (bez szoków egzogenicznych byłoby to jak najbardziej możliwe), realna sprzedaż detaliczna byłaby wyższa. W obecnym świecie spora część siły nabywczej znika obsługując wyższe ceny. Problemy w sprzedaży aut na razie tylko wspomniane efekty cenowe pogłębiają. Gdzieś w tle tkwi potencjalne "przejedzenie" konsumentów wydatkami na dobra. Perspektywy samej sprzedaży są naszym zdaniem ciągle gorsze niż całej konsumpcji. Ta też będzie jednak w najbliższym czasie pod presją.

Niezmiennie sprzedaż detaliczna w cenach stałych pozostaje poniżej trendu sprzed pandemii. Wyjaśnieniem (o czym pisaliśmy już w poprzednich miesiącach) są właśnie ceny stałe. Gros wydatków konsumentów "zjadł" wzrost cen. Sprzedaż nominalna jest powyżej przed-pandemicznego trendu. Dane za wrzesień niewiele nowego w tej kwestii wniosły. Pochylmy się nieco uważniej nad przyczynami stosunkowo słabego wyniku września. Jak pisaliśmy na wstępie - to w pierwszej kolejności efekt rosnących cen. Gospodarstwa domowe dysponują określonym "nominalnym" budżetem, który może być przeznaczony na coraz mniejszą realną liczbę dóbr (lub mówiąc dokładniej - konsumenci wydają więcej, ale liczba zakupionych dóbr nie rośnie). Najsilniej wspomnianą różnicę widać w kategorii sprzedaży paliw, która choć nominalnie wzrosła o 23,7% r/r, to realny wzrost wyniósł tylko 0,4% r/r (to przełożenie wprost rocznej inflacji cen paliw). Budżet przeznaczony na zakupy paliw wzrósł o 23,7% a realne zakupy (i związane z tym dłuższe lub częstsze podróże) w zasadzie się nie zmieniły.

Taka interpretacja powodów relatywnie niskiego wyniku sprzedaży detalicznej współgra z wnioskami wypływającymi z koniunktury konsumenckiej, którą poznaliśmy w środę. Tam również we wzrostach inflacji upatrywaliśmy jednej z przyczyn obniżenia się nastrojów gospodarstw domowych. Wraz z rosnącymi obawami o stan rynku pracy (obniżyły się też wskaźniki dot. oczekiwanej stopy bezrobocia), słabszymi perspektywami dot. oszczędności, czy oceny sytuacji ekonomicznej kraju przekłada się to na stosunkowo pesymistyczne perspektywy dla realnej sprzedaży na nadchodzące miesiące. Nożyce cenowe będą wciąż silnie widoczne (lub będą się jeszcze pogłębiać), a zmienne realne będą w naszej ocenie wciąż zawodzić.

Efekt wzrostu cen to jednak nie jedyny powód niższego niż zakładaliśmy wyniku sprzedaży. Swoje dołożyły też problemy podażowe, które uwidoczniły się w sprzedaży samochodów. Mocno upraszczając - nie ma czego sprzedawać. Kategoria sprzedaży samochodów spowalnia kolejny miesiąc. Wrzesień nie był tu wyjątkiem - w ujęciu odsezonowanym odnotowaliśmy spadek o ok. 4% m/m. To najsilniejszy spadek ze wszystkich kategorii i jest to element, który przejawia trend spadkowy. Problem z dostępnością samochodów będzie wciąż obecny w nadchodzących publikacjach miesięcznych danych o sprzedaży. Pozostałe kategorie można określić jako z grubsza stabilne. Pod tym określeniem kryje się jednak lekkie rozczarowanie, bo jednak cyklicznie powinniśmy obserwować wzrosty. Spore pozostaje ryzyko przesycenia konsumenckiego wydatkami na towary. Albo obserwujemy je już teraz we wspomnianej stabilizacji, albo dopiero jest przed nami i ujawni się w spadku popytu i owej stabilizacji zakończeniu.

Nadchodzące miesiące przyniosą efekty bazy, związane z wyłączeniami części działalności na jesień i zimę zeszłego roku (październik to jeszcze stosunkowo mały efekt, większy będzie dotyczył listopada). To podbije wskaźniki roczne, ale nie damy się zwieść i będziemy obserwować wskaźniki miesięczne. Nie spodziewamy się by obecnie rozpędzająca się fala zakażeń przyniosła powszechne, ogólnokrajowe restrykcje związane np. z zamknięciem galerii handlowych. Ewentualnie problem będzie występował w małej skali (utrudnienia regionalne, znów większy ciężar położony na zdalne kanały sprzedaży - tu ciekawe mogą być efekty cenowe, bo potencjał

podnoszenia marż jest naszym zdaniem spory). To, czego nie widzimy, to perspektywa trwałego zwiększenia realnych zakupów. Kolejne wzrosty cen oraz potencjalnie trudny okres zakupów świątecznych (nie wszystko dojedzie, można obstawiać duże podwyżki cen) tylko ten efekt spotęgują. W krótkim terminie raczej efekt ten nie jest do odrobienia przez konsumpcję usług. Powoli wchodzimy w okres tymczasowo niższego wzrostu PKB i przełom roku wyznaczy pewnie maksimum negatywnych efektów w tym zakresie.

Rynek pracy

Wrzesień był kolejnym miesiącem mieszanych danych z polskiego rynku pracy. Negatywną niespodziankę sprawiło zatrudnienie, gdzie odnotowano spadki m/m. Wysokie roczne dynamiki utrzymują się natomiast w przypadku wynagrodzeń.

Wynik zatrudnienia oznacza roczną dynamikę na poziomie 0,6% r/r. Do 0,5% r/r zabrakło niewiele - wynik zakręcił się w okolicach 0,55% r/r i w tym kontekście można dane o zatrudnieniu traktować jako negatywne zaskoczenie. Po sierpniowym spadku przeciętnego zatrudnienia o 9,7 tys. etatów, wrzesień przyniósł kolejny ujemny wynik. Tym razem ubyło 4,8 tys. etatów. Sierpniowe dane o liczbie pracujących nie pokazywały jednak takiej skali ubytku (zmniejszyły się tylko nieznacznie), co wówczas prowadziło nas do wniosku, że spadki przeciętnego zatrudnienia można było powiązać ze skracaniem czasu pracy m.in. w przemyśle w związku z problemami podażowymi (brak materiałów do produkcji, przestoje w firmach, pracownicy pracują w krótszym wymiarze czasowym). To naszym zdaniem też najbardziej prawdopodobna hipoteza dotycząca dzisiejszego wyniku zatrudnienia. Globalna sytuacja w świecie produkcji nie zmieniła się, co odbija się też na wyniku przeciętnego zatrudnienia. Na więcej dowodów, służących poparciu tej hipotezy, tradycyjnie przyjdzie poczekać do publikacji Biuletynu Statystycznego.

