

piątek, 2 sierpnia 2019 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: sierpień 2019

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

Dalsza eskalacja wojny handlowej pogorszy i tak słabą kondycję w światowym przemyśle, co w coraz większym stopniu będzie negatywnie wpływało na relatywnie silne usługi i rynek pracy. W kolejnych miesiącach inwestorzy będą unikali ryzykownych aktywów, a główne światowe indeksy wejdą w fazę spadków.

Ze spółek

Finanse

Uważamy, że sentyment do polskiego sektora bankowego będzie kreował oczekiwany wyrok TSUE. Indeks WIG Banki jest obecnie notowany z 8% dyskontem do 5-letniej średniej. Ze względu na oczekiwany wyrok uważamy, że pozytywne wyniki w sektorze przejdą bez echa a wszelkie negatywne zaskoczenia zostaną zmultiplikowane w reakcji. Z drugiej strony oczekujemy, że banki regionalne oraz czeskie będą w obecnym środowisku traktowane jako bezpieczna przystań, a dodatkowo ich silne wyniki za 2Q'19 jako zachęta inwestycyjna. Naszym top-pick w regionie CEE pozostaje Erste.

Chemia

Perspektywa poprawy wyników w kolejnych kwartałach sprzyja Grupie Azoty. Naszym zdaniem kurs mógł zdyskontować już niskie ceny gazu oraz poprawę rezultatów. Cech pozostaje pod wpływem braku oczekiwanej poprawy wyników i możliwych rewizji w dół konsensusu.

Paliwa

Marże rafineryjne utrzymują się wysoko, a dodatkowo sytuację podgrzewają problemy na Renie. Wszystko wskazuje więc na to, że po dobrym 2Q również 3Q będzie w sektorze mocny. W tym kontekście podnosimy nasze prognozy i wyceny, a przy obecnej waluacji preferujemy akcje MOL-a.

Energetyka

WIG-Energia praktycznie zniwelował niedawne wzrosty, co stanowi okazję inwestycyjną w kontekście wyklarowania się rekompensat oraz oczekiwanego spadku CO2. Najciekawiej wyglądają akcje Energi.

Telekomunikacja, media, IT

Po czerwcowej korekcie OPL potencjał do dalszego wzrostu przed udanym 2H'19. Podnosimy rekomendację do akumuluj. Do pozytywnego nastawienia wracamy też w przypadku PLY (katalizator: dobre wyniki za 2Q'19 i podniesienie guidance na cały rok). Wśród spółek IT polecamy ASE i CMR. Pod presją może być AGO (oczekiwane słabe wyniki za 2Q'19).

Przemysł, surowce

Nadchodzący sezon wyników finansowych, naszym zdaniem, może negatywnie przekładać się na sentyment do spółek z sektora przemysłu. W 2Q'19 proporcja spółek podających słabsze R/R wyniki wzrosła do 56% (najsłabiej odkąd prowadzimy statystyki). Największych pozytywnych zaskoczeń oczekiwalibyśmy w FMF i POZ. Negatywnie mogą zaskoczyć AML i BRS. Spółki surowcowe (JSW i KGH) podadzą słabsze R/R wyniki finansowe.

Deweloperzy

Podtrzymujemy selektywne nastawienie do sektora. Spadek przekazania w 2Q determinuje ujemną dynamikę wyników w DOM i 1AT, lecz po 1H wykonanie w DOM to już 47%, a w przypadku 1AT najmocniejszy będzie dopiero 4Q. Preferujemy akcje 1AT ze względu na szczególnie dobre przygotowanie ofertowe, które wspiera statystyki sprzedaży i przyszłe wyniki spółki.

Handel

Oczekiwane dobre wyniki oraz perspektywy na 2H'19 powinny wspierać zachowanie się kursów EAT, LPP i VRG. Słabe wyniki w 2Q'19 zaraportuje CCC, rezultaty EUR będą pod presją działań restrukturyzacyjnych, a rosnące ceny mięsa wieprzowego R/R mogą wpłynąć na rentowność DNP.

Kluczowe rekomendacje

Pozytywne: 11B, 1AT, CDR, CEZ, EAT, EBS, ENA, ENG, FMF, JSW, KER, LPP, MOL, OPL, PEO, PGE, PGN, PLY, POZ, TIM, TPE, VRG

Negatywne: AML, BRS, CPS, DNP, IPX, LTS, PFL

Indeksy	Kurs bieżący	1M	YTD
WIG	58 864	-2,4%	+2%
ATX	2 961	-1,2%	+11%
BUX	40 474	-0,4%	+3%
PX	1 047	+0,7%	+10%

Indeksy sektorowe WIG	1M	YTD
WIG20	-2,3%	+1%
mWIG40	-4,1%	+2%
sWIG80	+1,3%	+16%
Banki	-8,4%	-3%
Budownictwo	-3,6%	+5%
Chemia	-2,5%	+12%
Energia	-7,8%	-15%
Gaming	+3,8%	+59%
Górnictwo	-12,8%	-9%
Informatyka	+0,8%	+23%
Media	-0,1%	+15%
Nieruchomości	+3,5%	+21%
Odzież	-4,4%	-8%
Paliwa	+10,3%	-7%
Spożywczy	-0,8%	-2%
Telekomunikacja	-1,3%	+41%

Top 5 / Worst 5	1M	YTD
Mostostal Plock	+58,7%	+137%
Mostostal W-wa	+46,7%	+116%
Bioton	+41,4%	+13%
Pfleiderer Group	+39,2%	-15%
Medicalgo	+20,3%	+30%
Getin Noble Bank	-18,0%	+23%
mBank	-18,1%	-18%
JSW	-18,8%	-45%
Millennium	-20,5%	-15%
PKP Cargo	-20,8%	-22%

Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
Dino	sprzedaj ▼	112,70 PLN ►
Eurocash	trzymaj ▲	18,10 PLN ►
Famur	kupuj ►	6,71 PLN ▼
Grupa Azoty	trzymaj ▼	45,93 PLN ►
ING BSK	trzymaj ▲	191,80 PLN ►
Komercni Banka	akumuluj ▼	1000,00 CZK ►
Lotos	sprzedaj ►	72,31 PLN ▲
Millennium	kupuj ▲	10,00 PLN ►
MOL	akumuluj ▲	3258,00 HUF ▲
Orange Polska	akumuluj ▲	7,50 PLN ►
OTP Bank	trzymaj ▼	13046 HUF ►
Pekao	kupuj ▲	119,75 PLN ▼
PGNiG	akumuluj ▼	6,33 PLN ▼
PKO BP	kupuj ▲	47,17 PLN ►
Play	akumuluj ▲	34,20 PLN ▲
Santander BP	trzymaj ▲	337,00 PLN ►

Spis treści

1. Rynek akcji	3
2. Sektory	5
3. Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu	9
4. Zaskoczenia na wynikach spółek w poszczególnych kwartałach	10
5. Prognozy i rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku na tle konsensusu	13
6. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku	14
7. Statystyki rekomendacji	17
8. Kalendarium wydarzeń	17
9. Makroekonomia	18
10. Finanse	20
10.1. Alior Bank	20
10.2. Handlowy	21
10.3. ING BSK	22
10.4. Millennium	23
10.5. Pekao	24
10.6. PKO BP	25
10.7. Santander Bank Polska	26
10.8. Komercni Banka	27
10.9. Erste Bank	28
10.10. OTP Bank	29
10.11. PZU	30
10.12. Kruk	31
10.13. Skarbiec Holding	32
11. Chemia	33
11.1. Ciech	33
11.2. Grupa Azoty	34
12. Paliwa	35
12.1. Lotos	35
12.2. MOL	36
12.3. PGNiG	37
12.4. PKN Orlen	38
13. Energetyka	39
13.1. CEZ	39
13.2. Enea	40
13.3. Energa	41
13.4. PGE	42
13.5. Tauron	43
14. Telekomunikacja, media, IT	44
14.1. Netia	44
14.2. Orange Polska	45
14.3. Play	46
14.4. Agora	47
14.5. Cyfrowy Polsat	48
14.6. Wirtualna Polska	49
14.7. Asseco Poland	50
14.8. Comarch	51
14.9. 11 bit studios	52
14.10. CD Projekt	53
15. Przemysł, surowce	54
15.1. Cognor	54
15.2. Famur	55
15.3. Grupa Kęty	56
15.4. JSW	57
15.5. Kernel	58
15.6. KGHM	59
15.7. Stelmet	60
16. Developerzy	61
16.1. Atal	61
16.2. Dom Development	62
17. Handel	63
17.1. AmRest	63
17.2. CCC	64
17.3. Dino	65
17.4. Eurocash	66
17.5. Jeronimo Martins	67
17.6. LPP	68
17.7. VRG	69

Rynek akcji

W minionym miesiącu uwagę inwestorów nie przykuwała już wojna handlowa, BREXIT czy sytuacja na Półwyspie Arabskim. Brak nowych, przełomowych zdarzeń w tych obszarach spowodował, że ponownie na pierwszy plan wysunęła się sytuacja gospodarcza (-), oczekiwania na działania banków centralnych (+) i wyniki spółek w USA (+). Światowa gospodarka nadal zwalnia przy czym hamowanie dotyczy przede wszystkim przemysłu, wzrost gospodarczy podtrzymuje nadal niezła sytuacja w usługach i silna konsumpcja prywatna (w Strefie Euro różnica w koniunkturze pomiędzy przemysłem a usługami jest największa od 2009). Czy dekonunktura w przemyśle zainfekuje resztę gospodarki? Czy banki centralne doprowadzą do ożywienia? Naszym zdaniem rośnie prawdopodobieństwo, że odpowiedzi na te pytania to: „tak” i „nie”. Wczorajsza zapowiedź nałożenia na Chiny kolejnych ceł (10% na produkty o wartości 300 mld USD) powoduje dalszy wzrost niepewności biznesowej, która zaowocuje dalszym spadkiem zamówień w przemyśle. Polityka banków centralnych ma niewielki wpływ na to, co jest przyczyną spowolnienia – do pewnego momentu może ograniczać jego wpływ na całą gospodarkę i rynek akcji. Szansa na porozumienie USA-Chiny wydaje się niewielka (kondycja obu gospodarek nadal relatywnie niezła, brak rozstrzygnięć w kluczowych, strategicznych obszarach). Biorąc to pod uwagę, uważamy że w kolejnych miesiącach inwestorzy będą unikali ryzykownych aktywów, a główne światowe indeksy wejdą w fazę spadkową (co najmniej -10%).

Światowa gospodarka nadal spowalnia, negocjacje USA-Chiny bez rozstrzygnięcia

Dynamika wzrostu PKB w USA spowalnia, chociaż odczyt za 2Q (+2,1%, +3,1% w 1Q, SAAR, Q/Q) nadal jest wynikiem, o którym Strefa Euro może tylko pomarzyć. Nadal głównym komponentem wzrostu pozostaje konsumpcja prywatna (+2,85 pkt do wzrostu) oraz inwestycje rządowe (+0,9 pkt). Pozostałe składowe PKB miały ujemny wpływ na dynamikę (szczególnie zapasy -0,9 pkt). Nadal słabo zachowują się inwestycje, w tym inwestycje w sektorze mieszkaniowym. W kontekście obniżki stóp procentowych, na słabość inwestycji zwraca również uwagę FED. Siła konsumenta amerykańskiego utrzymuje się (ponowny wzrost Conference Board do 135 pkt), dopóki rynek pracy i pracodawcy pozostają w dobrej kondycji. Jak wskazują odczyty ISM amerykański przemysł spowalnia (51,2 vs. 51,7 pkt w czerwcu), ale nadal nie wszedł w recesję. Tradycyjnie relatywnie silne pozostają usługi (PMI: 52,2). W połączeniu z nadziejami na działania ze strony FEDu, taki obraz gospodarki, a szczególnie rynku pracy, pozwala inwestorom oczekiwać, że mamy do czynienia z obniżeniem dynamiki wzrostu, ale sam trend wzrostowy będzie kontynuowany.

Bardziej niepokojący obraz gospodarki rysuje się strefie euro, gdzie lipcowe PMI po raz kolejny rozczarowały (zagregowany: 51,5 vs. 52,2), a na rynku pracy zaczynają pojawiać się negatywne elementy. Pytaniem pozostaje, czy recesja w jakiej znajduje się europejski przemysł (PMI: 46,4 vs. 47,6 w czerwcu, Niemcy: 43,1) znajdzie silniejsze przełożenie na rynek pracy i docelowo negatywnie wpłynie na usługi (PMI: 53,6; dzięki któremu Europa jeszcze nie znajduje się w recesji). Największym problemem przemysłu pozostaje spadek zamówień eksportowych – szczególnie dotyczy to Niemiec i przemysłu motoryzacyjnego. Nad sektorem w dalszym ciągu wisi ryzyko podwyższonych ceł na rynek amerykański i słabość popytu na rynku chińskim. Trudno oczekiwać, żeby obniżki stóp procentowych przez ECB cokolwiek zmieniły.

Kiedy wydawało się, że rozmowy handlowe pomiędzy USA a Chinami utknęły w martwym punkcie, 1 sierpnia Trump ogłosił zamiar wprowadzenia 10% (z opcją zwiększenia do 25%) ceł na chińskie produkty o wartości 300 mld USD. Wyraźnie widać, że stronie amerykańskiej nie pasuje przeciąganie rozmów, co mogą tłumaczyć przyszłoroczne wybory prezydenckie. Z oficjalnych komunikatów wynikało, że w ostatnich tygodniach negocjowane były kwestie handlu produktami spożywczymi czy energią jednak brak w nich jakichkolwiek wzmianek o tematach najbardziej dzielących strony (transfer technologii, dostęp do rynków, inwestycje bezpośrednie). Jest mało prawdopodobne, że strony zdecydują się na zawarcie porozumienia bez kompromisu w tych kwestiach. Użycie przez Trumpa argumentu w postaci dalszych ceł ma skłonić Chiny do ustępstw właśnie w tych strategicznych obszarach. Naszym zdaniem najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest to, że Chiny odpowiedzą odwetowym nałożeniem ceł na produkty amerykańskie, ale nie ustąpią we wspomnianych kwestiach. Brak postępu w negocjacjach będzie podtrzymywał niepewność przedsiębiorców w globalnej wymianie handlowej, a tym samym powodował dalsze spowalnianie (w najlepszym wypadku brak ożywienia) światowej gospodarki.

Największym przegranym jest tu Europa, która z dużym udziałem eksportu i wysokim poziomem „nasylenia” konsumpcją nie ma narzędzi do realnej stymulacji gospodarki. USA poprzez działania monetarne i fiskalne podtrzymują koniunkturę w usługach (relatywnie niski udział przemysłu w PKB). Chiny mają nadal duży potencjał do wspierania lokalnej konsumpcji, która przejmie spadek sprzedaży eksportowej. Biorąc pod uwagę, że wojna trwa już dość długo obie strony wydają się być nadal w nienajgorszej kondycji, co sugeruje, że dalsza eskalacja konfliktu przed nami.

Polska gospodarka niezła, mimo to firmy nie zwiększają zysków

Momentum w polskiej gospodarce również słabnie, chociaż spowolnienie jest relatywnie mniejsze niż w krajach Strefy Euro, a dynamika wzrostu PKB przekraczająca 4% to nadal dobry wynik. Pozytywne oczekiwania z początku roku (wzrost PKB bliski 5%) to już niestety historia. Po rozczarowujących danych o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej pod koniec 2 kwartału, nasi makroekonomiści wstępnie szacują obniżenie tegorocznej dynamiki wzrostu PKB na ok. 4,4%, co zapewne znajdzie również odzwierciedlenie w wynikach spółek.

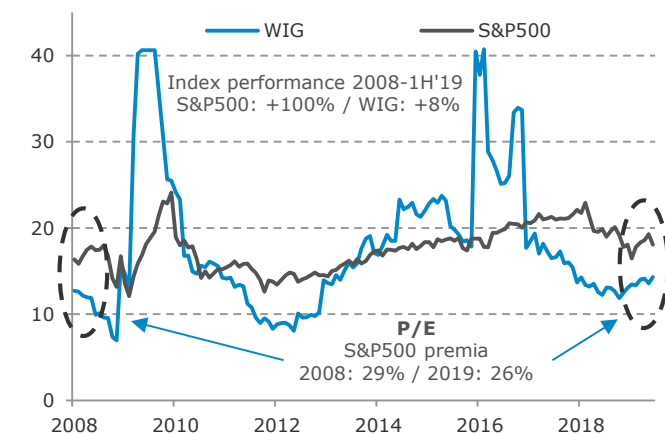
Przy tak dobrych odczytach makro sytuacja przedsiębiorstw nie poprawia się. Dane GUS wskazują, że w 1Q 2019 przemysł osiągnął najniższe rentowności sprzedaży brutto od 2013 roku (od 2004 roku gorszy wynik miał miejsce tylko w kryzysowym 2009). W 1Q przy 6,7% wzroście przychodów R/R, przedsiębiorstwa wygenerowały łącznie zysk netto o 4,5% niższy R/R (26 mld PLN), przy czym rentowne firmy miały wynik porównywalny R/R (+0,5%), a nierentowne zwiększyły stratę o 14,8% (do 10,9 mld PLN). Warto przy tym zauważyć, że spowolnienie w przemyśle przyspieszyło pod koniec 2Q'19, co prawdopodobnie oznacza dalsze pogorszenie sytuacji w kolejnych miesiącach (czekamy na dane za 2Q).

Skąd kapitał na GPW?

Brak wzrostu zysków spółek (szczególnie największych) jest nadal główną bolączką GPW, która nie zachęca aktywnie zarządzanego kapitału zagranicznego do lokowania inwestycji w polskich akcjach (poza wybranymi wyjątkami). Ze względu na scenariusz makro, w najbliższych miesiącach nie oczekujemy, żeby od tej strony giełda otrzymała pozytywny

impuls. W dłuższej perspektywie problem wzrostu EPS spółek na GPW prezentuje porównanie wskaźnika P/E dla WIG i S&P500 na tle wzrostu wartości indeksów. Giełda w dalszym ciągu jest i będzie podatna na przepływy kapitału lokowanego w funduszach ETF (tu kierunek wyznacza globalny apetyt na ryzyko, w tym postrzeganie EM).

P/E dla WIG i S&P500 w długim horyzoncie czasowym i zmiana wartości indeksów



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

W krajowych funduszach sytuacja nie zmienia się. Z TFI nadal wycofywane są środki z funduszy akcyjnych i absolut *return*. W czerwcu była to kwota 200 mln PLN, co od początku roku oznacza umorzenia na poziomie już 1,9 mld PLN (7,8 mld PLN w całym 2018). W naszych szacunkach z początku roku zakładaliśmy, że tegoroczne przepływy w tej części funduszy będą zbliżone do 0. Przy braku nowego kapitału w OFE, jedyną nadzieją pozostaje program PPK. Tu oczekujemy, że nasze wcześniejsze szacunki dotyczące środków, jakie zostaną alokowane w akcje mogą być zbyt konserwatywne. W naszych prognozach zakładaliśmy, że w 2021 będzie to ok. 5,1 mld PLN przy 33% udziale akcji w portfelach. Obecnie bardziej prawdopodobny jest poziom 45-50% alokacji w akcje, co dałoby kwotę ok. 7 mld PLN rocznie. Podtrzymujemy opinię, że będzie to zasadnicza zmiana pod względem przepływu kapitału dla GPW, przy czym realnie zacznie oddziaływać na rynek dopiero w przyszłym roku.

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

Sektory

Finanse

- Zbliżające się orzeczenie TSUE ws. mieszkaniowych kredytów frankowych oraz medialne doniesienia o przegranych przez banki procesach frankowych wywarły znaczną presję na polski sektor bankowy. Podwyższona niepewność powinna się utrzymywać do wrześniowego orzeczenia. Jednakże przypominamy, że orzeczenie będzie dotyczyć konkretnej sprawy, a umowy frankowe nie są homogeniczne. Oznacza to, że nadal dużo będzie zależeć od tego jak polskie sądy zinterpretują konkretne przypadki i samo orzeczenie nie powinno być przykładane jako miara do wszystkich spraw. W polskim sektorze bankowym preferujemy Handlowy, Pekao (brak portfela CHF) oraz PKO BP (silna pozycja kapitałowa pozwalająca zmierzyć się z problemem kredytów CHF). Z drugiej strony, w przypadku pozytywnego dla banków orzecznictwa TSUE, największy potencjał wzrostu widzimy w Banku Millennium. W całym regionie naszym top-pick pozostaje Erste Bank, gdzie uważamy, że po dobrych wynikach może pojawić się przestrzeń do podwyższenia rocznego konsensusu.
- Z końcem lipca wchodzimy w sezon wyników. Spodziewamy się, że odbicie na marży odsetkowej nie będzie na tyle duże, żeby odrobić spadek marży z Q1. Obniżenie kosztów finansowania i większe odbicie marży powinno nastąpić w Q3 i Q4. Pierwsze banki (ING i PKO) już obniżyły oprocentowania podstawowych produktów oszczędnościowych. Innym przykładem może być SPL, który zakończył promocje dla klientów przejętych wraz z DB, co również powinno poprawić marżę w dalszej części roku. Z opublikowanych już wyników niepokojącym zjawiskiem może być wyższy koszt ryzyka w detalu zaraportowany przez SPL. Z drugiej strony dobre wyniki pokazał Bank Millennium, który pobił konsensusu zarówno na niższy od zakładanych jednorazowych rezerwach, jak i działalności podstawowej.
- EBC nie zdecydował się na obniżenie stóp, czym negatywnie zaskoczył niektórych uczestników rynku. Z przemówienia przewodniczącego Draghiego wynika, że stymulacja monetarna w strefie euro jest konieczna i EBC rozważa podjęcie dodatkowych działań w przypadku braku poprawy perspektyw inflacji. Oprócz cięcia stóp procentowych (początek najpewniej we wrześniu), możliwe jest nowe QE. Co ciekawe, przewodniczący EBC podkreślił, że jakimkolwiek obniżkom stóp procentowych powinny towarzyszyć działania mitygujące negatywny efekt środowiska niskich stóp procentowych dla sektora bankowego, co sugeruje powrót do pomysłu tieringu oprocentowania środków lokowanych w EBC.
- **Kluczowe rekomendacje:** PKO BP (kupuj), Bank Pekao (kupuj), Erste Group (kupuj), Kruk (kupuj)

Chemia

- Naszym zdaniem polski sektor chemiczny ma szansę wciąż zachowywać się lepiej od rynku z uwagi na oczekiwane wzrosty wyników w kolejnych kwartałach.
- Obecnie najciekawiej wygląda Grupa Azoty (dobre perspektywy na 2Q'19 i 3Q'19 z uwagi na niskie ceny gazu i wzrosty cen nawozów saletranych na 3Q'19. Naszym zdaniem całoroczny konsensus będzie musiał się przesunąć na około 1,5 mld PLN EBITDA z 1,38 mld PLN obecnie, a oczekiwania na tegoroczną EBITDA znajdują się w wyraźnym trendzie wzrostowym). Po wyraźnych wzrostach kursu, obecnie Spółka już naszym zdaniem nie jest tak atrakcyjna cenowo, dlatego zdecydowaliśmy się na obniżenie rekomendacji z akumuluj do trzymaj.
- Ciech nie przestaje rozczarowywać inwestorów. Spadki cen sody w Azji, brak poprawy wyniku segmentu

sodowego w 1H'19, ryzyko spadku wolumenów w zakładzie w Górzcu oraz roszczenia Urzędu Skarbowego ciąży na sentymencie do akcji Grupy i jak na razie brak jest czynników które mogłyby wpłynąć na odwrócenie tendencji.

Paliwa

- Ceny ropy Brent po chwilowejwyżce w okolicy 67 USD/Bbl straciły impet i obecnie oscylują wokół 62 USD/Bbl z uwagi na obawy o globalny wzrost i chwilowe uspokojenie retoryki na Bliskim Wschodzie. Pozycje spekulacyjne na WTI i Brent odbudowywały się przez cały miesiąc, aczkolwiek końcówka była już mniej optymistyczna jeśli chodzi o nastroje. W tym raporcie aplikujemy do modeli obniżone o 5 USD/Bbl prognozy cen ropy Brent na lata 2019-20 (odpowiednio 65 USD/Bbl i 70 USD/Bbl).
- Ceny spotowe gazu w Europie ponownie spadły w okolicy 10 EUR/MWh, gdyż wysokie zapasy utrudniają absorpcję rosnącej podaży LNG. Nastrojów nie poprawiają też odczyty o imporcie z Chin (+3% w czerwcu i +2% w maju), które również mają pełne magazyny po ciepłej zimie. W kontraktach rocznych nadal odzwierciedlona jest jednak nadzieja na mocne odbicie w sezonie grzewczym (19 EUR/MWh), co pokrywa się z naszymi oczekiwaniami opartymi m.in. na parytecie gaz-węgiel i wysokich cenach CO2, które napędzają zmianę paliwa w energetyce (YTD spadek produkcji energii na węgla w Europie o 19%).
- Marże rafineryjne utrzymują się na wysokich poziomach, a dodatkowo w kolejnych tygodniach możemy obserwować wzrost cracków na dieslu w kontekście problemów logistycznych na Renie (ryzyko podobnego scenariusza jaki zrealizował się w 2H'18). Z tego względu podnosimy nasze dotychczasowe założenia dla benchmarku o ponad 1 USD/Bbl. Z nawiązką neutralizuje to widoczne pogorszenie dyferencjału Ural/Brent.
- Według danych POPIHN odczyty marż detalicznych na polskim rynku w czerwcu były bardzo mocne zarówno na benzynie jak i dieslu, co dobrze wróży na kluczowy dla segmentu 3Q.
- W przypadku petrochemii, po mocniejszych odczytach w czerwcu, w ostatnich tygodniach obserwujemy mocny spadek marż modelowych z uwagi na nadpodaż produktów (głównie polietylen), ale również arbitraż surowcowy gaz-nafta.
- Aplikacja nowych założeń makro pozytywnie wpływa na nasze wyceny i prognozy w obszarze downstream, a negatywnie w wydobywaniu. Wycofujemy się z negatywnej rekomendacji dla PKN Orlen i podnosimy zalecenie dla MOL-a. Utrzymujemy pozytywne nastawienie do PGNiG, ale z niższą ceną docelową.
- **Kluczowe rekomendacje:** Lotos (sprzedaj), MOL (akumuluj), PGNiG (akumuluj)

Energetyka

- Ceny energii na rynku niemieckim wróciły powyżej 50 EUR/MWh na fali wzrostów CO2 (28 EUR/t) i odbicia cen węgla, który zachowuje się zaskakująco dobrze na tle gazu notowanego ponownie na tegorocznych minimach. Jest to pewnym zaskoczeniem, biorąc pod uwagę widoczny spadek produkcji energii z węgla w UE w ujęciu YTD (kamienny i brunatny łącznie -19% R/R). W naszej opinii tę zmianę struktury wytwarzania (przejście na mniej emisyjny gaz i OZE) rynek niesłusznie ignoruje w wycenie uprawnień do emisji, które po dojściu do granicy 30 EUR/t powinny się znaleźć pod większą presją.
- W Polsce ceny energii w kontrakcie rocznym oscylują wokół 283 PLN/MWh i powoli odzwierciedlają wyższe koszty CO2 (modelowa marża CDS dla elektrowni

zintegrowanej pionowo już się odbudowała do poziomów z czerwca). Warto jednak zwrócić uwagę, że nadal notowania TGE mogą być zaburzone przez powściągliwość uczestników rynku w zawieraniu transakcji wobec niepewności jaką wprowadziło zamrożenie cen energii. Wolumen obrotu na 1Y FWD w czerwcu i lipcu był niższy R/R o 7% (-1,4 TWh), a przecież modelowo powinien wzrosnąć 3x po wprowadzeniu 100% obliża giełdowego.

- Jeśli chodzi o bieżące notowania spot to średnia dla lipca była zbliżona m/m i oscylowała na poziomie 240 PLN/MWh, co zapewne odzwierciedla niższe koszty wytwarzania na gazie, a także spadek kosztów importu paliwa dla krańcowej elektrowni węglowej.
- W lipcu, zgodnie z zapowiedziami, opublikowane zostało rozporządzenie do ustawy o cenach energii, ale do prawidłowej kalkulacji rekompensat potrzebne są jeszcze rynkowe benchmarki, które przygotowuje URE. Wszystko wskazuje jednak na to, że płatności pojawią się w 3Q. Na razie trudno ocenić czy spółki uwzględnią już nową rzeczywistość w raportach półrocznych (część z nich może przesunąć raportowanie).
- Ministerstwo Środowiska zaprezentowało rekomendację dotyczącą funduszu modernizacyjnego, który ma być zasilony przychodami ze sprzedaży 275 mln uprawnień do emisji CO₂, (z tego 57 mln ton ma być przydzielone spółkom energetycznym, a reszta będzie dzielona szeroko). Dodatkowo przychody ze sprzedaży niewykorzystanych do 2020 roku 30 mln ton uprawnień również będzie stanowił bazę finansowania projektów w sektorze. Łącznie wsparcie inwestycyjne może w kolejnej dekadzie przekroczyć 8 mld EUR (kwota przewyższa aktualną kapitalizację krajowych koncernów energetycznych) i to bez uwzględniania tzw. puli solidarnościowej rozdzielanej w ramach UE.
- Notowania spółek energetycznych praktycznie zniwelowały wzrosty z przełomu czerwca i lipca, co w naszej opinii stanowi okazję inwestycyjną, szczególnie w kontekście wyklarowania się kwestii rekompensat oraz oczekiwanego spadku cen CO₂.
- **Kluczowe rekomendacje:** CEZ (akumuluj), Enea (kupuj), Energa (kupuj), PGE (kupuj), Tauron (kupuj)

Telekomunikacja, media, IT

- Od kilku tygodni obserwujemy podwyżki cen mobilnych usług telekomunikacyjnych. Ogłosiły je już PLY i OPL, na które odpowiedź dał także CPS (podwyżki cen mają być wprowadzone od jesieni br.). Podwyżki cen oznaczają w długim terminie poprawę wyników i naszym zdaniem ruch na polskich telekomach jest uzasadniony, jednak przestrzegamy przed nadmiernym optymizmem. Polska telekomunikacja mobilna pozostaje sektorem czterech graczy, a wpływ wyższych cen będzie widoczny w wynikach dopiero po kilku kwartałach. Obecnie mamy pozytywne nastawienie do OPL i PLY, podtrzymujemy negatywną rekomendację na CPS.
- Urząd Komunikacji Elektronicznej opublikował decyzje regulujące dostęp do infrastruktury budynkowej należących do sześciu operatorów: Netia, UPC Polska, Multimedia Polska, Vectra, TOYA i INEA. Regulator chce, aby operatorzy kablowi udostępnili swoje sieci konkurencji w blokach, co oznacza, że podmioty te mogłyby świadczyć swoje usługi w oparciu o infrastrukturę tych operatorów kablowych. Dla klientów może to oznaczać łatwą zmianę operatora – bez konieczności wymiany kabli. Dodatkowo, klienci mieszkający w nowych budynkach, które powstały po 2012 roku będą mogli wybrać każdą z usług u innego operatora. Warto jednak zauważyć, iż decyzje regulacyjne nie zawierają rygoru natychmiastowej wykonalności, co oznacza, że wejdą w życie, kiedy właściciele infrastruktury będą do tego gotowi.

- Na stronie internetowej Ministerstwa Finansów opublikowano długoterminowy plan finansowy. Ministerstwo spodziewa się przychodów ze sprzedaży częstotliwości 3,7 GHz (200 MHz z tego zakresu), 26 GHz i 800 MHz na 3,5-5 mld PLN 2020. Jeśli odliczymy ok. 1,5 mld na jeden blok 800 MHz i 26 GHz razem, implikowane przychody z oferty 3,7 GHz wynoszą ok. 0,5-0,9 mld PLN na operatora. Te liczby odpowiadają bieżącym i poprzednim aukcjom w Europie. Obecnie nasze założenie wynosi 590 mln PLN na operatora. Podkreślamy też, że brak planów oferowania pasma 700 MHz można odczytywać pozytywnie.
- Marcin Cichy, Prezes Urzędu Komunikacji Elektronicznej (UKE), ogłosił, że pasmo 3,7 GHz będzie dystrybuowane w blokach 50 MHz dla każdego operatora, tak aby wszyscy czterej operatorzy infrastruktury mieli szansę uczestniczyć w przetargu i jednocześnie uruchomić usługi 5G. Dystrybucja ma odbyć się w formie przetargu. To pozytywne wiadomości dla wszystkich polskich MVNO (alternatywną jest mniej przewidywalna aukcja).
- Agencja mediowa Zenith podniosła w marcu prognozę dla polskiego rynku reklamy w 2019 roku do 5,3% z 4,2%. Zdaniem agencji zapowiadana przez rząd "piątka Kaczyńskiego" będzie sprzyjać utrzymaniu wysokiej konsumpcji, co ma wpływ na rynek reklamy. Według estymacji Zenith, ze względu na niższą planowaną dynamikę PKB oraz wysoką ubiegłoroczną bazę (wzrost o 6,8%), w 2019 roku wzrost rynku reklamy telewizyjnej będzie niższy niż w 2018 roku i wyniesie 3,1%. Będzie to także pierwszy rok, w którym udział telewizji w rynku reklamy spaść ma poniżej granicy 50%. Wydatki na reklamę w internecie będą w tym roku wyższe o 12,1%. Będzie za to odpowiadać szczególnie wzrost cen reklamy kupowanej w modelu programmatic, spowodowany zapowiedzianym przez Google przejściem na aukcje pierwszej ceny do końca 2019 roku.
- Od początku czerwca'19, kiedy to podnieśliśmy zalecenie z neutralnego do przeważaj dla sektor IT, notowania WIG Info wzrosły o 5,8%. Tym samym indeks spółek IT był lepszy od szerokiego rynku (vs. +8,1% WIG). WIG Info był także nieznacznie lepszy od MSCI IT EU. Mediana P/E 12M fwd dla spółek IT wynosi obecnie 13,0x i jest 14,4% poniżej historycznej średniej z 3 lat.
- Zbliża się sezon wyników za 2Q'19. Mediana wzrostu wyniku EBITDA dla pokrywanych przez nas spółek powinna wynieść ok. 10,9% (w tym miejscu zwracamy uwagę, że częściowo to efekt MSSF16). Cztery spośród sześciu spółek odnotuje naszym zdaniem wzrost EBITDA. Dwie największe spółki opublikują naszym zdaniem niższe R/R wyniki (ACP na linii zysk netto dla jednostki dominującej i CMR na linii EBITDA i zysk netto). Stąd, po wyraźnie lepszym performance spółek IT na tle szerokiego rynku w ostatnich tygodniach, nasze obecne zalecenie to równoważ.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** 11 bit studios (kupuj), Asseco SEE (przeważaj), CD Projekt (akumuluj), Comarch (kupuj), Cyfrowy Polsat (redukuj), Orange Polska (akumuluj), Play (akumuluj)

Przemysł

- Nadchodzący sezon wyników finansowych naszym zdaniem może negatywnie przekładać się na sentyment do spółek z sektora przemysłu. W 2Q'19 proporcja spółek podających słabsze R/R wyniki wzrosła do 56% (najsłabiej odłąd prowadzimy statystyki). Lepsze R/R wyniki zaraportuje jedynie 31% spółek – najniżej od 2Q'17. Największych pozytywnych zaskoczeń oczekiwaliśmy w Famur i Pozbud. Negatywnie mogą zaskoczyć Alumetal i Boryszew.
- W związku z oczekiwanymi słabymi wynikami 2Q'19 w spółkach przemysłowych, utrzymujemy się niskich

odczytach wskaźników PMI w Europie i zaskakująco niski odczyt produkcji przemysłowej w VI'19, w ostatniej publikacji spółki przemysłowe zdecydowali się na obniżenie pozycjonowania sektora do niedoważaj (wcześniej neutralnie).