W nieco innym duchu napisany został komentarz GUS. Wskazano, że spadek zatrudnienia wynikał m.in. z zakończenia i nie przedłużania umów terminowych, rozwiązywania umów o pracę (niekiedy z powodu COVID-19), sezonowości zatrudnienia, a także pobierania przez pracowników zasiłków chorobowych. Zakończenie i nieprzedłużanie umów terminowych można powiązać z opisanymi powyżej problemami globalnych łańcuchów dostaw i problemów w przemyśle (części pracownikom, których zatrudniano by zaspokoić wcześniejszą wzmożoną po-pandemiczną produkcję, skończyły się umowy). Efekty zasiłków chorobowych w poprzednich odczytach (np. na wiosnę, przy wyższych statystykach zakażeń) były mało widoczne. Wrzesień nie był też czasem powszechnych restrykcji, co nie powinno prowadzić do szerokich zwolnień w sprzedaży czy gastronomii (choć nie wykluczamy jednostkowych przypadków, mogły też skutecznie powstrzymywać chęci zatrudnienia nowych pracowników). Efektów wygaśnięcia tarczy finansowej również nie można wykluczyć, ale naszym zdaniem również nie jest to powszechny proces. Trzymamy się więc głównie pierwszego wyjaśnienia, że za słaby wynik zatrudnienia mogą odpowiadać problemy przemysłu.

Nie oznacza to jednak, że obraz zatrudnienia jest jednoznacznie pesymistyczny. Obecny rynek pracy jest dużo bardziej zniuansowany. Z jednej strony możemy racjonalnie domniemywać, że w części branż przestoje determinują obecne spadki zatrudnienia (krótsze godziny pracy, ale brak zwolnień - typowa gra na przeczekanie negatywnego szoku). Z drugiej, w innych, popyt na pracę jest wciąż bardzo wysoki (w części branż odnotowywano chęć zatrudnienia nowych pracowników na poziomach zbliżonych do rekordowych). Chęci nie przekładają się na dane realne, bo barierą może być brak odpowiednio wykwalifikowanych pracowników. Stopa bezrobocia jest stosunkowo niska, a i struktura kwalifikacji bezrobotnych może nie odpowiadać popytowi firm.
Niezmiennie, przeciętne zatrudnienie pozostaje poniżej poziomów sprzed pandemii (spadek m/m nawet je trochę oddalił).

Na drugim biegunie (kolejny już miesiąc) znajdują się płace. Wzrost o 8,7% r/r nie odbiega znacząco od szacunku konsensusu (wynosił 8,6% r/r), różni się jednak od naszej prognozy (szacowaliśmy słabszy wzrost płac: 8,3% r/r). Tu, podobnie jak w przypadku zatrudnienia, widoczna może być sytuacja w przemyśle. Po ostatnich danych pisaliśmy jak może działać wspomniany mechanizm (jedne linie pracują w nadgodzinach, co podbija płace, a te objęte przestojami wcale nie muszą płacić mniej minimalizując potencjalną rotację pracowników - wiadomo, że popyt jest, ale nie ma jak produkować, logicznym posunięciem jest więc utrzymanie pracowników). Do tego dochodzi drugie wyjaśnienie - wysokie poziomy inflacji z ostatnich miesięcy mogą przekładać się na żądanie płacowe. Będzie to utrudniało spadki dynamiki wynagrodzeń w najbliższych miesiącach. W odwrotnym kierunku będzie działał efekt bazy (relatywnie niski poziom wynagrodzeń z roku ubiegłego będzie miał coraz mniejszy wpływ). Złożenie powyższych czynników powoduje, że płace kolejny już miesiąc utrzymują się powyżej trendu sprzed pandemii.

Stopy procentowe, inflacja

Po raz kolejny RPP zdecydowała się na niespodziankę (in plus). Ścieżka oczekiwanej przez RPP inflacji sugeruje kolejną podwyżkę stóp procentowych w grudniu (25-50pb). Dalsze, szybkie podwyżki wymagają dużych zaskoczeń inflacji. Jest dużo bardziej prawdopodobne, że ten cykl (który nie jest nazywany cyklem) będzie krótki, a nie rozciągnięty w czasie. Stopa sprzed pandemii (1,5%) zostanie przekroczona, ale nie prześcigalibyśmy się z wycenami rynkowymi względem stopy docelowej (obecnie okolice 3%). Wciąż skłonni jesteśmy sądzić, że RPP "dowiezie" mniejsze zacieśnienie.

Decyzja była po raz kolejny zaskoczeniem, natomiast jedynie względem skali (konsensus "Rz/Parkiet" i my +50pb, konsensus bbg +25pb). Komunikat uległ jedynie kosmetycznym zmianom, którym nie przypisujemy istotnego znaczenia. W dalszym ciągu RPP uważa bieżącą inflację za pozostającą głównie poza jej kontrolą (surowce, dostosowanie po pandemii, problemy podażowe) z domieszką inflacji popytowej. Nie ma deklaracji rozpoczęcia bądź zakończenia cyklu, a część sygnalna komunikatu jest pod względem znaczenia identyczna jak przed miesiącem. Użyte słowa są tak samo dobre do kontynuacji, jak i zakończenia podwyżek. Kwiecień i maj 2020 są tu nadal słabą wskazówką, bo narracja była identyczna (tylko wtedy oczywiście RPP ograniczała ryzyko utrzymywania się inflacji poniżej celu, obecnie sytuacja jest dokładnie odwrotna).

Projekcje inflacyjne nie są zaskoczeniem i spodziewaliśmy się, że spowodują rozsadzenie status quo. Wzrost PKB pozostał wysoki w okolicach 5%, natomiast inflacja w 2022 roku znalazła się na poziomie 5,8%, a rok później 3,7% (ważne: powyżej dopuszczalnego przedziału wahań). Projekcja była sporządzona przy stopach w wysokości 0,5%.
Wg mechaniki modelu NECMOD dodatkowe 75pb zacieśnienia mogą sprowadzić inflację lekko poniżej 3,5% w 2023 roku, ale na pewno nie dojdą do celu. Dojście do celu wymagałoby szybkiego dojścia stóp NBP do poziomu około 2,5%. Należy mieć jednak na uwadze, że obecnie kanał kursowy wydaje się nieco przyblokowany przez ubiegłoroczne, grudniowe doświadczenia uczestników rynku z interwencjami walutowymi. Dodatkowo, obecnie zakłady na

stopy procentowe rosną w zasadzie globalnie, więc też trudniej o wygenerowanie różnic na korzyść złotego (gdzieś w tle ciąży nadal kwestia środków europejskich z Funduszu Odbudowy). Nie dziwi więc, że ścieżka oczekiwanych przez rynek stóp procentowych jest bardzo stroma i jednocześnie zakłada głębokie zacieśnienie. Kontrakty FRA6x9 oraz FRA9x12 kończyły wczoraj handel (notowania za bbg) na poziomach odpowiednio 2,87 oraz 3,10. Dalsza ścieżka oczekiwanych stóp jest w zasadzie płaska. Stopa docelowa wyceniana jest w okolicy 3%. Wyceniane jest dojście do stopy 3% w czasie krótszym niż rok. Takie zacieśnienie, potwórzmy, byłoby w stanie (bez dodatkowych szoków) sprowadzić inflację mniej więcej w okolice celu w 2023 roku. W miarę spadku inflacji takie stopy prowadziłyby oczywiście do coraz większego wyhamowania aktywności gospodarczej, nakładając się na prawdopodobnie gasnący już cykl inwestycyjny.