- Obecnie wśród najpłynniejszych spółek nadal najbardziej przekonani jesteśmy do inwestycji w Famur (wyraźny wzrost wyników R/R w 2Q'19 i 3Q'19) i Kernel (wyraźny wzrost wyników w sezonie 2018/2019, odbicie cen kukurydzy w USA). Wśród mniejszych spółek, ze względu na wysoką dynamikę poprawy wyników, polecamy Pozbud i TIM.
- Unikalibyśmy akcji Alumetal (dynamika spadku wyników w 2Q'19 pogłębi się, spółka może zapowiedzieć głębszą erozję wyników w 3Q'19), Boryszew (z równoważ do niedoważaj) z uwagi na ryzyko złamania kowenatów bankowych w 2Q'19, oczekiwane słabsze wyniki 2Q'19), Impexmetal (słabe FCF w trzech kolejnych latach, spadek wyników w 2019 roku z uwagi na wzrost kosztów) oraz Pfeiderer (z uwagi na dalsze spadki cen płyty drewnopochodnej w Niemczech oraz słabe wskaźniki wyprzedzające dla przemysłu meblarskiego w Niemczech; naszym zdaniem wciąż istnieje duże ryzyko naruszenia kowenatów bankowych w kolejnych kwartałach, jeśli na rynku nie odbije się koniunktura).
- Ciekawie w perspektywie kolejnych kilku kwartałów może naszym zdaniem wyglądać Astarta. Rekordowo niski zasiew buraka cukrowego na Ukrainie przełoży się na wyraźny wzrost cen cukru w sezonie 2019/2020 i poprawę wyników finansowych. Warto naszym zdaniem zwrócić także uwagę na bardzo przeceniony Stalprodukt.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Alumetal (niedoważaj), Boryszew (niedoważaj), Famur (kupuj), Impexmetal (niedoważaj), Kernel (kupuj), Pfeiderer (niedoważaj), Pozbud (przeważaj), TIM (przeważaj)

Wydobycie

- W lipcu ceny metali szlachetnych pozytywnie reagowały na możliwe luźniejsze podejście do polityki monetarnej banków w Europie i USA. Pod negatywnym wpływem wojny handlowej znajdowały się ceny miedzi, na której liczba otwartych pozycji krótkich przez inwestorów spekulacyjnych wzrosła do najwyższego poziomu od 3 lat. Naszym zdaniem jakakolwiek pozytywna informacja w kontekście porozumień handlowych i koniunktury w Chinach mogłaby się przełożyć na zamykanie pozycji krótkich przez aktywnych inwestorów i wywołać wzrost cen. Niestety póki co Chiny wydają się oczekiwać z negocjacjami do momentu wyborów prezydenckich w następnym roku. To oznacza, że szybkie osiągnięcie porozumienia USA-Chiny jest niemożliwe.
- W lipcu kursowi KGHM pomagało odbicie cen metali szlachetnych, a w szczególności srebra. Rynek w nadchodzącym czasie może natomiast skupić się nad prognoząmi na 2Q'19. Naszym zdaniem przy niższych cenach miedzi i srebra (odpowiednio -5% R/R i -4% R/R) oraz rosnących kosztach produkcji KGHM nie uda się poprawić wyników w 2Q'19. Może to ważyć na sentymencie wokół Spółki.
- Europejski rynek stali w 1H'19 przeżywał trudny okres. W czerwcu natomiast pojawiły się pierwsze sygnały, że druga połowa roku może przynieść odreagowanie. Wśród nich warto wymienić wypowiedź Arcelor, że koniunktura w Europie już osiągnęła dno i teraz może być lepiej. Dodatkowo koncern zdecydował się nie zamykać Huty w Krakowie, co stanowiło duże ryzyko między innymi dla JSW. Również pozytywnie należałoby zinterpretować informacje z Chin, że w nadchodzących miesiącach władze regionów będą same decydować o ograniczeniach produkcji w razie smogu, a dodatkowo niskoemisyjne huty ucierpią mniej niż pozostali.

- Ceny węgla koksowego w Azji i rynkach zamorskich pozostawały pod presją w lipcu. Ceny w Chinach wciąż utrzymują się powyżej 200 USD/t, podczas gdy na rynku zamorskim spadły do około 180 USD/t. Ceny w regionie Australii osunęły się do poziomów około 160 USD/t. Fundamentalnie martwią duże zapasy koksu w Chinach oraz spadająca premia koksownicza. Szansą dla cen węgla koksowego są możliwe spadki notowań rudy żelaza oraz oczekiwany mniejszy wpływ włączeń hut w Chinach w okresie zimowym.
- Rynek w czerwcu i lipcu miał okazję wycenić większość czynników ryzyka. Pojawiły się również pozytywne informacje: Nowy zarząd nie zamierza diametralnie zmieniać dotychczasowej strategii. Rada Nadzorcza pozostawiła w składzie kluczowych menadżerów (od produkcji i inwestycji). Bonus dla pracowników ustalono na poziomie 165 mln PLN (niżej niż oczekiwaliśmy oraz wyraźnie niżej niż zakładał rynek). W kolejnych kwartałach spółka przerwie spadkowy trend wydobywania z uwagi na większą ilość pracujących ścian. Przy oczekiwanym lepszym momentum w światowym hutnictwie stali, w 2H'19 wspierane być powinny ceny węgla koksującego. To powinno przekładać się na poprawę sentymentu i odbicie cen akcji Grupy JSW na giełdzie.
- **Kluczowe rekomendacje:** JSW (akumuluj)

Deweloperzy

- Według danych REAS dynamika spadku sprzedaży mieszkań w 6 największych miastach w Polsce uległa obniżeniu i wyniosła 3% y/y (-8% Q/Q) w 2Q'19 przy ok. 4% wzroście wśród deweloperów GPW i Catalyst. Jednocześnie oferta była 12% wyższa R/R, co było następstwem niskiej bazy i odbudowy oferty w 4Q/1Q. Niższa sprzedaż jest następstwem wzrostu cen mieszkań, dodatkowo - na wybranych rynkach - będąca pod wpływem utrzymującej się relatywnie niskiej podaży (KRR, WWA). Efektywność sprzedaży wciąż utrzymuje się na dobrych poziomach (31%).
- Ceny na rynku mieszkaniowym dalej znajdują się w mocnym trendzie wzrostowym. W 2Q'19 średnie ceny transakcyjne mieszkań wzrosły o 8.2% R/R (REAS), a ceny mieszkań w ofercie o +9.7% R/R, co sugeruje kontynuację trendu wzrostowego cen mieszkań w kolejnych miesiącach.
- REAS prognozuje, że sprzedaż mieszkań w całym roku wyniesie 60,4 tys. (-7%). Prognozy te są zgodne z naszymi czerwcowymi oczekiwaniami (spadek rzędu 5-7% R/R). Wykonanie po 1H'19 wynosi 52%.
- Wyniki 2Q: Deweloperzy GPW i Catalyst przekazali w 2Q'19 o 9% mniej mieszkań R/R, ale po 1H wynik ten jest lepszy o 9% R/R. Wyniki poszczególnych Spółek w 2Q istotnie się różniły (>100% wzrostu przekazań R/R pokazał m.in. LKD, ARH, JWC a spadek >40% R/R - DOM, ECH, 1AT). Spodziewamy się zatem szczególnie mocnego momentum wyników dla ARH (dodatkowo wzmocniony dodatnią rewaluacją). Spadek liczby mieszkań rozliczonych w wyniku determinuje ujemną dynamikę wyników w DOM, 1AT i LCC, która jest zgodna z naszymi rocznymi prognoząmi (wykonanie zysku netto 47% w DOM i 35% w 1AT, w którym najmocniejszy będzie 4Q).
- **Kluczowe rekomendacje:** Atal (akumuluj), Dom Development (trzymaj)

Handel

- Projekt nowelizacji ustawy o podatku od sprzedaży detalicznej zakłada, że spółki detaliczne będą miały obowiązek składania deklaracji podatkowych od września 2019. W momencie uprawomocnienia się wyroku TSUE dotyczącego zgodności struktury podatku z prawem,

spółki będą zobowiązane do zapłacenia zaległego podatku naliczanego od września 2019 w ciągu trzech miesięcy. Naszym zdaniem podmioty działające na rynku mogą podjąć próbę przetransferowania dodatkowego obciążenia na klientów, co może wspierać wyniki tych spółek do czasu potencjalnego wprowadzenia podatku od sprzedaży detalicznej. Potencjalnie największy wpływ nowa danina powinna mieć na spółki handlu spożywczego ze względu na niższą marżowość (EUR, DNP, JMT).

- W 2Q'19 ceny mięsa wieprzowego odnotowały wzrost o około 25% R/R (pierwszy wzrost R/R od sześciu kwartałów). Wysoki wzrost kosztów surowca powinien negatywnie wpłynąć na rentowność zakładów mięsnych Agro-Rydzyna konsolidowanych w **Grupie Dino**, co może się przełożyć na presję na marżę brutto na sprzedaży Grupy (w 2018 roku widoczny był wspierający efekt spadku cen mięsa wieprzowego). Potencjalne spowolnienie poprawy rentowności sprzedaży mogłoby zostać negatywnie odebrane przez inwestorów, zwłaszcza biorąc pod uwagę rekordowe poziomy kapitalizacji DNP.
- **AmRest** w 2Q'19 zaraportował przyspieszenie poprawy sprzedaży porównywalnej względem poprzednich kwartałów. Pozytywne trendy w sprzedaży powinny przełożyć się na wysokie tempo wzrostu EBITDA (szacujemy +28% R/R). Oczekujemy utrzymania wysokiej dynamiki poprawy wyników 3Q'19 wspieranej efektem bazy oraz konsolidacją Sushi Shop. Naszym zdaniem AmRest jest jedną z najciekawszych opcji inwestycyjnych.

- Kurs **CCC** dyskontuje słabe wyniki spółki za 2Q'19. Według naszych szacunków wskaźnik DN/EBITDA na koniec kwartału będzie na poziomie powyżej 3x. Czynniki hamujące poprawę wyników w kolejnych kwartałach będzie wysoka baza kosztowa napędzana m.in. przez konsolidację Gino Rossi, konsolidację DeeZee oraz sponsoring grupy kolarskiej. Niemniej, poszerzenie kolekcji jesień-zima'20 o marki własne i marki obce połączone z efektem bazy powinno doprowadzić do poprawy wyników w 2H'19 (warunek konieczny do zrealizowania naszej prognozy).
- Zgodnie z opublikowanymi raportami miesięcznymi przez **VRG** oczekujemy wzrostu sprzedaży o 39% R/R w 2Q'19. Zwracamy uwagę na poprawę marży brutto na sprzedaży o 1,6 p.p. R/R do 53,7% w 2Q'19, pomimo wyższego kursu istotnie wyższego kursu USDPLN R/R podczas kupowania kolekcji wiosna-lato'19. Jest to efekt między innymi nowej polityki cenowej w segmencie odzieżowym oraz zmniejszenia w sprzedaży zegarków w czerwcu 2019. Oczekujemy, że pozytywny trend w poprawie marży brutto na sprzedaży powinien być wspierany w H2 2019 przez dodatkowe synergii zakupowe oraz korzystną relację kursu USDPLN R/R względem kursu podczas zakupu kolekcji wiosna-lato'19.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** AmRest (kupuj), Dino (sprzedaj), LPP (akumuluj), VRG (kupuj)

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

vs.	2016				2017				2018				2019				+/=
konsensus	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	
in minus	12	19	14	11	19	18	10	13	15	25	13	1					170
brak zaskoczeń	26	19	25	25	29	23	36	19	25	22	27	2					278
in plus	22	23	21	26	16	24	21	35	27	20	27	7					269
liczba spółek	60	61	60	62	64	65	67	67	67	67	67	10					717
in minus	20%	31%	23%	18%	30%	28%	15%	19%	22%	37%	19%	10%					24%
in plus	37%	38%	35%	42%	25%	37%	31%	52%	40%	30%	40%	70%					38%

vs.	2016				2017				2018				2019				+/=
r/r	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	
in minus	25	21	23	23	19	23	27	18	20	23	23	33					278
brak zaskoczeń	5	6	5	9	14	2	9	11	12	8	10	6					97
in plus	35	38	38	35	34	42	31	38	35	36	34	27					423
liczba spółek	65	65	66	67	67	67	67	67	67	67	67	66					798
in minus	38%	32%	35%	34%	28%	34%	40%	27%	30%	34%	34%	50%					35%
in plus	54%	58%	58%	52%	51%	63%	46%	57%	52%	54%	51%	41%					53%

* [+/-] – suma liczby kwartałów w ostatnich 3 latach, w których spółki zaraportowały wyniki zgodne lub powyżej oczekiwań rynkowych oraz w porównaniu R/R

** kolumna ta pokazuje porównanie naszych oczekiwań wyników kwartału w porównaniu do wyników osiągniętych przez poszczególne spółki rok wcześniej

Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, Dom Maklerski mBanku

Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu

Sektor		Rynek polski	Rynek amerykański	Rynek niemiecki
Banki	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEUTRALNY	
	Spółki na plus	PEO, PZU	BAC US; JPM US; KEY US	ALV GY
	Spółki na minus	MIL, SPL, GNB		
	Kluczowe katalizatory:	Niepewność w sprawie wyroku TSUE	Konieczne, jastrzębie dostosowanie rynku	Rozwiązania osłonowe dla banków w planach ECB
Chemia	SENTYMENT	POZYTYWNY		NEUTRALNY
	Spółki na plus	ATT		1COV GY, EVK GY, LXS GY
	Spółki na minus	CIE		FPE GY
	Kluczowe katalizatory:	Poprawa wyników		
Deweloperzy	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	
	Spółki na plus	1AT		
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:		Spowolnienie gospodarcze vs. sprzyjające otoczenie niskich stóp	
Energetyka	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	CEZ, ENA, ENG, PGE, TPE	NRG US	RWE GY
	Spółki na minus			UN01 GY
	Kluczowe katalizatory:	Wdrożenie rekompensat i perspektywa mocniejszych wyników w 2H.		Rotacja w Value
Handel, Konsument	SENTYMENT	Neutralny	POZYTYWNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	LPP, VRG	TJX US; WEN US; VFC US	ADS GY; BOSS GY
	Spółki na minus	CCC, DNP	LULU US	
	Kluczowe katalizatory:	Mocny popyt konsumpcyjny	Atrakcyjne wyceny/dobre wyniki w 2Q	
Paliwa	SENTYMENT	POZYTYWNY	NEUTRALNY	
	Spółki na plus	MOL, PGN	MPC US; PSX US; DVN US	
	Spółki na minus	LTS		
	Kluczowe katalizatory:	Wysokie marże rafinerijne i odbicie cen gazu	Spowolnienie vs. ograniczenia podaży, korzystne otoczenie dla downstream	
Przemysł	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEUTRALNY	
	Spółki na plus	AST, FMF, KER, POZ, STP, TIM	CAT US	AIR FP, MTU GY, DUE GY
	Spółki na minus	AML, BRS, IPX, PFL, SNK		G1A GY
	Kluczowe katalizatory:	Wzrost kosztów	Spowolnienie gospodarcze i silny USD vs. niezły 2Q	Spowolnienie gospodarcze
Przemysł wydobywczy	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEGATYWNY	
	Spółki na plus	JSW		
	Spółki na minus	KGH	AAL LN, ANG JS, BHP AU, FRES LN, GFI SJ, POLY LN, PLZL RX, RIO LN	
	Kluczowe katalizatory:	Rosnące koszty wydobycia	Spadki cen rudy żelaza, spadki cen metali szlachetnych	
Segment automotive	SENTYMENT	NEGATYWNY	NEUTRALNY	
	Spółki na plus		GM US	BMW GY; VOW3 GY
	Spółki na minus	AML, BRS, SNK		
	Kluczowe katalizatory:	Nowa norma EURO 6 Temp	Spowolnienie vs. niskie wyceny	
Technologie, Media	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	
	Spółki na plus	ASE, CMR	LRCX US; QCOM US; CSCO US; DISCA US	COK GY, WDI GY, IFX GY, SAP GY
	Spółki na minus		NFLX US	PSM GY
	Kluczowe katalizatory:		Dobre wyniki 2Q vs. drogi Tier 2	
Telekomy	SENTYMENT	NEUTRALNY	POZYTYWNY	
	Spółki na plus	OPL, PLY		DTE GY, DRI GY
	Spółki na minus	CPS		TC1 GY
	Kluczowe katalizatory:		Utrzymanie rotacji w Value; US telco=tańszy kwasi-tech	

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

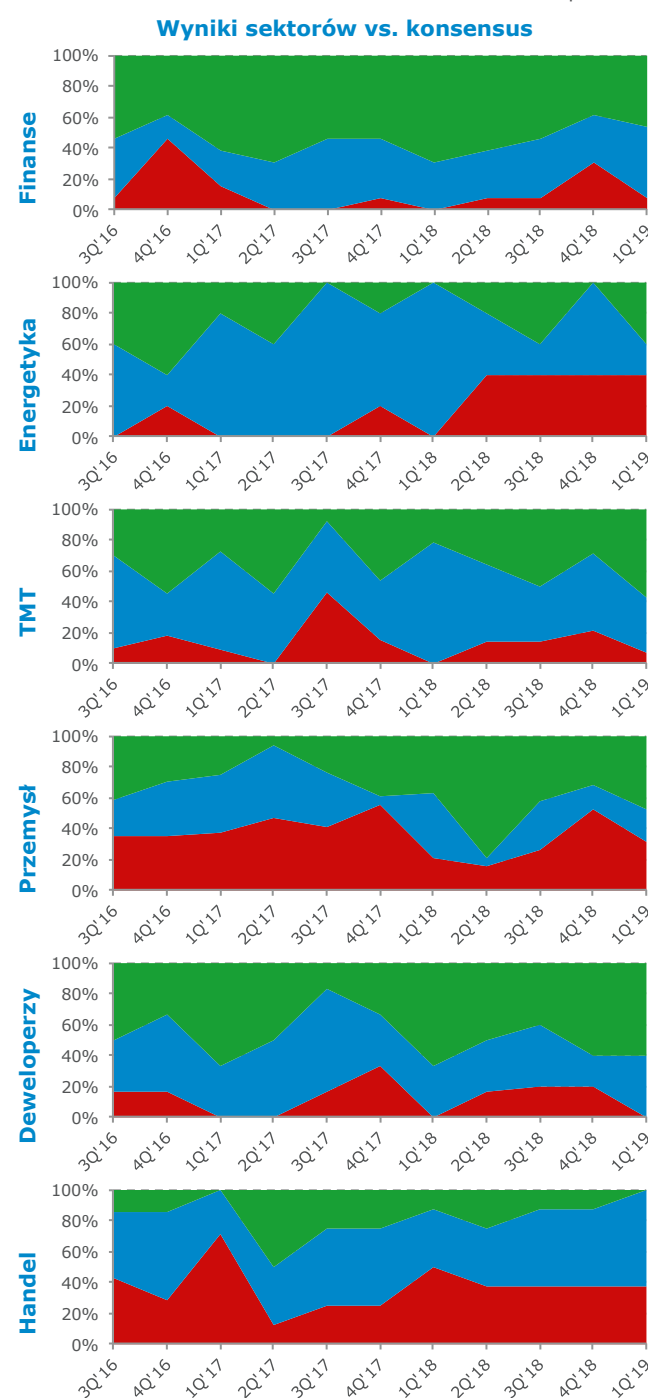
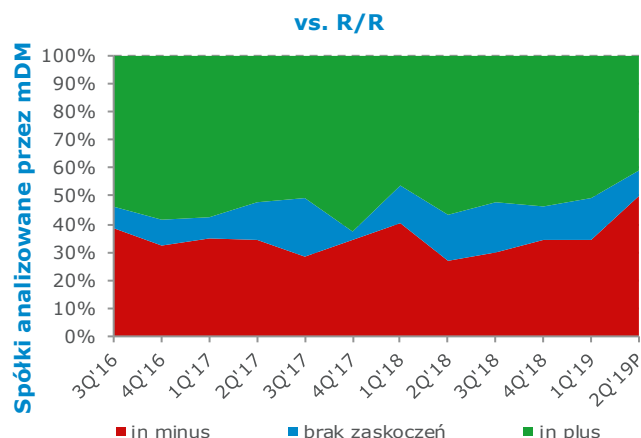
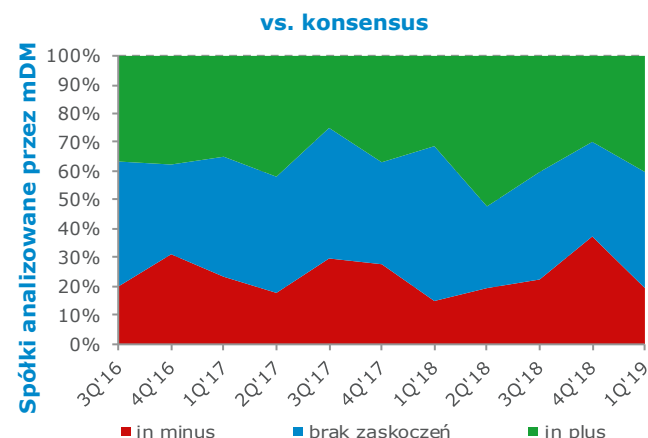
vs.	2016	2017	2018	2019	+/=	vs.	2016	2017	2018	2019	+/=
konsensus	3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q 2Q		r/r	3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q 2Q 3Q 4Q	1Q 2Q	
Finanse						Finanse					
Alior Bank	+ +	- + + +	= + = =	=	91%	Alior Bank	= +	- + + -	+ + - +	- -	58%
Handlowy	- =	- + + =	+ + - -	-	55%	Handlowy	+ +	- - + +	+ + - -	- -	50%
ING BSK	+ -	+ = = =	= - = +	+ +	83%	ING BSK	+ +	- - + +	+ = + +	= +	92%
Millennium	= +	+ = + +	+ + = +	+ +	100%	Millennium	+ +	+ - + +	+ + + +	= -	83%
Pekao	+ +	+ + = +	= = + +	=	100%	Pekao	- +	- - = +	+ + = +	- +	58%
PKO BP	+ -	+ + + +	+ = = =	=	91%	PKO BP	- +	- = + +	+ + + +	+ +	83%
Santander BP	= +	+ = + =	= + = -	-	83%	Santander BP	+ +	- - + +	= = - +	- =	67%
Komercni	+ =	+ + + +	+ + + +	+ +	100%	Komercni	+ +	+ - - +	- + + +	+ +	75%
Erste Bank	= -	+ = + +	+ + + +	+ +	92%	Erste Bank	+ -	- - + +	+ + + +	+ -	67%
OTP Bank	+ -	+ + + +	+ + + +	=	91%	OTP Bank	+ =	+ + + +	+ + + +	+ +	100%
PZU	= +	+ = = +	+ = + =	+ +	100%	PZU	+ +	+ + + +	- + + =	+ -	83%
Kruk	+ -	+ + = -	+ + + -	-	73%	Kruk	+ +	+ + = -	- = + +	+ =	83%
Skarbiec	= -	= + + +	+ + + -	+ +	82%	Skarbiec	+ =	+ + - +	- - - -	+ +	58%
Chemia						Chemia					
Ciech	= +	= = = +	= + = -	=	91%	Ciech	+ +	+ - - +	- = - -	- -	42%
Grupa Azoty	= -	+ - = -	= - - +	+ +	55%	Grupa Azoty	- -	- + + +	- - - -	+ +	42%
Paliwa						Paliwa					
Lotos	+ =	+ + + =	- + = -	=	82%	Lotos	+ +	+ + + -	- + = +	+ -	75%
MOL	= -	+ + = -	= = + +	=	82%	MOL	- -	+ + = -	- - + +	- -	42%
PGNiG	- +	+ - = -	= - + -	-	50%	PGNiG	- +	+ = = =	- + + -	- -	58%
PKN Orlen	= +	= = = -	= - = +	= +	83%	PKN Orlen	- +	+ + + -	- - - +	= +	58%
Energetyka						Energetyka					
CEZ	= +	= = = +	= - + =	=	91%	CEZ	- -	- - - -	- - + =	+ +	33%
Enea	+ +	= + = =	= - = =	+ +	91%	Enea	+ +	+ + = -	= - = -	+ +	75%
Energia	= =	= = = -	= = - -	-	64%	Energia	= =	- + + -	+ + - -	- +	58%
PGE	+ -	= = = =	= = - -	-	64%	PGE	- -	+ + = =	+ + = -	= =	58%
Tauron	= +	+ + + =	= + + =	+ +	100%	Tauron	- +	+ + + -	= - - -	+ -	50%
TMT						TMT					
Netia	= +	= = + +	= = = =	=	100%	Netia	- =	- - - -	= - - -	- -	17%
Orange PL	= =	= + = +	= + + +	=	100%	Orange PL	- -	- - = +	= - + +	= -	50%
Play	bd bd	bd bd	= =	+ = +	100%	Play	bd bd	+ + + =	= - - -	+ +	60%
Agora	= +	+ = + =	= + + =	= +	100%	Agora	- -	+ + = +	= - + +	+ -	58%
Cyfrowy	+ =	+ = = =	+ = = =	=	100%	Cyfrowy	+ +	+ + = -	= - = =	= =	67%
Wirtualna	- -	+ = = =	= = = =	=	82%	Wirtualna	+ +	+ + + +	+ + + +	+ +	100%
Ailleron	bd bd	bd bd	- +	= - - +	57%	Ailleron	+ +	+ + - +	= + - -	+ +	73%
Asseco BS	= =	= = = +	= = + +	=	100%	Asseco BS	+ +	+ + + +	+ + + +	+ =	100%
Asseco PL	+ -	= = = -	+ + + =	+ +	73%	Asseco PL	- -	- - + +	+ + + +	+ -	42%
Asseco SEE	= +	+ = + =	= = + =	+ +	91%	Asseco SEE	= +	+ + + +	+ + + +	+ +	100%
Atende	bd bd	bd bd	+ = - +	+ +	67%	Atende	- -	+ - = +	= - + -	+ +	42%
Comarch	= +	+ - + =	= - + +	+ +	73%	Comarch	+ +	- - - -	= + + +	+ +	58%
11 bit studios	bd +	= + - bd	= - = +	-	67%	11 bit studios	- +	+ - = +	+ - + +	+ -	67%
CD Projekt	+ +	+ + - +	= = - +	+ +	73%	CD Projekt	+ +	+ + - -	- - - -	- -	33%
Przemysł						Przemysł					
Alumetal	- =	- = + =	= + = -	-	64%	Alumetal	- -	- - - +	+ + + -	- -	33%
Amica	= -	= = - +	- + + +	=	73%	Amica	+ =	- = - -	- + + +	= +	67%
Apator	- =	= = = -	= + = +	=	73%	Apator	- +	+ + = +	= - = +	+ -	58%
Boryszew	+ -	+ = + +	= - - -	-	36%	Boryszew	+ -	+ + + +	- - - -	- -	42%
Cognor	bd bd	bd bd bd bd	+ + = -	-	60%	Cognor	+ +	+ = + +	+ + + -	- -	75%
Ergis	+ =	+ = - -	= - - -	-	36%	Ergis	+ +	+ = = -	= - - -	= +	67%
Famur	= +	bd = =	+ + + +	+ +	90%	Famur	+ +	+ = + +	+ + + +	+ +	100%
Forte	= =	= = - -	= + - -	+ +	64%	Forte	+ +	- - - -	- + - +	+ -	42%
Grupa Kęty	= =	= = = -	= + = =	=	91%	Grupa Kęty	+ +	+ + + +	+ + + +	= +	100%
Impexmetal	+ -	- - - +	+ + + =	=	55%	Impexmetal	+ -	+ + = +	+ + + +	+ -	75%
JSW	- -	+ + - -	= + = -	+ +	55%	JSW	- +	+ + + +	- = = -	- -	58%
Kernel	+ +	- - - +	= - + -	+ -	45%	Kernel	+ -	- - - -	= - + -	+ -	42%
KGHM	+ +	+ = = +	= + - +	+ +	82%	KGHM	+ +	+ + + -	- + + =	+ -	67%
Kruszwica	+ +	- - = -	+ + + +	+ +	73%	Kruszwica	- +	= = = +	+ + + +	+ -	83%
Mangata	- +	= - - -	+ + + -	+ +	55%	Mangata	+ -	= - = +	+ + + =	+ =	83%
Pfleiderer	+ -	- - = -	+ - + -	-	36%	Pfleiderer	+ =	+ - + +	+ - + -	- -	58%
Pozbud	bd bd	bd bd bd	+ = + -	+ +	83%	Pozbud	- -	- - = +	- + + +	+ +	58%
Stelmet	- -	= - = -	- + + =	+ +	64%	Stelmet	- -	- - + +	= + + =	+ -	58%
Tarczyński	- +	= = + +	+ + = +	+ +	91%	Tarczyński	- -	= + + +	+ + + +	+ +	83%
Deweloperzy						Deweloperzy					
Atal	+ =	+ + - -	= + = +	+ +	82%	Atal	+ -	+ + = +	+ + = -	- -	67%
Dom Dev.	= =	= + + =	+ + = =	=	100%	Dom Dev.	+ +	- + + +	+ + - +	+ -	75%
Handel						Handel					
AmRest	= +	- + + +	- - = +	-	64%	AmRest	+ +	= + + -	+ = + +	+ +	92%
CCC	+ =	- + - -	- - - -	-	27%	CCC	= +	+ + + -	- - - -	- -	42%
Dino	bd bd	bd + = +	+ = = =	=	100%	Dino	bd bd	bd + + + +	+ + + +	+ +	100%
Eurocash	- -	- = - -	= = - -	=	36%	Eurocash	- -	- = - -	+ = = +	= =	50%
Jeronimo	= =	= = = =	= = = =	=	100%	Jeronimo	+ +	= + + +	+ = = =	= +	100%
LPP	= =	= + = +	- + + =	= +	92%	LPP	- -	+ + + +	- + + +	= +	75%
Monnari	- -	- + = =	= + - -	-	45%	Monnari	- -	- - + +	= + = -	- -	25%
VRG	- =	- - = =	- - = =	=	55%	VRG	= +	- + + +	+ = = +	- +	83%

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

** kolumna 2Q'19 vs. R/R pokazuje porównanie naszych oczekiwań wyników kwartału w porównaniu do wyników osiągniętych przez poszczególne spółki rok wcześniej

Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, Dom Maklerski mBanku

Zaskoczenia na wynikach wszystkich spółek analizowanych przez mDM oraz wybranych sektorów