Prezes Glapiński starał się na konferencji brzmieć jastrzębio (whatever it takes...). Pozostaje jednak pytanie, ile w tej postawie jest faktycznego sygnału. Na tej samej konferencji wszelkie (a na pewno wcześniejsze) forward guidance zostały wyrzucone do kosza. Ustalmy więc fakty. Wiemy, że w RPP coś pękło i faktycznie nie jest w stanie się zadeklarować odnośnie dalszych kroków zacieśnienia, bo działa z posiedzenia na posiedzenie. Wiemy, i to była poprawna dedukcja, że projekcja wywołała spory wstrząs wśród członków RPP. Gdyby trzymać się mechaniki modelu, teoretycznie ostatnie zacieśnienie lub nawet dojście do 1,5% może rozwiązać problem przestrzelenia dopuszczalnego przedziału wahań, ale nie celu inflacyjnego (nie zakładamy raczej, że przy zmianie składu RPP preferencje odnośnie traktowania celu zmienią się istotnie, choć członkowie RPP będą wybierani w warunkach wysokiej inflacji i to może mieć znaczenie). Nie wiemy natomiast na jakich założeniach projekcja obniża się do celu (w szczególności nie wiemy jak wygląda inflacja bazowa); dowiemy się w poniedziałek. Wiemy, że niespodzianka inflacyjna z października również lekko Radą wstrząsnęła ("bardzo nas zmartwiła"). Szczyt inflacji w projekcji wypada "nieco ponad 7%" w styczniu, a potem ścieżka jest opadająca.

Po pierwsze oczekujemy, że kolejna podwyżka stóp procentowych w grudniu sięgnie 25-50pb. Uważamy, że już w listopadzie inflacja będzie "nieco powyżej 7%". W grudniu będzie natomiast jeszcze wyższa. Obstawiamy, że inflacja na początku 2022 roku znajdzie się w przedziale 7-8%. Szok żywnościowy będzie trwał dłużej niż ten energetyczny i w konsekwencji ścieżka inflacji w pierwszej połowie 2022 roku wcale nie będzie silnie i monotonicznie opadająca. Podwyżki, tym razem już mniejsze, mogą się pojawiać na każdym kolejnym posiedzeniu. Po drugie, zdecydowane ruchy RPP teraz i dość niska projekcja na kolejne miesiące sugerują, że poziom stóp sprzed pandemii zostanie w tym roku co najmniej wyrównany i nie będzie stopą docelową. Po trzecie, w dalszym ciągu obstawiamy, że ścieżce inflacji może sprzyjać szczęście. Rozładowanie szoków podażowych (już są pierwsze przebiśniegi) energetycznych, a w dalszej części żywnościowych może spowodować dość stromą ścieżkę opadania inflacji po I kwartale 2022. W takiej sytuacji RPP nie będzie naszym zdaniem dzielić włosa na czworo i skończy podwyżki, gdy marcowa/lipcowa projekcja pokaże powrót inflacji do przedziału wahań w 2023 roku. Paradoksalnie więc poziom stopy docelowej mogą wyznaczać zaskoczenia inflacją w kolejnych miesiącach. Zacieśnienie polityki pieniężnej skończy się w 2022 roku i nie przekroczy w skali - w naszej ocenie - bieżących wycen rynkowych. Zmienność przed kolejnymi posiedzeniami RPP oraz odczytami inflacji będzie natomiast potężna.

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

mBank Biuro maklerskie

Paliwa

Lotos

kupuj (podtrzymana)

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

Nasz scenariusz poprawy makro w rafinerii realizuje się znacznie szybciej i mocniej niż zakładaliśmy, a dodatkowo Lotos kolejny raz zaskoczył pozytywnie wynikami w tym segmencie. W efekcie rewidujemy w górę zarówno założenia dotyczące modelowej marży przerobowej, jak i poziomu premii lądowej oraz marż na produktach niszowych (asfalty czy oleje bazowe, które dołożą w całym roku dodatkowe 0,4 mld PLN). Ważna dla koncernu jest w szczególności widoczna odbudowa cracków na średnich destylatach (kontynuacja powrotu pełnej mobilności i ruchu lotniczego), co rozszerza spread na instalacji DCU. Z kolei bardziej optymistyczne założenia cen węglowodorów znajdują odzwierciedlenie w naszych szacunkach dla segmentu wydobywczego. Ostatecznie podnosimy nasze prognozy EBITDA LIFO na lata 2021-23 średnio o 20% i wycenę do 82,11 PLN, utrzymując rekomendacje kupuj. Zaznaczamy, że prognozy na przyszły rok konserwatywnie zakładają normalizację wspomnianych marż dystrybucyjnych i cracków na olejach bazowych i stąd pomimo oczekiwanej wyższej modelowej marży rafineryjnej oraz wyższej utylizacji mocy, dynamika na oczyszczonym strumieniu EBITDA wynosi tylko 7%. Prognozowany wskaźnik FCF/EV w kolejnych latach przekracza średnio 15%, dzięki relatywnie niskim nakładom inwestycyjnym i wspomnianej poprawie rentowności. Aktualnie spółka jest notowana na naszych prognozach na lata 2022-23 poniżej 4,0x EV/EBITDA LIFO. Podtrzymujemy naszą opinię, iż aktualny rynkowy parytet LTS/PKN w kontekście zbliżającej się fuzji nie doszacowuje wartości gdańskiego koncernu.

		potencjał zmiany
cena bieżąca	66,40 PLN	
cena docelowa	82,11 PLN	+23,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**82,11 PLN**	**2021-11-05**
poprzednia	kupuj	67,20 PLN	2021-08-04

Podstawowe dane			LTS PW	vs. WIG
ticker	LTS PW	zmiana 1M	+10,8%	+6,0%
ISIN	PLLOTOS00025	zmiana YTD	+60,2%	+29,3%
liczba akcji (mln)	184,9	średni obrót 1M	19,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	12 275,6	średni obrót 6M	17,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	13 950,8	EV/EBITDA 12M fwd	3,6	-29,4%
free float	46,8%	EV/EBITDA 5Y avg	5,1	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	29 493	20 909	29 636	31 308	30 269
EBITDA	2 879	-307	4 834	3 007	3 215
marża EBITDA	9,8%	-1,5%	16,3%	9,6%	10,6%
EBIT	1 970	-1 397	3 787	1 856	2 092
zysk netto	1 153	-1 146	2 680	1 047	1 371
P/E	10,6	-	4,6	11,7	9,0
P/BV	1,0	1,1	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	5,3	-	2,9	4,2	3,6
DPS	3,00	1,00	0,00	3,00	3,00
DYield	4,5%	1,5%	0,0%	4,5%	4,5%

Zmiana prognoz	2021P	2022P	2023P
EBITDA LIFO	+31,1%	+24,0%	+5,8%
zysk netto	+56,7%	+24,5%	+5,5%
Brent (USD/Bbl)	+3,8%	+16,7%	+16,7%
marża+dyferencjał (USD/Bbl)	+60,8%	+31,5%	+2,4%
USD/PLN	+2,9%	+3,6%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA LIFO skor.	**2 852**	**1 726**	**3 340**	**3 587**	**3 240**
upstream	621	469	1 028	1 260	1 013
rafineria	1 965	1 021	2 085	2 095	1 989
detal	259	253	226	232	238
EV/EBITDA LIFO skor.	**5,2**	**8,0**	**4,1**	**3,5**	**3,5**
efekt LIFO	-141	-740	1 194	-580	-25
inne zd. jednorazowe	168	-1 293	300	0	0
saldo finansowe	**-278**	**-256**	**-180**	**-158**	**-125**
przerób ropy mln ton	**10,7**	**10,2**	**9,9**	**10,7**	**10,7**
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	6,5	3,5	7,5	7,2	7,1
detal EBITDA/tonę	156	163	135	139	142
upstream $ EBITDA/boe	21,4	16,2	41,7	41,5	39,7
wydobycie w mboe/d	**20,7**	**20,3**	**17,6**	**22,3**	**19,4**
gaz	10,9	10,1	8,1	6,1	4,6
ropa	9,8	10,2	9,5	16,2	14,8