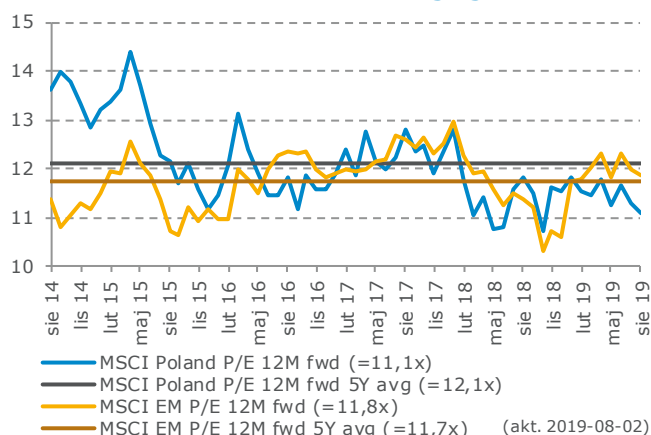


Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, Dom Maklerski mBanku

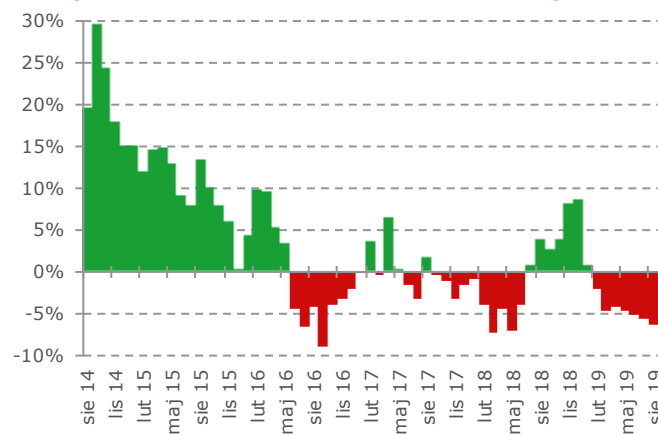
Zmiana prognozowanego zysku netto na 2019 rok dla spółek wchodzących w skład indeksu WIG30

lip 18=0	WIG30		Finanse		Paliwa		Energetyka		Handel		TMT		Chemia		Surowce	
	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM
sie 18	-2%	-1%	-0%	+0%	-2%	-1%	-1%	-0%	-0%	+0%	-4%	-1%	+5%	-6%	-6%	-4%
wrz 18	-1%	-1%	+0%	-0%	+2%	-1%	-1%	-0%	+0%	-2%	-8%	-1%	+3%	-6%	-11%	-4%
paź 18	-3%	-9%	-2%	-5%	+2%	-3%	-4%	-0%	-1%	-7%	-15%	-15%	-16%	-40%	-7%	-42%
lis 18	-4%	-10%	-2%	-6%	+5%	-3%	-8%	+1%	-3%	-7%	-17%	-35%	-26%	-49%	-8%	-34%
gru 18	-5%	-10%	-3%	-6%	+2%	-3%	-9%	+1%	-3%	-7%	-19%	-35%	-27%	-49%	-14%	-34%
sty 19	-5%	-11%	-3%	-6%	+5%	-2%	-8%	-5%	-7%	-8%	-19%	-35%	-40%	-49%	-15%	-35%
lut 19	-6%	-12%	-4%	-6%	+3%	-7%	-10%	-5%	-9%	-8%	-25%	-35%	-7%	-14%	-14%	-35%
mar 19	-6%	-12%	-4%	-6%	+1%	-11%	-8%	-11%	-9%	-14%	-25%	-33%	-1%	-14%	-7%	-24%
kwi 19	-9%	-12%	-4%	-6%	-8%	-11%	-11%	-13%	-7%	-14%	-30%	-33%	-15%	+40%	-11%	-24%
maj 19	-9%	-12%	-5%	-8%	-11%	-14%	-9%	-1%	-12%	-18%	-30%	-28%	+13%	+78%	-12%	-30%
cze 19	-10%	-13%	-5%	-7%	-14%	-14%	-8%	-2%	-17%	-35%	-29%	-25%	+21%	+109%	-16%	-38%
lip 19	-11%	-13%	-6%	-9%	-15%	-8%	-7%	-2%	-18%	-35%	-30%	-24%	+32%	+109%	-17%	-38%

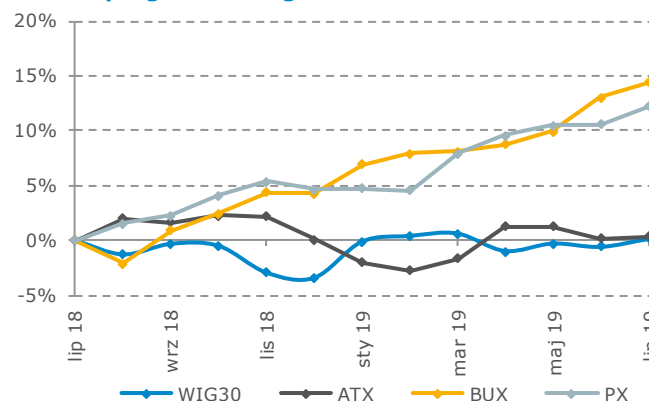
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku; dane dla prognoz mDM nie uwzględniają spółek: mBank, PKP Cargo; zmiana między miesiącami dotyczy okresu pomiędzy kolejnymi publikacjami niniejszego dokumentu wraz z danymi opublikowanymi w bieżącym wydaniu

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


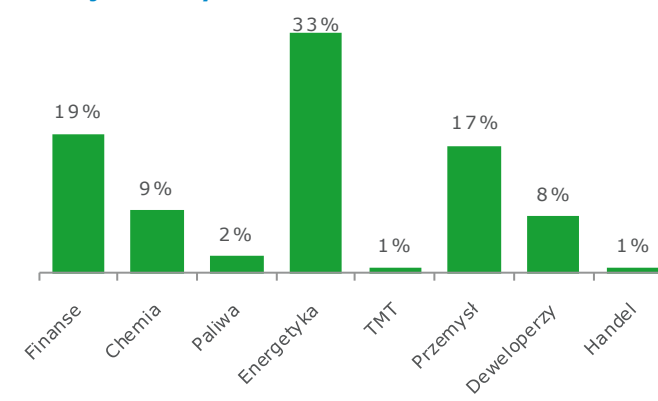
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku



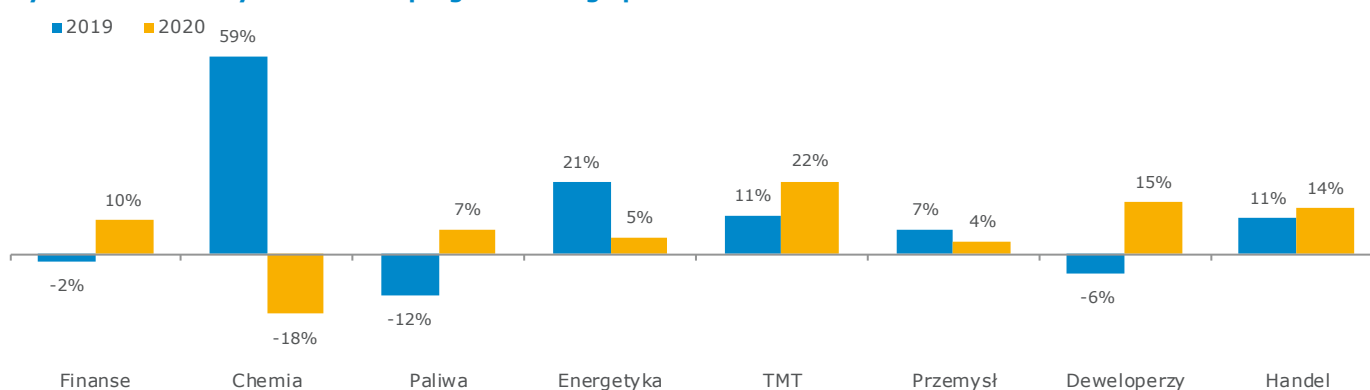
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Zmiana prognozowanego EPS 12M fwd


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Potencjał zmiany cen dla sektorów


Źródło: Dom Maklerski mBanku; na podstawie cen docelowych według mDM

Dynamika zmian wyniku EBITDA prognozowanego przez Dom Maklerski mBanku w latach 2019-20


Źródło: Dom Maklerski mBanku; dla sektora „finanse” dynamika zmian prognozowanego zysku netto, dla pozostałych sektorów – wyniku EBITDA

Odchylenie prognoz Domu Maklerskiego mBanku od konsensusu

Spółka	Rekomendacja mDM	TP mDM ¹	Rekomendacje ²			TP kons. ³	Różnica TP mDM / kons.	Zysk netto mDM / kons.			EBITDA mDM / kons.			Liczba prognoz ⁴
			▲	►	▼			2019	2020	2021	2019	2020	2021	
Finanse														
Alior Bank	kupuj	72,30	10	4	1	68,60	+5,4%	-2%	+5%	+11%				10
Handlowy	akumuluj	59,45	5	4	1	66,41	-10,5%	-11%	-6%	-6%				8
ING BSK	trzymaj	191,80	3	4	4	202,62	-5,3%	-1%	-1%	+1%				8
Millennium	kupuj	10,00	4	5	2	9,56	+4,6%	-2%	+2%	-2%				6
Pekao	kupuj	119,75	13	5	0	130,86	-8,5%	-1%	-2%	-4%				13
PKO BP	kupuj	47,17	10	7	0	44,27	+6,5%	+5%	+2%	+1%				14
Santander Bank Polska	trzymaj	337,00	5	8	2	381,92	-11,8%	-4%	+0%	-4%				12
Komercni Banka	akumuluj	1 000,0	9	7	0	1 007,5	-0,7%	+3%	+4%	-				8
Erste Bank	kupuj	43,72	20	5	0	39,88	+9,6%	+1%	+2%	-				12
OTP Bank	trzymaj	13 046	10	4	2	13 295	-1,9%	-5%	-6%	-				10
PZU	trzymaj	43,38	5	6	1	45,84	-5,4%	+2%	+2%	+7%				6
Kruk	kupuj	213,65	5	1	2	193,67	+10,3%	-5%	-7%	-4%				7
Chemia														
Ciech	trzymaj	41,72	10	2	0	54,15	-23,0%	-3%	-18%	-22%	-3%	-3%	-8%	7/6
Grupa Azoty	trzymaj	45,93	7	2	0	46,50	-1,2%	+20%	-43%	-48%	+8%	-17%	-18%	6/6
Paliwa														
Lotos	sprzedaj	72,31	9	4	1	95,47	-24,3%	-17%	-40%	-30%	-8%	-20%	-15%	8/9
MOL	akumuluj	3 258,0	10	4	0	3 679,7	-11,5%	-23%	-29%	-15%	-4%	-9%	-1%	12/13
PGNiG	akumuluj	6,33	5	3	3	5,70	+11,1%	-4%	+28%	+35%	-1%	+14%	+30%	9/9
PKN Orlen	trzymaj	92,82	5	10	4	103,22	-10,1%	-1%	-25%	-23%	+1%	-17%	-12%	12/12
Energetyka														
CEZ	akumuluj	597,80	8	8	1	598,02	-0,0%	-1%	-3%	+2%	+0%	-0%	+2%	10/11
Enea	kupuj	12,41	8	1	1	11,42	+8,7%	+13%	+11%	+2%	+7%	+5%	-0%	7/6
Energa	kupuj	12,67	2	7	2	9,72	+30,3%	+3%	-18%	-16%	+1%	-4%	-5%	7/6
PGE	kupuj	13,26	5	5	3	10,99	+20,6%	+15%	+7%	+2%	+8%	+4%	-0%	7/6
Tauron	kupuj	2,52	3	8	2	2,09	+20,9%	-1%	+8%	-4%	+0%	+7%	-2%	5/4
TMT														
Netia	trzymaj	4,70	3	3	2	4,95	-5,0%	-	-0%	-0%	+1%	+2%	+1%	0/2
Orange Polska	akumuluj	7,50	4	9	3	6,45	+16,3%	+583%	+24%	+5%	+9%	+7%	+7%	4/9
Play	akumuluj	34,20	3	9	2	30,61	+11,7%	+2%	+6%	-1%	+1%	+2%	+1%	10/10
Agora	kupuj	16,00	3	2	0	14,10	+13,5%	-	-	-	-6%	-2%	+5%	4/4
Cyfrowy Polsat	redukuje	24,15	5	7	2	28,49	-15,2%	+5%	+10%	+14%	+2%	+1%	-0%	9/8
Wirtualna Polska	trzymaj	61,50	6	2	0	68,20	-9,8%	+2%	+1%	-0%	+0%	-0%	-2%	6/5
Asseco Poland	trzymaj	50,80	2	6	0	56,80	-10,6%	-9%	-12%	-16%	+9%	+5%	+0%	7/7
Asseco BS	równoważ	-	0	2	0	28,80	-	+0%	+2%	-	-1%	+1%	-	3/3
Asseco SEE	przeważaj	-	2	0	0	22,00	-	-3%	-4%	-	-1%	-3%	-	3/3
Comarch	kupuj	231,00	5	0	0	223,23	+3,5%	-1%	-2%	-4%	+6%	+6%	+4%	5/5
11 bit studios	kupuj	518,00	8	1	0	492,29	+5,2%	+7%	+1%	+8%	+9%	+2%	+5%	8/7
CD Projekt	akumuluj	237,50	13	2	3	243,68	-2,5%	-39%	+15%	+48%	-62%	-1%	+31%	9/11
Przemysł														
AC	równoważ	-	1	2	0	48,40	-	+6%	+9%	-0%	+4%	+6%	-0%	2/2
Alumetal	niedoważaj	-	4	0	1	43,70	-	+9%	-3%	-11%	+7%	-1%	-9%	4/4
Amica	równoważ	-	1	4	0	136,05	-	+15%	+11%	-	+4%	+3%	-	5/5
Apator	równoważ	-	1	3	0	-	-	-1%	+0%	-	-2%	-1%	-	3/3
Famur	kupuj	6,71	7	0	0	6,44	+4,1%	+91%	+5%	-6%	+2%	-4%	-6%	4/5
Forte	równoważ	-	2	3	3	25,85	-	-12%	-9%	-	+1%	+1%	-	3/3
Grupa Kęty	trzymaj	345,32	5	7	0	373,57	-7,6%	-6%	-4%	-6%	-5%	-5%	-7%	7/7
JSW	akumuluj	50,02	5	3	4	59,35	-15,7%	-7%	-34%	-65%	-4%	-12%	-17%	10/10
Kemel	kupuj	58,63	6	1	0	62,41	-6,1%	+8%	+12%	+13%	-1%	+13%	+11%	4/3
KGHM	trzymaj	98,35	1	7	10	95,44	+3,0%	-19%	-21%	-21%	-5%	-13%	-12%	14/13
Pfleiderer Group	niedoważaj	-	5	0	2	47,00	-	-63%	-34%	-0%	-5%	-2%	+0%	3/2
Deweloperzy														
Atal	akumuluj	41,89	5	0	0	41,83	+0,1%	+1%	-7%	+6%	+2%	-4%	+8%	3/3
Dom Development	trzymaj	79,80	1	5	0	82,55	-3,3%	+0%	+10%	+18%	+2%	+11%	+19%	4/4
Handel														
AmRest	kupuj	48,00	8	2	0	49,36	-2,8%	+2%	+0%	+11%	-2%	-1%	+2%	9/9
CCC	trzymaj	161,00	3	6	4	178,90	-10,0%	-51%	-18%	-26%	+6%	+12%	-1%	11/11
Dino	sprzedaj	112,70	9	5	5	138,72	-18,8%	-2%	-3%	-7%	-1%	-4%	-9%	12/13
Eurocash	trzymaj	18,10	5	4	9	20,92	-13,5%	-20%	-14%	-1%	-6%	-10%	-8%	8/12
Jeronimo Martins	trzymaj	14,30	14	11	3	15,01	-4,7%	+2%	+5%	+1%	+1%	+3%	+1%	20/21
LPP	akumuluj	8 500,0	3	9	4	8 176,9	+4,0%	+1%	-2%	-1%	-7%	-4%	-2%	11/11
Monnari	równoważ	-	1	3	0	6,10	-	+1%	-0%	+9%	-16%	-22%	-15%	3/3
VRG	kupuj	5,20	6	0	0	5,13	+1,3%	+2%	+1%	-0%	-17%	-17%	-20%	6/6

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku; ¹cena docelowa mDM; ²rekomendacja w konsensusie (pozytywne, neutralne, negatywne); ³średnia cena docelowa konsensusu; ⁴liczba prognoz składających się na konsensus (zysk netto/EBITDA)

Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Potencjał zmiany	P/E		EV/EBITDA	
							2019	2020	2019	2020
Finanse						+19,2%	10,9	10,2		
Alior Bank	kupuj	2019-07-03	51,10	72,30	45,64	+58,4%	8,2	6,4		
Handlowy	akumuluj	2019-07-03	53,60	59,45	51,50	+15,4%	13,0	10,7		
ING BSK	trzymaj	2019-08-02	189,80	191,80	189,80	+1,1%	14,9	13,3		
Millennium	kupuj	2019-08-02	7,51	10,00	7,51	+33,2%	12,4	8,9		
Pekao	kupuj	2019-08-02	99,88	119,75	99,88	+19,9%	11,5	10,0		
PKO BP	kupuj	2019-08-02	39,34	47,17	39,34	+19,9%	11,2	10,8		
Santander Bank Polska	trzymaj	2019-08-02	319,60	337,00	319,60	+5,4%	13,9	11,4		
Komercni Banka	akumuluj	2019-08-02	872,00	1 000 CZK	872,00	+14,7%	10,9	10,5		
Erste Bank	kupuj	2019-02-04	31,00	43,72 EUR	31,71	+37,9%	9,1	8,5		
OTP Bank	trzymaj	2019-08-02	12 080	13 046 HUF	12 080	+8,0%	10,0	9,5		
PZU	trzymaj	2019-07-03	44,35	43,38	40,99	+5,8%	10,9	10,3		
Kruk	kupuj	2019-04-02	152,30	213,65	184,00	+16,1%	10,3	10,2		
Skarbiec Holding	kupuj	2019-06-03	16,50	28,17	17,90	+57,4%	6,1	5,3		
Chemia						+8,6%	7,6	13,6	4,9	6,3
Ciech	trzymaj	2019-07-03	41,60	41,72	38,40	+8,6%	7,6	7,9	5,1	5,1
Grupa Azoty	trzymaj	2019-08-02	42,30	45,93	42,30	+8,6%	7,6	19,2	4,7	7,6
Paliwa						+2,3%	12,2	10,3	5,4	5,0
Lotos	sprzedaj	2019-08-02	88,66	72,31	88,66	-18,4%	13,5	12,4	6,9	5,8
MOL	akumuluj	2019-08-02	3 004	3 258 HUF	3 004	+8,5%	10,9	9,6	4,5	4,2
PGNiG	akumuluj	2019-08-02	5,62	6,33	5,62	+12,6%	13,6	9,4	5,3	4,0
PKN Orlen	trzymaj	2019-08-01	97,36	92,82	98,00	-5,3%	9,3	11,0	5,5	5,8
Energetyka						+32,5%	4,1	4,6	3,8	3,6
CEZ	akumuluj	2019-06-25	544,00	597,80 CZK	521,50	+14,6%	15,6	13,5	7,5	6,9
Enea	kupuj	2019-06-25	8,53	12,41	8,18	+51,7%	3,0	2,8	3,2	3,0
Energa	kupuj	2019-06-25	7,33	12,67	7,26	+74,5%	4,1	4,6	3,8	4,2
PGE	kupuj	2019-06-25	9,00	13,26	8,68	+52,7%	5,3	6,0	3,3	3,4
Tauron	kupuj	2019-06-25	1,57	2,52	1,55	+62,6%	2,5	2,3	4,1	3,6
Telekomunikacja, media, IT						+0,8%	19,4	15,4	6,1	5,9
Netia	trzymaj	2018-11-26	4,66	4,70	4,74	-0,8%	31,8	26,4	5,4	5,5
Orange Polska	akumuluj	2019-08-02	6,70	7,50	6,70	+12,0%	43,3	27,2	5,1	4,9
Play	akumuluj	2019-08-02	31,22	34,20	31,22	+9,5%	9,1	8,2	6,1	6,0
Agora	kupuj	2018-11-27	9,50	16,00	12,00	+33,3%	39,9	21,2	5,5	5,0
Cyfrowy Polsat	redukuj	2019-05-31	26,00	24,15	30,10	-19,8%	15,7	13,5	7,4	7,2
Wirtualna Polska	trzymaj	2019-07-03	61,20	61,50	62,00	-0,8%	19,4	16,6	10,3	9,1
Asseco Poland	trzymaj	2019-06-03	51,10	50,80	54,50	-6,8%	14,6	14,2	4,7	4,4
Comarch	kupuj	2019-07-25	178,50	231,00	174,50	+32,4%	15,1	13,7	6,4	5,7
11 bit studios	kupuj	2019-05-20	398,00	518,00	412,00	+25,7%	27,6	39,3	19,4	24,0
CD Projekt	akumuluj	2019-05-09	215,00	237,50	230,00	+3,3%	-	11,3	-	8,4
Przemysł, surowce						+17,5%	7,5	9,7	4,8	4,8
Cognor	trzymaj	2019-07-25	1,75	1,84	1,67	-4,6%	7,9	10,8	4,9	5,1
Famur	kupuj	2019-08-02	4,47	6,71	4,47	+50,1%	5,7	9,4	4,5	4,9
Grupa Kęty	trzymaj	2019-07-03	337,00	345,32	337,50	+2,3%	13,1	12,4	9,0	8,6
JSW	akumuluj	2019-07-03	47,00	50,02	37,20	+34,5%	4,2	10,9	0,8	1,5
Kemel	kupuj	2019-06-03	46,50	58,63	48,35	+21,3%	5,2	5,3	5,7	4,8
KGHM	trzymaj	2019-07-03	101,70	98,35	91,36	+7,7%	9,9	9,5	4,4	4,3
Stelmet	trzymaj	2019-07-03	7,00	7,95	6,35	+25,2%	9,4	9,9	5,0	4,7
Deweloperzy						+7,8%	7,9	7,9	7,4	7,2
Atal	akumuluj	2019-07-03	36,60	41,89	36,90	+13,5%	7,9	8,3	7,4	7,7
Dom Development	trzymaj	2019-07-03	77,40	79,80	77,40	+3,1%	8,7	7,9	7,9	7,2
Handel						+0,8%	34,9	22,3	9,2	8,4
AmRest	kupuj	2019-04-02	41,20	48,00	40,75	+17,8%	38,3	28,0	13,0	10,4
CCC	trzymaj	2019-06-06	153,80	161,00	144,80	+11,2%	54,1	22,3	7,4	5,8
Dino	sprzedaj	2019-08-02	143,80	112,70	143,80	-21,6%	34,9	27,1	20,6	16,4
Eurocash	trzymaj	2019-08-02	18,60	18,10	18,60	-2,7%	36,0	25,4	7,8	6,9
Jerónimo Martins	trzymaj	2019-05-09	13,89	14,30 EUR	14,75	-3,0%	20,9	18,8	9,2	8,4
LPP	akumuluj	2019-07-03	7 745,00	8 500,00	7 790,00	+9,1%	21,3	19,2	10,8	9,7
VRG	kupuj	2019-07-26	4,20	5,20	4,35	+19,7%	13,8	12,0	8,6	7,3

Aktualne pozycjonowania Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Pozycjonowanie	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena bieżąca	Zmiana ceny od wydania	P/E		EV/EBITDA	
						2019	2020	2019	2020
Spółki IT						11,7	11,0	4,9	4,6
Ailleron	równoważ	2019-06-28	8,40	7,98	-5,0%	10,3	9,3	3,6	2,7
Asseco BS	równoważ	2019-03-29	29,50	28,00	-5,1%	14,2	13,2	9,5	8,9
Asseco SEE	przeważaj	2019-04-11	14,20	18,00	+26,8%	13,1	12,6	5,4	5,0
Atende	równoważ	2019-01-31	4,40	3,68	-16,4%	9,2	8,6	4,4	4,3
Spółki przemysłowe						9,5	9,2	6,0	6,1
AC	równoważ	2019-03-22	48,50	46,40	-4,3%	10,3	9,3	7,0	6,4
Alumetal	niedoważaj	2019-05-29	51,00	37,80	-25,9%	9,2	10,1	7,0	7,3
Amica	równoważ	2019-04-29	130,00	118,00	-9,2%	7,8	7,4	5,0	4,7
Apator	równoważ	2019-04-29	25,80	22,90	-11,2%	10,9	10,7	7,0	6,8
Boryszew	niedoważaj	2019-07-26	4,49	4,43	-1,4%	9,8	9,2	7,6	7,4
Ergis	równoważ	2019-05-29	3,00	2,44	-18,7%	6,5	7,3	4,8	4,8
Forte	równoważ	2019-04-29	40,60	26,10	-35,7%	13,1	11,4	8,7	8,0
Impexmetal	niedoważaj	2019-04-25	4,16	4,23	+1,7%	5,6	5,8	5,9	5,7
Kruszwica	równoważ	2019-04-02	43,90	42,50	-3,2%	10,2	9,3	5,4	4,9
Mangata	równoważ	2019-05-29	69,50	65,00	-6,5%	8,7	9,9	6,0	6,5
Pfleiderer Group	niedoważaj	2019-07-29	28,00	27,70	-1,1%	57,3	27,1	7,3	6,8
Pozbud	przeważaj	2019-04-29	2,37	2,17	-8,4%	2,6	2,8	2,5	1,9
Tarczyński	równoważ	2019-05-29	15,40	16,90	+9,7%	7,3	6,2	5,1	4,7
TIM	przeważaj	2019-04-29	7,90	8,96	+13,4%	10,2	9,0	6,0	5,3
Handel						9,5	9,4	4,6	3,8
Monnari	równoważ	2019-07-17	4,66	4,79	+2,8%	9,5	9,4	4,6	3,8

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Alior Bank	kupuj	kupuj	72,30 PLN	2019-07-03
Atal	akumuluj	akumuluj	41,89 PLN	2019-07-03
Boryszew	niedoważaj	równoważ	- PLN	2019-07-26
Ciech	trzymaj	kupuj	41,72 PLN	2019-07-03
Cognor	akumuluj	akumuluj	1,84 PLN	2019-07-03
Cognor	trzymaj	akumuluj	1,84 PLN	2019-07-25
Comarch	kupuj	kupuj	231,00 PLN	2019-07-25
Dom Development	trzymaj	trzymaj	79,80 PLN	2019-07-03
Famur	kupuj	kupuj	6,96 PLN	2019-07-03
Grupa Azoty	akumuluj	akumuluj	45,93 PLN	2019-07-03
Grupa Kęty	trzymaj	redukuj	345,32 PLN	2019-07-03
Handlowy	akumuluj	akumuluj	59,45 PLN	2019-07-03
ING BSK	redukuj	trzymaj	191,80 PLN	2019-07-03
JSW	akumuluj	trzymaj	50,02 PLN	2019-07-03
KGHM	trzymaj	trzymaj	98,35 PLN	2019-07-03
LPP	akumuluj	akumuluj	8500,00 PLN	2019-07-03
Monnari	równoważ	niedoważaj	- PLN	2019-07-17
OTP Bank	kupuj	trzymaj	13046,00 HUF	2019-07-03
Pekao	akumuluj	kupuj	121,00 PLN	2019-07-03
Pfleiderer Group	niedoważaj	równoważ	- PLN	2019-07-26
Pfleiderer Group	niedoważaj	niedoważaj	- PLN	2019-07-29
PKN Orlen	trzymaj	sprzedaj	92,82 PLN	2019-08-01
Play	trzymaj	kupuj	29,00 PLN	2019-07-03
PZU	trzymaj	akumuluj	43,38 PLN	2019-07-03
Santander Bank Polska	redukuj	trzymaj	337,00 PLN	2019-07-12
Stelmet	trzymaj	trzymaj	7,95 PLN	2019-07-03
VRG	kupuj	przeważaj	5,20 PLN	2019-07-26
Wirtualna Polska	trzymaj	akumuluj	61,50 PLN	2019-07-03

Zmiany rekomendacji w przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Dino	sprzedaj	redukuj	112,70 PLN	2019-08-02
Eurocash	trzymaj	redukuj	18,10 PLN	2019-08-02
Famur	kupuj	kupuj	6,71 PLN	2019-08-02
Grupa Azoty	trzymaj	akumuluj	45,93 PLN	2019-08-02
ING BSK	trzymaj	redukuj	191,80 PLN	2019-08-02
Komercni Banka	akumuluj	kupuj	1000,00 CZK	2019-08-02
Lotos	sprzedaj	sprzedaj	72,31 PLN	2019-08-02
Millennium	kupuj	akumuluj	10,00 PLN	2019-08-02
MOL	akumuluj	trzymaj	3258,00 HUF	2019-08-02
Orange Polska	akumuluj	trzymaj	7,50 PLN	2019-08-02
OTP Bank	trzymaj	kupuj	13046,00 HUF	2019-08-02
Pekao	kupuj	akumuluj	119,75 PLN	2019-08-02
PGNiG	akumuluj	kupuj	6,33 PLN	2019-08-02
PKO BP	kupuj	akumuluj	47,17 PLN	2019-08-02
Play	akumuluj	trzymaj	34,20 PLN	2019-08-02
Santander Bank Polska	trzymaj	redukuj	337,00 PLN	2019-08-02

Statystyki rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	2	2,9%	0	0,0%
redukuj	1	1,4%	0	0,0%
niedoważaj	4	5,8%	3	11,5%
trzymaj	18	26,1%	6	23,1%
równoważ	12	17,4%	4	15,4%
akumuluj	11	15,9%	3	11,5%
kupuj	18	26,1%	10	38,5%
przeważaj	3	4,3%	0	0,0%

Kalendarium wydarzeń

Data	Spółka	Wydarzenie
2 sie 10:00	MOL	Publikacja wyników za 2Q'19 (+44 207 194 37 59; PIN: 18769878#)
6 sie	Alior Bank	Publikacja wyników za 2Q'19
7 sie	Grupa Kęty	Publikacja wyników za 2Q'19
7 sie	Pekao SA	Publikacja wyników za 2Q'19
8 sie	RBI	Publikacja wyników za 2Q'19
8 sie	Asseco SEE	Publikacja wyników za 2Q'19
8 sie	Ronson	Publikacja wyników za 2Q'19
9 sie	AC	Publikacja wyników za 2Q'19
9 sie	OTP Bank	Publikacja wyników za 2Q'19
13 sie 16:00	CEZ	Publikacja wyników za 2Q'19 (+44 207 194 37 59; PIN: 32509588#)
13 sie	PKO BP	Publikacja wyników za 2Q'19
13 sie	Polenergia	Publikacja wyników za 2Q'19
14 sie	Cognor	Publikacja wyników za 2Q'19
19 sie	Dino	Publikacja wyników za 2Q'19
19 sie	Netia	Publikacja wyników za 2Q'19
19 sie	LC Corp	Dzień dywidendy 0,27 PLN na akcję
20 sie	KGHM	Publikacja wyników za 2Q'19
20 sie	Lotos	Publikacja wyników za 2Q'19
22 sie	Benefit Systems	Publikacja wyników za 2Q'19
22 sie	PGNiG	Publikacja wyników za 2Q'19
22 sie	Citi Handlowy	Publikacja wyników za 2Q'19
22 sie	Grupa Kęty	Dzień dywidendy 22,50 PLN na akcję
22 sie	GTC	Publikacja wyników za 2Q'19
22 sie	JSW	Publikacja wyników za 2Q'19
22 sie	PKP Cargo	Publikacja wyników za 2Q'19
22 sie	Ten Square Games	Publikacja wyników za 2Q'19
23 sie	CCC	Publikacja wyników za 2Q'19
23 sie	Dom Development	Publikacja wyników za 2Q'19
26 sie	Asseco Poland	Publikacja wyników za 2Q'18
26 sie	Play	Publikacja wyników za 2Q'19
27 sie	Wirtualna Polska	Publikacja wyników za 2Q'18
28 sie	AmRest	Publikacja wyników za 2Q'19
28 sie	Eurocash	Publikacja wyników za 2Q'19
28 sie	Lokum	Publikacja wyników za 2Q'19
28 sie	Neuca	Publikacja wyników za 2Q'19
28 sie	VRG	Publikacja wyników za 2Q'19
29 sie	Cyfrowy Polsat	Publikacja wyników za 2Q'20
29 sie	11 bit studios	Publikacja wyników za 2Q'19
29 sie	BNP Paribas	Publikacja wyników za 2Q'19
29 sie	CD Projekt	Publikacja wyników za 2Q'19
29 sie	JWC	Publikacja wyników za 2Q'19
29 sie	PZU	Publikacja wyników za 2Q'19
29 sie	Stelmet	Publikacja wyników za 3Q'19
29 sie	Trakcja	Publikacja wyników za 2Q'19
29 sie	Unibep	Publikacja wyników za 2Q'19
30 sie	Budimex	Publikacja wyników za 2Q'19
30 sie	Capital Park	Publikacja wyników za 2Q'19
30 sie	Comarch	Publikacja wyników za 2Q'19
30 sie	Enea/LWB	Publikacja wyników za 2Q'19
30 sie	Pozbud	Publikacja wyników za 2Q'19

Makroekonomia

Sprzedaż detaliczna

W czerwcu sprzedaż detaliczna spowolniła z 5,6 do 3,7% R/R (w cenach stałych), ale zmienna ta wyłamała się z dotychczasowego wzorca rozczarowań (konsensus wynosił dokładnie 3,7% R/R). Różnice w stosunku do naszej nazbyt pesymistycznej prognozy (3,0% R/R) nie są znaczące i dotyczą przede wszystkim struktury sprzedaży. Trudno przy tym o poddający się jednoznacznej analizie wzorzec. Po pierwsze, bodaj najbardziej wrażliwa na efekty kalendarzowe (na ten temat rozpisaliśmy się w komentarzach do danych publikowanych w czwartek i w środę, dlatego tylko zasygnalizujemy jego istnienie) kategoria, sprzedaż samochodów i części, spowolniła w mniejszym stopniu niż prognozowano, z 12,6 do 1,7% R/R. Mniejszą wrażliwość na liczbę dni handlowych wykazała również sprzedaż w pozostałych niewyspecjalizowanych sklepach – tutaj dynamika w czerwcu nie zmieniła się i wyniosła 9,6% R/R. Po drugie, sprzedaż dóbr półtrwałych okazała się być generalnie wyższa od naszych przewidywań – sprzedaż odzieży i obuwi przyspieszyła z -1,9 do 11,2% R/R (być może wysokie temperatury nakreśliły sprzedaż letnich kolekcji). Po trzecie, w dobrach trwałych dominują rozczarowania – sprzedaż mebli, RTV i AGD nie odbiła po rozczarującym maju i jej dynamika spadła z 17,4 do 9,2% R/R. Wreszcie, rozczarowanie w kategorii Pozostałe (spowolnienie z +3,4 do -2,3% R/R) może również być zasługą kalendarza. Warto tę kategorię jednak obserwować – postrzegamy ją bowiem (z uwagi na skupianie w sobie m.in. sklepów budowlanych) jako próbierz aktywności na rynku mieszkaniowym. Z danych o sprzedaży detalicznej w czerwcu nie wyłania się jednoznaczna historia. Cały II kwartał, głównie za sprawą późnego terminu Wielkanocy, przynosi duże przyspieszenie sprzedaży w ujęciu kwartalnym. Jego przełożenie na konsumpcję prywatną będzie jednak ograniczone, zgodnie z wieloletnią tradycją wygładzania efektów wielkanocnych w danych z rachunków narodowych. Tym niemniej, nie będzie ono zerowe i w warunkach rekordowych nastrojów konsumenckich należy spodziewać się przyspieszenia konsumpcji prywatnej w II kwartale. Kolejne miesiące upłyną pod znakiem dalszej implementacji pakietu fiskalnego. W kontekście naszych prognoz PKB na 2019 rok przypominamy, że pozytywna niespodzianka w inwestycjach w I kwartale zadecydowała o przesunięciu całej ścieżki PKB w górę, ale to zachowanie konsumpcji jest kluczowe dla jej kształtu, tj. dla przyspieszenia w II połowie roku.