Bilans i CF

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF operacyjny	**2 130**	**2 870**	**1 982**	**3 133**	**2 923**
CFO/EBITDA LIFO skor.	75%	166%	59%	87%	90%
CAPEX	**805**	**895**	**1 058**	**1 045**	**956**
kapitał obrotowy	5 523	3 554	5 830	5 519	5 538
kapitał własny	12 715	11 574	14 208	14 771	15 595
dług netto	**2 900**	**1 928**	**1 675**	**456**	**-613**
dług netto/EBITDA (x)	1,0	1,1	0,5	0,1	-0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	1,7	4,5	5,1	1,4	2,3	2,8
maksimum	16,7	19,2	15,1	9,2	6,2	6,0
mediana	9,3	7,5	7,9	5,5	4,7	4,7
waga	10%	20%	20%	10%	20%	20%

Model DCF (bez segmentu wydobywczego)

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
Brent (USD/Bbl)	72	70	70	60	60	60	60	60	60	60	60
marża+dyferencjał	5,7	7,4	7,4	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3
USD/PLN	3,84	3,73	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60
przychody	28 086	29 401	28 691	25 756	24 091	25 770	25 777	25 783	24 128	25 426	25 426
EBITDA	3 585	1 748	2 202	1 894	2 066	2 197	2 192	2 179	2 026	2 121	2 121
marża EBITDA	12,8%	5,9%	7,7%	7,4%	8,6%	8,5%	8,5%	8,5%	8,4%	8,3%	8,3%
EBIT	2 827	964	1 413	1 067	1 334	1 438	1 407	1 372	1 199	1 267	1 267
podatek	537	183	268	203	253	273	267	261	228	241	241
CAPEX	-438	-620	-734	-741	-709	-757	-819	-828	-793	-837	-853
kapitał obrotowy	-2 276	311	-19	714	139	60	-169	6	133	82	0
FCF	334	1 255	1 181	1 664	1 243	1 227	936	1 096	1 138	1 125	1 027
PV FCF	329	1 144	992	1 288	887	807	567	612	586	534	
WACC	8,0%	8,4%	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	1,0%
zdyskontowana wartość FCF	14 240
dług netto	1 928
Petrobaltic	2 242
wycena DCF na akcję (PLN)	78,72

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	75,75
DCF	50%	78,72
cena wynikowa		77,24
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		**82,11**

MOL
kupuj (podwyższona)

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

W obecnym otoczeniu kolejnych rekordów na cenach węglowodorów i poprawiającej się marżowości w rafinerii, MOL jest w stanie generować znacznie lepsze wyniki niż wcześniej zakładaliśmy. Przypominamy, że Spółka nie zabezpiecza cen ropy, a w przypadku gazu 1/3 wolumenu daje pełną ekspozycję na obecne hiperboliczne wzrosty notowań (1/3 sprzedaży jest regulowana, a pozostała 1/3 opiera się na stałych cenach). Aktualizacja naszych scenariuszy makro, zarówno dla modelowych marż przerobowych jak i notowań gazu/ropy (tu nadal plasujemy się poniżej krzywej terminowej, stąd konserwatywnie oczekujemy spadku EBITDA na wydobyciu w 2022 r/r), implikuje rewizję CCS EBITDA na lata 2021-23 średnio o 25% i podniesienie wyceny do 3 523 HUF na akcję. Spółka jest notowana na EV/EBITDA'22-23 poniżej 3,5x, ze znacznym dyskontem do grupy porównawczej. Częściowo jest ono uzasadnione chociażby ze względu na niedawną kontrowersyjną decyzję o wniesieniu akcji własnych do rządowej fundacji czy spekulacje o udziale w transakcji przejęcia lotniska w Budapeszcie, niemniej jednak luka do wartości fundamentalnej pozostaje bardzo duża. Według naszych szacunków FCF/EV yield w kolejnych trzech latach sięgać będzie średnio 12%, a już teraz zadłużenie netto nie przekracza 1,0x CCS EBITDA, co ilustruje potencjał dywidendowy koncernu. Podnosimy naszą rekomendację z akumuluj na kupuj.

cena bieżąca	2 794 HUF	**potencjał zmiany**
cena docelowa	3 523 HUF	+26,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**3 523 HUF**	**2021-11-05**
poprzednia	akumuluj	2 816 HUF	2021-10-07

Podstawowe dane			**MOL HB**	**vs. WIG**
ticker	MOL HB	zmiana 1M	+7,2%	+2,5%
ISIN	HU0000153937	zmiana YTD	+33,4%	+2,4%
liczba akcji (mln)	779,3	średni obrót 1M	2 145,3	mln HUF
MC (mln PLN)	2 177 443,3	średni obrót 6M	2 013,9	mln HUF
EV (mln PLN)	3 246 651,7	EV/EBITDA 12M fwd	3,6	-14,7%
free float	53,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,2	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mld HUF)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	5 267	4 011	5 472	5 470	5 436
EBITDA	685	579	1 089	871	858
marża EBITDA	13,0%	14,4%	19,9%	15,9%	15,8%
EBIT	294	67	608	389	372
zysk netto	223	-16	433	276	276
P/E	9,8	-	5,0	7,9	7,9
P/BV	1,0	1,0	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	4,4	5,8	3,0	3,5	3,3
DPS	142,44	0,00	97,36	102,65	102,65
DYield	5,1%	0,0%	3,5%	3,7%	3,7%
zmiana prognoz			**2021P**	**2022P**	**2023P**
CCS EBITDA			+28,1%	+33,1%	+13,5%
zysk netto			+72,0%	+142,7%	+44,4%
marża+dyferencjał (USD/Bbl)			+92,0%	+34,8%	+5,9%
marża petchem (USD/t)			+44,0%	+50,2%	+17,9%
Brent (USD/Bbl)			+3,8%	+16,7%	+16,7%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mld HUF)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA LIFO skor.	**709**	**630**	**1 026**	**901**	**860**
upstream	305	210	453	404	348
rafineria	169	149	174	195	217
detal	83	81	245	141	129
petchem	137	156	181	190	195
gaz	54	62	40	40	40
koszty ogólne	-40	-28	-68	-69	-70
EV/EBITDA LIFO skor.	**4,2**	**5,2**	**3,1**	**3,3**	**3,2**
efekt LIFO	-20	-62	63	-31	-1
inne zd. jednorazowe	-4	12	0	0	0
saldo finansowe	**-18**	**-108**	**-16**	**-7**	**-7**
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	4,6	3,8	4,5	5,2	5,9
upstream $ EBITDA/boe	28,3	16,8	40,1	39,4	36,0
przerób ropy mln ton	**17,5**	**17,3**	**17,5**	**17,5**	**17,5**
wydobycie mboe/d	**111,0**	**120,1**	**112,2**	**103,6**	**100,9**

Bilans i CF

(mld HUF)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF operacyjny	**704**	**572**	**806**	**789**	**786**
CFO/EBITDA LIFO skor.	99%	91%	79%	88%	91%
CAPEX	**596**	**442**	**533**	**505**	**454**
kapitał obrotowy	286	435	593	593	590
kapitał własny	2 151	2 216	2 562	2 749	2 935
dług netto	**559**	**934**	**764**	**577**	**342**
dług netto/EBITDA (x)	0,8	1,6	0,7	0,7	0,4

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	1,7	4,5	5,1	1,4	2,3	2,8
maksimum	16,7	19,2	15,1	9,2	6,2	6,0
mediana	9,2	8,0	8,1	5,4	4,6	4,7
waga	10%	20%	20%	10%	20%	20%