Produkcja przemysłowa

Produkcja przemysłowa zaskoczyła negatywnie w czerwcu, spadając o 2,7% R/R. Oczekiwania sugerowały wzrost o ok. 3%, nasza prognoza zaś zakładała przyrost o 1,4% R/R. Jeśli chodzi o odchylenie od konsensusu, zabrakło nam zatem wyobraźni. W naszej opinii zaskoczenie ma dwie przyczyny. Po pierwsze, zadziałał tutaj potężny i trudny do precyzyjnego oszacowania efekt kalendarzowy. Przypomnijmy – w czerwcu liczba dni roboczych spadła o 3 m/m, a różnica w ich liczbie (istotnej dla zmiany rocznej dynamiki) spadła z +1 do -2 R/R – ostre spowolnienie produkcji w ujęciu R/R odpowiada zatem wahnieniu różnicy dni roboczych o 3. Jakkolwiek liczba dni roboczych jest znana z wyprzedzeniem, ich wpływ – niekoniecznie (wystarczy rozważyć różnicę między średnim efektem dnia roboczego, a efektem krańcowego dnia roboczego). Dodatkowo, historycznie tak duże wahnienia liczby dni roboczych wiązały się z negatywnymi niespodziankami – czerwcowe dane w tym sensie nie wyłamują się ze wzorca. Dodatkowo, odnosimy wrażenie, że odsezonowanie w takich warunkach nie do końca sobie radzi z efektem kalendarzowym. Stąd, przynajmniej część spadków produkcji w ujęciu miesięcznym (wg GUS -2% m/m po wyłączeniu czynników sezonowych i kalendarzowych). Po drugie, jakkolwiek polski przemysł wykazywał znaczącą

odporność na czynniki zewnętrzne w poprzednich miesiącach, nie mogło to trwać wiecznie i doszlusowanie wyników przemysłu do gorszego sentymentu (przy czym nie mówimy tutaj o PMI) musiało się wydarzyć. Jeśli ktoś poszukuje jednorazowego czynnika, to dostosowanie produkcji po fali gromadzenia zapasów przed pierwotnym terminem Brexitu mogło mieć tutaj znaczenie (podobnie, jak podbijało produkcję w pierwszych miesiącach roku). Wisienką na torcie jest brak reakcji produkcji energii na czerwcowe rekordy temperatury, choć ten czynnik warty był w najlepszym przypadku 0,5 pkt. proc (otwartym jest pytanie o wpływ upałów na skracanie czasu pracy). Struktura spadków produkcji, choć wskazuje na relatywnie dobrą formę branż eksportowych, nie jest w stanie odpowiedzieć w sposób definitywny na pytanie o rolę poszczególnych czynników w wygenerowaniu czerwcowej niespodzianki. Niezależnie od przyczyn, momentum produkcji przemysłowej zanurkowało w czerwcu, a niezrealizowana produkcja jest niezrealizowana. Lipiec przyniesie odwrócenie efektu kalendarzowego, a dynamiki produkcji wrócą w okolice 7-8% R/R. Tym niemniej, przesunięcie strumienia produkcji między II i III kwartałem ma niebagatelne znaczenie dla prognoz PKB. Czerwcową produkcja przemysłowa przesuwając nasze prognozy PKB w II kwartale w dół, z 4,6-4,7% R/R do 4,4%. Tym samym nie ma już żadnych rozbieżności między wskazaniami „miękkich” danych (wskaźniki koniunktury GUS i KE ESI) oraz „twardych” danych (produkcja). Zmniejsza to prawdopodobieństwo realizacji naszej prognozy wzrostu na rok bieżący – osiągnięcie średniorocznego wzrostu na poziomie 5% wymaga bowiem znaczącego przyspieszenia PKB w II połowie roku i nietypowego przebiegu cyklu koniunkturalnego. Przyspieszenie jako takie nie jest niemożliwe, ale arytmetyka nie sprzyja „piątce”. Z ewentualnymi rewizjami prognoz wstrzymamy się do czasu otrzymania kompletu danych za II kwartał.

Rynek pracy

Po słabym majowym odczycie, w czerwcu wzrost zatrudnienia zaskoczył pozytywnie, wynosząc 2,8% R/R. Ukształtował się zatem zarówno powyżej konsensusu, jak i naszej prognozy (2,7% R/R). Głównego powodu różnicy między szacunkami a odczytem można doszukiwać się w zaokrągleniach (zatrudnienie wzrosło dokładnie o 2,76%, brak niespodzianki wisił więc na ostrzu noża), przyczyn można szukać też w ewentualnych przesunięciach zatrudnienia z maja. Liczba miejsc pracy zwiększyła się o niecałe 14 tys. w porównaniu do poprzedniego miesiąca, co jest typowym wzorcem dla czerwca z ostatnich kilku lat. Dane te wskazują, że pesymizm po majowym odczycie mógł być nieco na wyrost, choć nie można zapominać o niezmiennym od kilku kwartałów trendzie wyhamowywania wzrostów zatrudnienia, którego powodów można doszukiwać się np. w ograniczeniach podaży na rynku pracy. Przeciętne wynagrodzenie brutto wzrosło w czerwcu o 5,3% R/R, istotnie poniżej konsensusu (7,1% R/R). Nasza prognoza, choć najniższa na rynku (5,9% R/R), również okazała się zbyt optymistyczna. W naszej opinii główną przyczyną tak ostrego spowolnienia w płacach był nietypowy dla czerwca układ dni roboczych. W jego efekcie, roczna różnica w dniach roboczych spadła z +1 do -2 R/R, co zadecydowało o znaczącym skróceniu łącznego czasu pracy i okrojeniu ruchomych składników wynagrodzeń. Szczątkowy komentarz GUS na temat struktury sektorowej nie dostarcza tutaj żadnych istotnych rewelacji – w naszej opinii spowolnienie (z uwagi na kalendarz) dotknęło praktycznie wszystkie sekcje PKD, ze szczególnym uwzględnieniem przetwórstwa przemysłowego i budownictwa. Wkład tradycyjnie wahlowego górnictwa nie był znaczący – wg naszych prognoz spadek dynamiki tamże odjął od dynamiki przeciętnego wynagrodzenia ok. 0,3 - 0,4 pkt. proc. w ujęciu rocznym.

Dominująca rola kalendarza sprawia, że czerwcowe rozczerowanie powinno być oceniane ostrożnie. Prawdopodobne jest, że w lipcu dojdzie to jego całkowitego odwrócenia i normalizacji dynamiki płac. Żadna z dostępnych informacji (gra popytu i podaży na rynku pracy, badania NBP dotyczące presji płacowej w przedsiębiorstwach) nie wskazuje na to, aby trend w płacach uległ w ostatnich miesiącach odkształceniu – wynosi on w dalszym ciągu ok. 7% R/R. Spadek dynamiki przeciętnego wynagrodzenia oczywiście znacząco obniżył szacunkowy wzrost funduszu płac – w ujęciu nominalnym spadł on z 10,6 do 8,2% R/R, a w cenach stałych – z 8,3 do 5,6% R/R (najniższa wartość od grudnia 2016 r.). Jednocześnie, bliskie rekordom nastroje konsumentów nie wskazują na to, aby czerwcowe dane o wynagrodzeniach były czymś więcej niż przejściowym wahnięciem. Konsumenci w dalszym ciągu oczekują istotnej poprawy sytuacji finansowej swoich gospodarstw domowych (w lipcu kolejny rekord), co pozwala na rysowanie „gładkich” ścieżek wzrostu konsumpcji i oczekiwanie jej przyspieszenia w reakcji na stymulację fiskalną. Z punktu widzenia RPP dane o wynagrodzeniach są zasadniczo bez znaczenia dla perspektyw polityki pieniężnej. Jak wspominaliśmy wielokrotnie, status quo może naruszyć wzrost inflacji w skali znacznie większej od prognozowanego obecnie przez NBP.

Inflacja

Inflacja w lipcu zaskoczyła na poziomie 2,9% R/R (wzrost z 2,6%). Prognozowaliśmy 2,7%. Ceny żywności ustanowiły historyczny, lipcowy rekord na poziomie +0,3% m/m (momentum tutaj jest bliskie rekordowemu). Ceny energii nie zmieniły się, zaś ceny paliw spadły o 1,6% m/m. Te kategorie przewidzieliśmy nadzwyczaj poprawnie. O silnym wzroście inflacji zadecydowała – podobnie zresztą, jak przed miesiącem – inflacja bazowa, która wzrosła prawdopodobnie nawet do 2,2% R/R i usadowiła się na poziomach z 2012 roku.

A co dokładnie wzrosło w kategoriach bazowych? Kandydatów jest dużo, choć grupę najbardziej prawdopodobnych można zawęzić do: zdrowia (farmaceutyki), biletów lotniczych (mogły nie wystąpić korekcyjne spadki), rekreacji i kultury (turystyka zorganizowana – przyczyna analogiczna do cen biletów lotniczych). Ze szczegółami musimy poczekać do finalnej publikacji za dwa tygodnie.

Mimo silniejszego wzrostu inflacji nadal będziemy argumentować, że pozostanie ona bez wpływu na RPP. Projekcyjna górką na inflacji będzie musiała zostać zrewidowana wyżej, jednak perspektywy wzrostu i inflacji globalnej na kolejne lata sugerują uspokojenie procesów inflacyjnych na horyzoncie i utrzymanie status quo w samej RPP. W krótkim terminie rynek może nie podzielać jednak tego zdania, zwłaszcza że wyceny rynkowe znajdują się poniżej ścieżki płaskich stóp procentowych preferowanej przez RPP.

mBank Research

(E. Pytlarczyk, M. Mazurek, P. Bartkiewicz, K. Klimas)
research@mBank.pl

Finanse

Alior Bank

kupuj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy naszą rekomendację oraz cenę docelową bez zmian. Problemy związane z ekspozycją na ZM Kania znajdują odzwierciedlenie nie tylko w wysokich kosztach ryzyka 2Q, ale również w wysokiej efektywnej stopie podatkowej (rezerwa nie stanowi kosztów uzyskania przychodu). Wyjmując z obrazu ZM Henryk Kania, uważamy że Alior pokaże w 2Q'19 dobry wynik odsetkowy napędzany rosnącymi wolumenami oraz odbiciem na marży. Uważamy, że ogłoszenie przez Zarząd wyników za 1H'19 będzie dobrą okazją do weryfikacji celów średnioterminowych, zwłaszcza w kwestii kosztów ryzyka co z kolei może zrodzić pytanie na temat jakości pozostałego portfela korporacyjnego. Chociaż problem kredytów mieszkaniowych CHF jest dla Aliora nieistotny, to z uwagi na powyższe uważamy, że w krótkim okresie bank cały czas może znajdować się pod presją, a korzyści z inwestycji w walory Aliora należy szukać w długim okresie.

Cena bieżąca

45,64 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

72,30 PLN

+58,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	72,30 PLN	2019-07-03

Podstawowe dane			ALR PW	vs. WIG
Ticker	ALR PW	Zmiana 1M	-8,1%	-5,7%
ISIN	PLALIOR00045	Zmiana YTD	-14,1%	-16,2%
Liczba akcji (mln)	129,3	Średni obrót 1M	12,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	5 899,3	Średni obrót 6M	12,5 mln PLN	
		P/E 12M fwd	7,4	-42,6%
Free float	74,8%	P/E 5Y avg	12,9	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	3 601	3 085	3 359	3 593	3 821
WNDB	3 797	4 124	4 377	4 640	4 904
Koszty	-1 930	-1 847	-1 910	-1 907	-1 963
Saldo rezerw	-930	-1 080	-1 234	-1 255	-1 249
Zysk netto	515	713	716	924	1 073
P/E	11,4	8,3	8,2	6,4	5,5
P/BV	0,9	0,9	0,8	0,7	0,6
ROE	8,0%	10,8%	10,4%	12,0%	12,3%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	2 841	3 085	3 359	3 593	3 821
Wynik prowizyjny	453	436	709	729	754
Wynik handlowy	376	476	181	185	188
Pozostałe przychody netto	127	127	127	133	140
Wynik pozaodsetkowy	956	1 039	1 017	1 047	1 083
WNDB	3 797	4 124	4 377	4 640	4 904
Koszty operacyjne	1 930	1 847	1 705	1 907	1 963
Zysk operacyjny	1 867	2 277	2 467	2 733	2 941
Saldo rezerw	930	1 080	1 234	1 255	1 249
Udział w jednostkach zał	0	0	0	0	1
Wynik brutto	937	1 196	1 233	1 478	1 692
Podatek	221	275	293	310	355
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	201	208	224	244	264
Zysk netto	515	713	716	924	1 073

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Kredyty netto	51 267	54 246	59 053	63 934	68 894
Pozostałe aktywa	18 227	19 174	20 434	21 777	23 213
Aktywa razem	69 494	73 420	79 488	85 712	92 107
Depozyty	57 614	62 436	66 945	71 828	76 854
Pozostałe zobowiązania	5 117	4 498	5 291	5 709	6 004
Udziały mniejszościowe	1	0	0	0	0
Kapitały własne	6 761	6 486	7 252	8 175	9 249

Wskaźniki

(%)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
NIM	4,3%	4,5%	4,7%	4,6%	4,5%
C/I	50,8%	44,8%	43,6%	41,1%	40,0%
CoR	1,8%	1,9%	2,0%	1,9%	1,7%
NPL Ratio	10,8%	10,6%	10,4%	10,2%	10,2%
Tier 1	12,1%	12,8%	13,8%	14,5%	15,6%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2019-20)	0	0%
Korekta o PV	-8	0%
Etap II (2021-35)	8 657	72%
Etap III (2036-55)	2 126	18%
Wartość rezydualna	1 298	11%
Wartość godziwa	12 073	100%
Liczba akcji (mln)	129	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	93,40	
Cena docelowa za 9M (PLN)	99,36	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	6 920	60%
Etap I (2018-20)	1 234	11%
Korekta o PV	455	4%
Etap II (2021-35)	2 889	25%
Etap III (2036-55)	98	1%
Wartość godziwa	11 596	100%
Liczba akcji (mln)	129	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	89,72	
Cena docelowa za 9M (PLN)	95,43	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	12 073
Zyski ekonomiczne	50%	11 596
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		91,56
Podatek bankowy		-23,59
Wartość godziwa na akcję		67,97
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		72,30

Handlowy akumuluj (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację oraz cenę docelową. Prognozujemy, że zawiązanie rezerw w 2Q'19 na ZM Henryk Kania (53 mln PLN) zostaną w części zrównoważone przez bardzo dobry wynik handlowy. Dodatkowo, po 2 kwartałach spadku oczekujemy odbicia marży odsetkowej. Ze względu na konserwatywny portfel kredytowy uważamy, że w 2H'19 koszt ryzyka w segmencie korporacyjnym powinien ulec normalizacji, a co za tym idzie, dążyć do zera. Finalnie uważamy, że ewentualne pozytywne efekty nowej strategii mogą stanowić szansę dla naszych prognoz, szczególnie dla 2H'19. Podtrzymujemy, że nasza prognoza zysku netto na 2019 rok w wysokości 517 mln PLN cały czas pozostaje w zasięgu banku. Finalnie, ze względu na niepewność związaną z orzeczeniem TSUE (werdykt w sprawie klauzul indeksacyjnych), Handlowy należy uznać za jedną z bezpiecznych przystani w sektorze.