Model DCF (bez segmentu wydobywczego)

(mld HUF)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
Brent (USD/Bbl)	72	70	70	60	60	60	60	60	60	60	60
marża+dyferencjał	4,3	5,5	5,5	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3
USD/HUF	300	296	288	287	287	287	287	287	287	287	287
przychody	4 856	4 910	4 932	4 675	4 798	4 924	5 054	5 187	5 325	5 467	5 467
EBITDA	637	467	510	524	551	554	556	557	560	561	561
marża EBITDA	13,1%	9,5%	10,3%	11,2%	11,5%	11,2%	11,0%	10,7%	10,5%	10,3%	10,3%
EBIT	373	185	220	226	269	271	268	263	256	246	206
podatek	71	35	42	43	51	51	51	50	49	47	39
CAPEX	-423	-402	-361	-315	-315	-322	-329	-337	-346	-355	-355
kapitał obrotowy	-158	0	4	38	-10	-11	-11	-12	-13	-12	0
FCF	-16	30	111	204	174	170	165	158	152	147	167
PV FCF	-16	27	94	158	124	111	99	87	77	68	
WACC	7,8%	8,1%	8,4%	8,9%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mld HUF)	
beta	1,1
wzrost FCF po prognozie	1,0%
zdyskontowana wartość FCF	1 792
dług netto i korekty	795
segment wydobywczy	1 091
wycena DCF na akcję (HUF)	2 678

Wycena

(HUF)	waga	cena
porównawcza	50%	3 927
DCF	50%	2 678
cena wynikowa		3 303
koszt kapitału 9M		6,7%
cena docelowa za 9M		**3 523**

mBank Biuro maklerskie

PGNiG

kupuj (podwyższona)

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

Kurs PGNiG pozostał praktycznie obojętny na wielką hossę na rynku gazu, pomimo tego, że wyższe ceny surowca są w średnim terminie jednoznacznie pozytywne dla wartości Spółki, szczególnie po ostatnim przejęciu aktywów Ineos w Norwegii (wolumen wydobycia przewyższa teraz regulowaną sprzedaż do gospodarstw domowych o 1,5 mld m3). Oczywiście w krótkim terminie należy spodziewać się dużych strat w obszarze obrotu, które będą neutralizować zyski na produkcji własnej, ale nawet uwzględniając w tym zakresie konserwatywne podejście Regulatora spodziewamy się 10% poprawy wyniku EBITDA w 2022 roku. Generalnie nowa ścieżka cenowa dla ropy i gazu implikuje rewizję naszych dotychczasowych prognoz EBITDA'21-23 średnio o 6% i w efekcie podnosimy cenę docelową do 7,74 PLN. Po ostatnich spadkach kursu podnosimy rekomendację z akumuluj do kupuj. Zwracamy przy tym uwagę, że nasze założenia dla gazu plasują się poniżej aktualnej krzywej terminowej (w długim terminie -13% dla gazu), a w przypadku ropy zakładamy powrót do 60 USD/Bbl w perspektywie 3 lat. Nawet w tym scenariuszu implikowany FCV/EV yield w kolejnych 3 latach może sięgać średnio 9%, a mnożnik EV/EBITDA'22-23 oscyluje wokół 3,0x. Obecnie jednak kluczowym czynnikiem determinującym notowania PGNiG jest perspektywa fuzji z PKN. Naszym zdaniem parytet rynkowy jest oderwany od fundamentalnej wyceny obydwu spółek, ale fakt że mniejszościowi PGN nie mają w tym wypadku możliwości zablokowania transakcji sprawia, że Spółka w pewnym sensie „straciła" profil inwestycyjny.

cena bieżąca	6,35 PLN	**potencjał zmiany**
cena docelowa	7,74 PLN	+21,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**kupuj**	**7,74 PLN**	**2021-11-05**
poprzednia	akumuluj	7,45 PLN	2021-07-06

Podstawowe dane			**PGN PW**	**vs. WIG**
ticker	PGN PW	zmiana 1M	-1,9%	-6,6%
ISIN	PLPGNIG00014	zmiana YTD	+19,1%	-11,9%
liczba akcji (mln)	5 778,3	średni obrót 1M	26,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	36 680,7	średni obrót 6M	24,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	36 854,3	EV/EBITDA 12M fwd	3,0	-30,7%
free float	28,1%	EV/EBITDA 5Y avg	4,3	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	42 023	39 197	57 647	54 180	46 123
EBITDA	5 504	13 009	10 125	11 289	10 822
marża EBITDA	13,1%	33,2%	17,6%	20,8%	23,5%
EBIT	2 448	9 585	6 221	6 665	5 759
zysk netto	1 371	7 340	3 959	4 138	3 906
P/E	26,8	5,0	9,3	8,9	9,4
P/BV	1,0	0,8	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA	7,3	2,6	3,6	3,1	3,1
DPS	0,11	0,09	0,21	0,21	0,21
DYield	1,7%	1,4%	3,3%	3,2%	3,4%
Zmiana prognoz			**2021P**	**2022P**	**2023P**
EBITDA			-2,3%	+11,4%	+9,8%
zysk netto			-7,8%	+4,9%	+8,7%
Brent (USD/Bbl)			+3,8%	+16,7%	+16,7%
Gaz EU (EUR/MWh)			+33,9%	+28,0%	+4,2%
USD/PLN			+2,9%	+3,6%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA	**5 504**	**13 009**	**10 125**	**11 289**	**10 822**
EBITDA skor.	6 424	8 436	9 865	11 554	11 084
wydobycie	3 972	2 610	8 646	7 652	6 154
obrót	-165	3 227	-2 388	411	1 165
dystrybucja	2 019	2 128	2 793	2 453	2 529
energetyka	856	930	1 060	1 284	1 489
pozostałe	-258	-459	-246	-246	-254
saldo finansowe	**-289**	**-560**	**-71**	**35**	**-1**
prod. ropy mln ton	**1,21**	**1,33**	**1,30**	**1,53**	**1,39**
kraj	0,77	0,71	0,67	0,61	0,62
zagranica	0,44	0,61	0,63	0,92	0,77
prod. gazu mld m3	**4,5**	**4,5**	**5,2**	**6,7**	**6,8**
kraj	3,8	3,7	3,8	3,8	4,0
zagranica	0,7	0,8	1,4	2,9	2,8
marża obrót PLN/MWh	**-2,9**	**14,8**	**-13,4**	**0,3**	**4,8**

Bilans i CF

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF operacyjny	**4 938**	**14 118**	**5 205**	**8 309**	**8 888**
CFO/EBITDA	90%	109%	51%	74%	82%
CAPEX	**6 069**	**5 795**	**7 005**	**5 502**	**5 552**
kapitał obrotowy	6 059	4 675	6 876	6 462	5 501
kapitał własny	38 108	44 126	46 872	49 822	52 487
dług netto	**3 715**	**-2 914**	**175**	**-1 368**	**-3 419**
dług netto/EBITDA (x)	0,7	-0,2	0,0	-0,1	-0,3

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	3,5	3,1	3,5	2,3	1,8	1,2
maksimum	18,6	18,5	22,9	15,6	14,1	13,8
mediana	10,9	10,2	10,6	5,7	5,4	5,3
waga	10%	20%	20%	10%	20%	20%

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
Brent (USD/Bbl)	72	70	70	60	60	60	60	60	60	60	60
gaz EU (EUR/MWh)	27,4	23,4	19,1	18,3	18,3	18,3	18,3	18,3	18,3	18,3	18,3
USD/PLN	3,84	3,73	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60
przychody	57 647	54 180	46 123	45 715	45 356	43 139	43 699	44 007	44 276	44 618	44 618
EBITDA	9 592	10 345	9 736	9 984	10 441	10 521	10 777	10 423	10 032	9 716	9 716
marża EBITDA	16,6%	19,1%	21,1%	21,8%	23,0%	24,4%	24,7%	23,7%	22,7%	21,8%	21,8%
EBIT	6 221	6 665	5 759	5 675	5 782	5 567	5 699	5 284	4 858	4 548	4 548
podatek	2 190	2 562	1 852	1 797	1 932	1 878	1 966	1 629	1 291	1 050	1 050
CAPEX	-7 005	-5 502	-5 552	-5 730	-5 846	-5 906	-5 809	-5 660	-5 485	-5 321	-5 168
kapitał obrotowy	-2 201	413	961	49	43	264	-67	-37	-32	-41	-41
FCF	-1 804	2 695	3 293	2 506	2 705	3 001	2 935	3 097	3 224	3 304	3 457
PV FCF	-1 778	2 438	2 732	1 907	1 889	1 917	1 717	1 660	1 584	1 488	
WACC	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,3%	9,2%	9,1%	9,1%	9,1%	8,6%
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,1
wzrost FCF po prognozie	2,0%
zdyskontowana wartość FCF	39 298
dług netto	-1 701
inne korekty	-7
wycena DCF na akcję (PLN)	7,10

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	33%	8,91
DYield-porównawcza	17%	4,44
DCF	50%	7,10
koszt kapitału 9M		6,7%
cena docelowa za 9M		**7,74**

PKN Orlen

trzymaj (podwyższona)

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

PKN Orlen pozytywnie zaskoczył w tym roku wynikami, mimo modelowej negatywnej wrażliwości na wzrosty kosztów CO2 i gazu. Wycena portfela zabezpieczeń uprawnień emisyjnych dołożyła YTD 1,8 mld PLN (wycena otwartych pozycji i wynik na zrealizowanych instrumentach), spółka zaraportowała też niższe koszty gazu (zabezpieczone wcześniej ceny) i dodatkowo skorzystała poprzez Energę na skokowych wzrostach notowań na TGE (+0,2 mld PLN w 3Q). Te elementy trudno będzie powtórzyć w przyszłym roku i dlatego nie zakładamy poprawy EBITDA LIFO w 2022 roku, pomimo oczekiwanych wyższych marż modelowych w rafinerii i braku tak intensywnych przestojów remontowych. Po aktualizacji naszych założeń makro podnosimy jednak nasze szacunki dla oczyszczonego strumienia EBITDA na lata 2021-23 średnio o 14% i wycenę do 81,89 PLN. W efekcie zamykamy nasza negatywną rekomendację i podnosimy zalecenie do trzymaj. Mamy oczywiście świadomość, że obecnie kurs PKN odzwierciedla już nie tylko potencjał spółki w obecnym jej kształcie, ale dyskontuje też zaplanowane połączenie z PGNiG i Lotosem. Wpływ tych transakcji na wartość koncernu byłby istotny. Jeśli przyjęlibyśmy parametry wymiany akcji na podstawie obecnych parytetów rynkowych i jednocześnie uwzględnilibyśmy nasze obecne wyceny poszczególnych spółek SOTP w wycenie „nowego" Orlenu to implikowana cena docelowa tego podmiotu wyniosłaby ~100 PLN na akcję (efekt obecnego niedowartościowania PGN i LTS). W krótkim okresie negatywnym katalizatorem może być presja na marże paliwowe w detalu.

cena bieżąca	89,00 PLN	**potencjał zmiany**
cena docelowa	81,89 PLN	-8,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	**trzymaj**	**81,89 PLN**	**2021-11-05**
poprzednia	redukuj	70,59 PLN	2021-07-06

Podstawowe dane			**PKN PW**	**vs. WIG**
ticker	PKN PW	zmiana 1M	+8,6%	+3,9%
ISIN	PLPKN0000018	zmiana YTD	+64,1%	+33,2%
liczba akcji (mln)	427,7	średni obrót 1M	105,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	38 066,1	średni obrót 6M	78,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	56 166,3	EV/EBITDA 12M fwd	5,0	-3,2%
free float	67,6%	EV/EBITDA 5Y avg	5,1	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	111 203	86 178	107 451	105 306	101 397
EBITDA	8 862	9 071	15 876	8 878	10 168
marża EBITDA	8,0%	10,5%	14,8%	8,4%	10,0%
EBIT	5 365	4 562	10 500	2 898	3 864
zysk netto	4 300	3 313	8 125	1 949	2 673
P/E	8,9	11,5	4,7	19,5	14,2
P/BV	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA	5,0	6,3	3,5	6,6	6,1
DPS	3,50	1,00	3,50	3,50	3,50
DYield	3,9%	1,1%	3,9%	3,9%	3,9%

Zmiana prognoz	**2021P**	**2022P**	**2023P**
EBITDA LIFO	+23,1%	+13,8%	+5,0%
zysk netto	+98,3%	+47,0%	+20,8%
marża+dyferencjał (USD/Bbl)	+65,6%	+36,5%	+11,4%
marża petchem (USD/t)	+3,9%	+18,6%	+3,3%
USD/PLN	+2,9%	+3,6%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA LIFO skor.	**8 998**	**8 512**	**10 379**	**10 166**	**10 224**
rafineria	2 690	631	1 843	2 094	2 193
petchem	2 200	1 884	2 704	2 726	1 958
detal	3 067	3 288	2 847	3 014	3 087
upstream	331	323	362	338	307
energetyka	1 563	3 279	3 650	3 052	3 768
koszty ogólne	-853	-893	-1 027	-1 058	-1 089
EV/EBITDA LIFO skor.	**4,9**	**6,6**	**5,4**	**5,7**	**6,0**
efekt LIFO	-131	-2 374	3 856	-1 288	-56
inne zd. jednorazowe	-5	2 933	1 642	0	0
saldo finansowe	**-11**	**-1 035**	**-455**	**-476**	**-548**
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	2,8	0,7	2,2	2,5	2,7
detal EBITDA/tonę	312	371	319	326	327
przerób ropy mln ton	**33,9**	**29,5**	**29,7**	**31,1**	**31,1**
prod. petch. (tys. ton)	**2 665**	**2 458**	**2 345**	**2 668**	**2 668**

Bilans i CF

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF operacyjny	**9 319**	**7 620**	**12 061**	**10 078**	**9 511**
CFO/EBITDA LIFO skor.	104%	90%	116%	99%	93%
CAPEX	**4 450**	**7 565**	**9 127**	**10 723**	**10 655**
kapitał obrotowy	9 611	7 893	9 802	8 145	8 175
kapitał własny	38 596	42 174	48 817	49 284	50 475
dług netto	**6 446**	**18 305**	**17 323**	**19 942**	**23 132**
dług netto/EBITDA (x)	0,7	2,0	1,1	2,2	2,3

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	3,2	5,5	5,5	2,5	2,8	2,9
maksimum	13,4	14,1	13,8	12,3	12,0	13,3
mediana	9,7	8,0	8,2	6,2	4,9	4,9
waga	10%	20%	20%	10%	20%	20%

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	29P
marża+dyferencjał	5,4	6,4	6,4	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8
marża petchem	523	368	321	404	404	404	404	404	404	404	404,2
USD/PLN	3,84	3,73	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60
przychody	107 451	105 306	101 397	95 907	96 711	97 531	98 366	99 218	100 086	100 970	100 970
EBITDA	15 876	8 878	10 168	9 503	11 493	11 629	11 731	11 824	11 914	12 015	12 015
marża EBITDA	14,8%	8,4%	10,0%	9,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%
EBIT	10 500	2 898	3 864	2 061	4 125	4 364	4 708	4 990	5 207	5 257	6 044
podatek	1 995	551	734	392	784	829	894	948	989	999	1 148
CAPEX	-9 127	-10 723	-10 655	-10 070	-7 519	-6 292	-5 939	-5 965	-5 977	-5 971	-5 971
kapitał obrotowy	-1 909	1 657	-30	391	-860	-465	-204	-92	-99	-106	-106
FCF	2 844	-739	-1 251	-567	2 331	4 044	4 693	4 819	4 849	4 939	4 790
PV FCF	2 811	-682	-1 079	-458	1 760	2 853	3 089	2 954	2 765	2 615	
WACC	7,2%	7,1%	7,0%	6,9%	6,9%	7,0%	7,2%	7,4%	7,5%	7,7%	7,7%
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	1,0%
zdyskontowana wartość FCF	54 522
dług netto	16 907
inne korekty	-777
wycena DCF na akcję (PLN)	83,42

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	70,65
DCF	50%	83,42
cena wynikowa		77,03
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		**81,89**

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

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

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

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

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (https://www.gpw.pl/gpwpa) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, 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 stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, 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 miedzy innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

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

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

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie nowych rekomendacji zakończyło się 5 listopada 2021 o godzinie 08:02.
Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 5 listopada 2021 o godzinie 8:25.

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, Cavatina, CD Projekt, Ceramika Nowa Gala, Cognor, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, GPW, Groclin, i2 Development, ING BSK, Kruk, Lokum Deweloper, LW Bogdanka, Mennica Polska, Mo-BRUK, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWAI Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primetech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawlplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Shoper, 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
Answear	Alibaba Group, Amazon.com, Asos, Boohoo, Ebay, Global Fashion Group, Lojas Americanas, Overstock.com, Via Varejo, Zalando, Zozo
Asseco Poland	Atos, CAP Gemini, Comarch, Computacenter, Fiserv, Indra Sistemas, Oracle, Sage Group, SAP, Software AG
CEZ	EDF, EDP, Endesa, Enea, Enel, Energa, EON, Innogy, PGE, RWE, Tauron
Ciech	Akzo Nobel, BASF, Bayer, Ciner Resources, GHCL, Hongda Xindye, Huntsman, ICI Pakistan, MISR Chemical, PCC Rokita, OCI, Qingdao, Sesoda, Shandong Haihua, Soda Samayii, Solvay, Tangshan Sanyou Chemical, Tata Chemicals, Tessenderlo Chemie, Wacker Chemie
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
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 Shenhou, LW Bogdanka, Natural Resource Partners, Peabody Energy, Rio Tinto, Semirara Mining and Power, Shaanxi Heimao, Shanxi Xishan Coal & Elec, Shougang Fushan Resources, Stanmore Coal, Teck Resources, Terracom, Walter Energy, Warrior Met Coal, Yanzhou Coal Mining
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	Advenced Disposla Services, Alumetal, Ambipar Participacoes, Asahi Holdings, Befesa, Biffa, Bingo Industries, Charah Solutions, China Resource and Enviro, Cleacaway Waste Management, Cognor, Comercial Metals, Daiseki, GFL Environmental, Insun, Lassila & Tikanoja, Renewi, Schnitzer Steel, Seche Environment, Sims Metal, Tervita, US Ecology, Waste Management, Wolverine Energy
Orange Polska	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Mobile Telesystems, Netia, O2 Czech, Orange, Rostelecom, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
PGNiG	A2A, BP, Centrica, Enagas, Endesa, Enea, Energa, Engie, ENI, EON, Galp Energia, Gas Natural, Gazprom, Hera, MOL, Novatek, OMV, Red Electrica, Romgaz, RWE, Shell, Snam, Statoil, Total
PKN Orlen	Braskem, Dow Chemical, Eastman, Formosa Plastics, Hellenic Petroleum, Huntsman, Lotos, Lotte, Lyondellbasell, Mitsubishi, Mitsui Chemicals, MOL, Motor Oil, Neste, OMV, OMV Petrom, Petronas, Saras, Tupras, Westlake Chemical
PKP Cargo	Aurizon Holdings, Canadian National Railway, Canadian Pacific Railway, Center for Cargo Container, China Railway Group, China Railway Tielong Container Logistics, CSX Corp, Daqin Railway, Global Ports Holding, Globaltrans Investment, Hamburger Hafen und Logistik, Hub Group, Kansas City Southern, Kuehne + Nagel International, Log-In Logistica Intermodal, Nikkon Holdings, Norfolk Southern Corp, Rumo, Tidewater Midstream, Union Pacific Corp
PlayWay	Activision, Blizzard, CAPCOM, Electronic Arts, Hasbro, Konami, SEGA Sammy, Take Two Interactive, Ubisoft Entertainment, Gungho Online, Squasre Enix, Playtech, 11 bit studios
Polenergia	Abo Wind, Avangrid, Azure Power Global, Boralex, Cez, Clearway Energy, E.On, EdF, EDP, EDP Renovaveis, Elia Group, Encavis, Endesa, Enel, Engie, Eolus Vind, EVN, Falck Renewables, Fortum, Iberdrola, Iren, National Grid, Neoen, Orsted, PNE, Red Electrica, Redes Energeticas, Renova, RWE, Scatec Solar, Solaria Energia, SSE, Terna, Terna Energy, Tilt Renewables, Transalta Renewables, Xcel Energy
Pozbud	Alumetal, Amica, Boryszew, Cognor, Famur, Ferro, Forte, Grupa Kęty, Mangata, Newag, PKP Cargo, Stalprodukt, Wielton
Shoper	Alibaba, Allegro, Amazon, Bigcommerce, Ebay, Etsy, Hubspot, Livechat Software, Paycom Software, Paylocity Holding, Salesforce, Servicenow, Shopify, Zendesk
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
data wydania	2021-05-07	2021-03-02
cena docelowa (PLN)	-	493,00
kurs z dnia rekomendacji	501,00	558,00

AC

rekomendacja	zawieszona	przeważaj	przeważaj
data wydania	2021-11-05	2021-04-29	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	34,50	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	6,26

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	trzymaj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2021-11-05	2021-09-20	2020-11-18
cena docelowa (PLN)	52,40	52,40	54,00
kurs z dnia rekomendacji	44,50	64,25	67,89

Alumetal

rekomendacja	zawieszona	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2021-11-05	2021-05-31	2021-04-09	2021-02-26	2021-01-29	2021-01-15	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	54,40	68,00	59,00	52,80	53,20	52,00	44,50

Amica

rekomendacja	zawieszona	niedoważaj	niedoważaj	równoważ	równoważ
data wydania	2021-11-05	2021-04-09	2021-02-26	2021-01-18	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	122,00	153,20	145,00	145,80	149,60

AmRest

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

Answear

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

Apator

rekomendacja	zawieszona	równoważ	równoważ
data wydania	2021-11-05	2021-04-29	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	20,80	23,90	22,40

Asseco BS

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

Asseco Poland

rekomendacja	trzymaj
data wydania	2021-09-07
cena docelowa (PLN)	80,70
kurs z dnia rekomendacji	85,65

Asseco SEE

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

Astarta

rekomendacja	zawieszona	równoważ	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2021-11-05	2021-08-27	2021-04-26	2021-01-28	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	54,60	53,80	38,20	36,20	25,20

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	zawieszona	równoważ	równoważ
data wydania	2021-11-05	2021-05-31	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,34	3,29	2,87

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
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
cena docelowa (PLN)	238,00	-	172,60	232,00	232,00	232,00	445,10	421,60
kurs z dnia rekomendacji	188,00	156,52	183,00	240,30	305,80	267,70	425,10	381,20

CEZ

rekomendacja	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-10-07	2021-07-06	2021-06-02	2021-04-09	2020-11-20
cena docelowa (CZK)	825,37	722,14	759,63	693,24	601,40
kurs z dnia rekomendacji	780,00	598,00	631,00	565,00	468,00

Ciech

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

Cognor

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-10-07	2021-08-31	2021-06-18	2021-04-09	2021-03-05	2021-02-10	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	5,05	5,05	4,30	3,19	3,19	2,89	2,29
kurs z dnia rekomendacji	3,93	4,52	3,57	3,16	2,55	2,15	1,25

Comarch

rekomendacja	kupuj
data wydania	2021-03-30
cena docelowa (PLN)	267,00
kurs z dnia rekomendacji	219,00

Cyfrowy Polsat

rekomendacja	trzymaj	trzymaj
data wydania	2021-10-06	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	36,20	27,90
kurs z dnia rekomendacji	35,62	27,84

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	zawieszona
data wydania	2021-10-07	2021-06-02	2021-04-09	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	9,43	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	zawieszona	kupuj	kupuj	trzymaj	kupuj
data wydania	2021-11-05	2021-10-07	2021-09-07	2021-04-09	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	-	4,01	3,01	2,50	3,30
kurs z dnia rekomendacji	3,33	3,03	2,59	2,53	1,90

Forte

rekomendacja	zawieszona	przeważaj	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2021-11-05	2021-07-30	2021-05-31	2021-01-29	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	48,40	57,50	59,90	43,50	38,80

GPW

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

Grupa Azoty

rekomendacja	zawieszona	sprzedaj	trzymaj	trzymaj	sprzedaj	trzymaj
data wydania	2021-11-05	2021-08-04	2021-05-07	2021-04-09	2021-01-14	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	-	20,97	34,74	30,23	23,65	24,54
kurs z dnia rekomendacji	31,74	29,64	37,68	31,00	28,95	26,85

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

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

Kernel

rekomendacja	zawieszona	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-11-05	2021-07-06	2021-03-12	2021-01-27	2020-12-08	2020-11-05
cena docelowa (PLN)	-	75,85	71,84	62,93	57,39	53,66
kurs z dnia rekomendacji	60,60	54,10	54,00	54,50	46,75	39,00

Grupa Kęty

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

KGHM

rekomendacja	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2021-10-01	2021-06-02	2021-04-09	2021-03-24	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	158,27	245,39	222,05	230,25	152,27
kurs z dnia rekomendacji	157,65	208,80	199,20	177,05	177,20

Komercni Banka

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

Kruk

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	kupuj
data wydania	2021-10-07	2021-07-06	2021-06-09	2021-02-02	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	288,46	288,46	295,77	174,96	174,96
kurs z dnia rekomendacji	347,00	267,00	265,80	168,30	142,30

Kruszwica

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

Lotos

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-11-05	2021-08-04	2021-07-06	2021-06-02	2021-04-09	2021-03-25	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	82,11	67,20	60,75	53,39	53,39	54,00	49,01
kurs z dnia rekomendacji	66,40	52,52	54,40	52,80	45,15	42,44	37,30

LPP

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

Mangata

rekomendacja	zawieszona	równoważ	przeważaj	przeważaj
data wydania	2021-11-05	2021-05-31	2021-04-09	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	78,60	87,80	70,60	55,50

Millennium

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2021-10-07	2021-09-01	2021-04-19	2020-11-19
cena docelowa (PLN)	7,30	7,30	4,20	2,88
kurs z dnia rekomendacji	8,05	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	akumuluj	kupuj	trzymaj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2021-11-05	2021-10-07	2021-07-06	2021-04-09	2021-03-25	2021-02-02	2020-12-08
cena docelowa (HUF)	3 523,00	2 816,00	2 816,00	2 294,00	2 571,00	2 379,00	2 379,00
kurs z dnia rekomendacji	2 794,00	2 688,00	2 378,00	2 150,00	2 184,00	2 220,00	2 002,00

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)	8,20
kurs z dnia rekomendacji	6,52

OTP Bank

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

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	zawieszona
data wydania	2021-10-07	2021-06-02	2021-04-09	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	9,34	9,94	7,25	5,77

PGNiG

rekomendacja	kupuj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj
data wydania	2021-11-05	2021-07-06	2021-06-02	2021-04-09	2021-02-02	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	7,74	7,45	6,84	6,84	6,39	6,39
kurs z dnia rekomendacji	6,35	6,58	6,47	6,45	5,72	5,21

PKN Orlen

rekomendacja	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2021-11-05	2021-07-06	2021-03-25	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	81,89	70,59	60,64	58,40
kurs z dnia rekomendacji	89,00	77,80	62,82	59,60

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

Play

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	38,52

PlayWay

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

Polenergia

rekomendacja	trzymaj	kupuj	trzymaj	redukuj	sprzedaj	trzymaj
data wydania	2021-11-05	2021-10-07	2021-06-02	2021-05-07	2021-04-09	2021-03-02
cena docelowa (PLN)	85,94	85,94	78,59	72,69	72,69	62,99
kurs z dnia rekomendacji	88,50	70,60	70,20	79,10	100,00	63,00

Pozbud

rekomendacja	trzymaj	zawieszona
data wydania	2021-09-06	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	5,24	-
kurs z dnia rekomendacji	5,16	1,91

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	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-10-07	2021-09-01	2021-04-19	2020-11-19
cena docelowa (PLN)	345,80	345,80	283,70	238,14
kurs z dnia rekomendacji	337,80	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
data wydania	2021-04-09	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	-	30,74
kurs z dnia rekomendacji	44,50	24,80

Stalprodukt

rekomendacja	zawieszona	trzymaj	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-11-05	2021-10-07	2021-06-02	2021-03-05	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	-	299,44	403,06	397,79	370,99
kurs z dnia rekomendacji	320,00	293,00	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	zawieszona
data wydania	2021-10-07	2021-06-02	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,41	3,40	2,17

Ten Square Games

rekomendacja	kupuj	akumuluj	zawieszona	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2021-11-05	2021-09-07	2021-05-07	2021-04-09	2020-12-08	2020-11-05
cena docelowa (PLN)	612,00	612,00	-	702,00	724,00	722,00
kurs z dnia rekomendacji	352,60	545,00	420,00	496,60	525,00	640,00

TIM

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

Vercom

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

VRG

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

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 Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02 | +48 667 770 837
kamil.kliszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Konarski
+48 22 438 24 05 | +48 515 025 640
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06 | +48 509 603 258
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja, e-commerce

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09 | +48 509 603 046
piotr.poniatowski@mbank.pl
gaming

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07 | +48 501 663 511
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Janusz Pięta
+48 22 438 24 08 | +48 506 065 659
janusz.pieta@mbank.pl
handel, e-commerce

Antoni Kania
+48 22 438 24 03 | +48 509 595 736
antoni.kania@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04 | +48 501 663 510
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

Łukasz Płaska
+48 22 697 47 90
lukasz.plaska@mbank.pl

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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