Cena bieżąca	51,50 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	59,45 PLN	+15,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	59,45 PLN	2019-07-03

Podstawowe dane			BHW PW	vs. WIG
Ticker	BHW PW	Zmiana 1M	-3,7%	-1,3%
ISIN	PLBH00000012	Zmiana YTD	-21,2%	-23,2%
Liczba akcji (mln)	130,7	Średni obrót 1M	2,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	6 729,0	Średni obrót 6M	5,9 mln PLN	
		P/E 12M fwd	10,9	-28,2%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	15,1	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	1 082	1 108	1 179	1 273	1 353
WNDB	2 079	2 159	2 210	2 321	2 427
Koszty	-1 192	-1 180	-1 267	-1 294	-1 319
Saldo rezerw	-103	-64	-159	-84	-92
Zysk netto	536	639	517	631	675
P/E	12,6	10,5	13,0	10,7	10,0
P/BV	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9
ROE	7,8%	9,1%	7,3%	8,9%	9,2%
DPS	4,60	4,10	3,74	4,22	3,62
DYield	8,9%	8,0%	7,3%	8,2%	7,0%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
Wynik odsetkowy		0,0%	0,0%	0,0%	
Wynik prowizyjny		0,0%	0,0%	0,0%	
Koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%	
Saldo rezerw		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

RZiS

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	1 082	1 108	1 179	1 274	1 355
Wynik prowizyjny	581	550	547	553	565
Wynik handlowy	396	487	443	454	465
Pozostałe przychody netto	21	15	41	42	44
Wynik pozaodsetkowy	997	1 052	1 031	1 049	1 074
WNDB	2 079	2 159	2 210	2 323	2 429
Koszty operacyjne	1 192	1 180	1 267	1 294	1 319
Zysk operacyjny	888	980	943	1 029	1 110
Saldo rezerw	103	64	159	84	92
Udział w jednostkach zał	0	0	0	0	0
Wynik brutto	785	916	784	945	1 018
Podatek	172	190	176	212	228
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	78	87	91	101	113
Zysk netto	536	639	517	632	677

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2020-21)	910	11%
Korekta o PV	26	0%
Etap II (2022-36)	6 646	79%
Etap III (2037-56)	705	8%
Wartość rezydualna	156	2%
Wartość godziwa	8 442	100%
Liczba akcji (mln)	131	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	64,61	
Cena docelowa za 9M (PLN)	68,73	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	8 537	100%
Etap I (2019-21)	-82	-1%
Korekta o PV	335	4%
Etap II (2022-36)	-220	-3%
Etap III (2037-56)	-24	0%
Wartość godziwa	8 546	100%
Liczba akcji (mln)	131	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	65,40	
Cena docelowa za 9M (PLN)	69,57	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	8 442
Zyski ekonomiczne	50%	8 546
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		65,01
Podatek bankowy		-9,13
Wartość godziwa na akcję		55,88
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		59,45

ING BSK trzymaj (podwyższona)

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

Po ostatnim spadku kursu akcji, podwyższamy naszą rekomendację do trzymaj dla ING BSK, pozostawiając cenę docelową bez zmian. ING BSK w 2Q'19 zaprezentowało wyniki wyższe od oczekiwań, głównie ze względu na rozliczenia z firmami kartowymi. Wyniki za 1H'19 stanowią 48% naszej prognozy i 49% prognozy rynku co może wskazywać na ewentualne podwyżki konsensusu. Teoria ta powinna być dodatkowo wsparta przez obniżenie oprocentowania depozytów i kont oszczędnościowych z początku lipca, chociaż z drugiej strony należy pamiętać o problematycznych ekspozycjach w Polwax i Onico, które mogą skutkować dodatkowymi odpisami. Nasza wycena nadal wskazuje na największą premię do sektora ze względu na bezpieczny profil banku (znikoma ekspozycja na kredyty CHF), dynamiczny rozwój połączony z dywidendą oraz jedną z najwyższych rentowności w regionie (2019 ROE na poziomie 12,3%).

Cena bieżąca	189,80 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	191,80 PLN	+1,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	191,80 PLN	2019-08-02
poprzednia	redukuj	191,80 PLN	2019-07-03
Podstawowe dane			
			ING PW vs. WIG
Ticker	ING PW	Zmiana 1M	-7,2% -4,8%
ISIN	PLBSK0000017	Zmiana YTD	+7,5% +5,5%
Liczba akcji (mln)	130,1	Średni obrót 1M	1,6 mln PLN
MC (mln PLN)	24 693,0	Średni obrót 6M	1,6 mln PLN
		P/E 12M fwd	13,6 -12,4%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	15,6 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	3 453	3 760	4 139	4 570	4 980
WNDB	4 756	5 233	5 620	6 091	6 573
Koszty	-2 123	-2 327	-2 429	-2 524	-2 613
Saldo rezerw	-421	-501	-579	-642	-713
Zysk netto	1 403	1 526	1 658	1 856	2 062
P/E	17,6	16,7	14,9	13,3	12,0
P/BV	2,1	1,9	1,8	1,7	1,5
ROE	12,6%	12,1%	12,3%	13,1%	13,3%
DPS	0,00	3,20	3,50	3,82	4,28
DYield	0,0%	1,7%	1,8%	2,0%	2,3%
Zmiana prognoz				2019P	2020P
Wynik odsetkowy				0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny				0,0%	0,0%
Koszty razem				0,0%	0,0%
Saldo rezerw				0,0%	0,0%
Zysk netto				0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	3 453	3 760	4 139	4 570	4 980
Wynik prowizyjny	1 183	1 305	1 327	1 360	1 424
Wynik handlowy	117	154	137	144	151
Pozostałe przychody netto	3	14	17	17	18
Wynik pozaodsetkowy	1 303	1 473	1 481	1 521	1 593
WNDB	4 756	5 233	5 620	6 091	6 573
Koszty operacyjne	2 123	2 327	2 429	2 524	2 613
Zysk operacyjny	2 633	2 906	3 191	3 567	3 960
Saldo rezerw	421	501	579	642	713
Udział w jednostkach zał	0	0	12	25	24
Wynik brutto	2 212	2 405	2 625	2 951	3 272
Podatek	479	507	551	620	687
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	330	372	415	475	522
Zysk netto	1 403	1 526	1 658	1 856	2 062

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2019-20)	1 341	5%
Korekta o PV	871	3%
Etap II (2021-35)	17 232	61%
Etap III (2036-55)	7 165	25%
Wartość rezidualna	1 867	7%
Wartość godziwa	28 476	100%
Liczba akcji (mln)	130	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	218,88	
Cena docelowa za 9M (PLN)	232,83	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	11 950	41%
Etap I (2018-20)	2 237	8%
Korekta o PV	1 735	6%
Etap II (2021-35)	10 137	35%
Etap III (2036-55)	3 253	11%
Wartość godziwa	29 311	100%
Liczba akcji (mln)	130	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	225,30	
Cena docelowa za 9M (PLN)	239,66	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	28 476
Zyski ekonomiczne	50%	29 311
Średnia wartość godziwa		28 894
na akcję (PLN)		222,09
Podatek bankowy		-41,78
Wartość godziwa na akcję		180,31
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		191,80

Millennium kupuj (podwyższona)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Podwyższamy naszą rekomendację akumuluj do kupuj. W lipcu wycena rynkowa Banku Millennium spadła o 17% w obawie przed negatywnym orzecznictwem TSUE w sprawie indeksowanych kredytów. Sentymentu nie zmieniły dobre wyniki za 2Q'19, które znalazły się 17,7% powyżej konsensusu. Lepsze od oczekiwań wyniki wynikały głównie z niższego od oczekiwań salda rezerw oraz, co ważniejsze, wyższego do oczekiwań wyniku odsetkowego oraz prowizyjnego. Dobre wyniki nie przysłaniają jednak zagrożenia jakie stanowi wyrok TSUE. Wyłączając portfel kredytów hipotecznych przejęty od Eurobanku, którego ryzyko prawne ponosi Societe Generale, Millennium ma na bilansie około 14 mld PLN walutowych kredytów hipotecznych, z których niemalże 100% to kredyty indeksowane. Oznacza to, że w przypadku negatywnego dla banku wyroku TSUE, Millennium musi się liczyć z napływem kolejnych pozwów i znaczącymi odpisami. Z drugiej strony, w przypadku pozytywnego orzecznictwa TSUE Bank Millennium prezentuje największy potencjał do odbicia, który szacujemy na 32%.

Cena bieżąca	7,51 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	10,00 PLN	+33,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	10,00 PLN	2019-08-02	
poprzednia	akumuluj	10,00 PLN	2019-02-01	
Podstawowe dane			MIL PW	vs. WIG
Ticker	MIL PW	Zmiana 1M	-20,5%	-18,1%
ISIN	PLBIG0000016	Zmiana YTD	-15,3%	-17,4%
Liczba akcji (mln)	1 213,1	Średni obrót 1M	8,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	9 110,5	Średni obrót 6M	6,1 mln PLN	
		P/E 12M fwd	10,4	-18,1%
Free float	50,0%	P/E 5Y avg	12,7	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	1 696	1 817	2 282	2 783	2 950
WNDB	2 650	2 778	3 322	3 913	4 114
Koszty	-1 156	1 332	-1 803	-1 894	-1 887
Saldo rezerw	-255	-222	-308	-400	-435
Zysk netto	681	761	735	1 026	1 144
P/E	13,4	12,4	12,4	8,9	8,0
P/BV	1,2	1,1	1,0	0,9	0,8
ROE	9,3%	9,4%	8,4%	10,8%	10,7%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	1 696	1 817	2 282	2 783	2 950
Wynik prowizyjny	664	661	717	771	801
Wynik handlowy	220	248	276	310	314
Pozostałe przychody netto	70	51	47	48	50
Wynik pozaodsetkowy	953	960	1 039	1 130	1 165
WNDB	2 650	2 778	3 322	3 913	4 114
Koszty operacyjne	1 281	1 332	1 803	1 894	1 887
Zysk operacyjny	1 369	1 445	1 519	2 019	2 228
Saldo rezerw	255	222	308	400	435
Udział w jednostkach zał	0	0	0	0	0
Wynik brutto	1 114	1 223	1 210	1 619	1 792
Podatek	244	264	261	349	386
Zyski mniejszościowych	0	959	0	0	0
Podatek bankowy	188	198	214	244	262
Zysk netto	681	761	735	1 026	1 144

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2019-20)	0	0%
Korekta o PV	426	3%
Etap II (2021-35)	10 355	71%
Etap III (2036-55)	3 010	21%
Wartość rezidualna	853	6%
Wartość godziwa	14 644	100%
Liczba akcji (mln)	1 213	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	12,07	
Cena docelowa za 9M (PLN)	12,84	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	8 029	58%
Etap I (2018-20)	776	6%
Korekta o PV	815	6%
Etap II (2021-35)	3 061	22%
Etap III (2036-55)	1 093	8%
Wartość godziwa	13 774	100%
Liczba akcji (mln)	1 213	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	11,35	
Cena docelowa za 9M (PLN)	12,08	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	14 644
Zyski ekonomiczne	50%	13 774
Średnia wartość godziwa		14 209
na akcję (PLN)		11,71
Podatek bankowy		-2,31
Wartość godziwa na akcję		9,40
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		10,00

Pekao kupuj (podwyższona)

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

Podwyższamy naszą rekomendację do kupuj ale obniżamy cenę docelową do 119,75 PLN/akcję o odciętą dywidendę. Uważamy, że Bank Pekao w obecnym otoczeniu prawnym powinien być traktowany jako bezpieczna przystań. Oczekujemy, że wyniki banku w 1H'19 stanowiąc będą 35% prognozy całorocznej ale należy jednocześnie pamiętać, że pierwszy kwartał obciążony był przez znaczące koszty BFG, zaś drugi przez rezerwę na zwolnienia grupowe. Dlatego uważamy, że nasza całoroczna prognoza na poziomie 2 282 mln PLN jest nadal w zasięgu banku, a co za tym idzie DYield 6,3% w 2020 roku. Na wskaźniku 2020/21 P/E Bank Pekao notowany jest z 5% i 2,5% dyskontem do średniej oraz z 4% i 4% dyskontem do PKO BP. Cały czas wskazujemy na atrakcyjną wycenę oraz brak portfela kredytów CHF, który powinien być czynnikiem sprzyjającym dla notowań w ciągu najbliższych kilku tygodni.

Cena bieżąca	99,88 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	119,75 PLN	+19,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	119,75 PLN	2019-08-02
poprzednia	akumuluj	121,00 PLN	2019-07-03
Podstawowe dane			
	PEO PW	Zmiana 1M	-5,8% -3,4%
Ticker	PLPEKAO00016	Zmiana YTD	-2,5% -4,5%
Liczba akcji (mln)	262,5	Średni obrót 1M	56,2 mln PLN
MC (mln PLN)	26 215,5	Średni obrót 6M	65,2 mln PLN
		P/E 12M fwd	10,5 -30,1%
Free float	67,2%	P/E 5Y avg	15,0 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	4 593	4 994	5 493	5 881	6 271
WNDB	7 278	7 830	8 337	8 807	9 283
Koszty	-3 535	-3 710	-4 094	-3 971	-4 089
Saldo rezerw	-521	-511	-526	-660	-742
Zysk netto	2 475	2 287	2 282	2 609	2 772
P/E	10,6	11,5	11,5	10,0	9,5
P/BV	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0
ROE	10,7%	9,9%	9,9%	10,9%	11,2%
DPS	8,68	7,90	6,60	6,52	7,46
DYield	8,7%	7,9%	6,6%	6,5%	7,5%
Zmiana prognoz					
		2019P	2020P	2021P	
Wynik odsetkowy		0,0%	0,0%	0,0%	
Wynik prowizyjny		0,0%	0,0%	0,0%	
Koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%	
Saldo rezerw		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

RZiS

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	4 593	4 994	5 493	5 881	6 271
Wynik prowizyjny	2 353	2 463	2 554	2 621	2 692
Wynik handlowy	255	237	204	210	217
Pozostałe przychody netto	77	137	86	94	103
Wynik pozaodsetkowy	2 685	2 836	2 844	2 926	3 012
WNDB	7 278	7 830	8 337	8 807	9 283
Koszty operacyjne	3 535	3 710	4 094	3 971	4 089
Zysk operacyjny	3 743	4 120	4 243	4 835	5 194
Saldo rezerw	521	511	526	660	742
Udział w jednostkach zał	453	0	0	0	0
Wynik brutto	3 675	3 609	3 718	4 175	4 453
Podatek	677	760	818	898	957
Zyski mniejszościowych	-1	-1	-1	-1	-1
Podatek bankowy	522	562	617	668	723
Zysk netto	2 475	2 287	2 282	2 609	2 772

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2019-21)	3 240	8%
Korekta o PV	171	0%
Etap II (2022-36)	24 898	65%
Etap III (2037-56)	7 385	19%
Wartość rezidualna	2 661	7%
Wartość godziwa	38 354	100%
Liczba akcji (mln)	262	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	146,21	
Cena docelowa za 9M (PLN)	155,53	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	24 966	65%
Etap I (2019-21)	2 662	7%
Korekta o PV	1 785	5%
Etap II (2022-36)	8 165	21%
Etap III (2037-56)	996	3%
Wartość godziwa	38 574	100%
Liczba akcji (mln)	262	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	146,96	
Cena docelowa za 9M (PLN)	156,33	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	38 354
Zyski ekonomiczne	50%	38 574
Średnia wartość godziwa		38 464
na akcję (PLN)		146,59
Podatek bankowy		-34,01
Wartość godziwa na akcję		112,58
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		119,75

PKO BP kupuj (podwyższona)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Po znaczącym spadku wyceny rynkowej podwyższamy naszą rekomendację akumuluj do kupuj. Uważamy, że ostatnie wyniki PKO BP prezentują ponadprzeciętną jakość, a sama Spółka nieprzerwanie od 9 kwartałów raportuje wyniki zgodne lub powyżej oczekiwań rynku. Uważamy, że podobnie będą wyglądać wyniki za Q2. Poza jednorazowym zyskiem z transakcji nabycia PCM (55 mln PLN brutto), spodziewamy się, że bank zaprezentuje wzrost marży odsetkowej oraz wysoką sprzedaż kredytów detalicznych. Ostatecznie oczekujemy, że bank pokaże rekordowy zysk netto na poziomie 1 202 mln PLN. W naszych prognozach zakładamy wypłatę dywidendy z kapitału niepodzielnego i powtórzenie takiego scenariusza również w 2021 roku. Uważamy, że współczynniki wypłacalności PKO BP pozwalają na taką operację, a dodatkową motywacją może być powstający Fundusz Inwestycji Kapitałowych docelowo zasilany przez dywidendy spółek SP. Finalnie uważamy, że obecne orzecznictwo TSUE dotyczyć będzie jedynie 10% portfela kredytowego PKO BP ponieważ 90% kredytów CHF jest w PKO denominowana.

Cena bieżąca	39,34 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	47,17 PLN	+19,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	47,17 PLN	2019-08-02
poprzednia	akumuluj	47,17 PLN	2019-06-26
Podstawowe dane			
Ticker	PKO PW	Zmiana 1M	-5,2%
ISIN	PLPKO0000016	Zmiana YTD	+3,1%
Liczba akcji (mln)	1 250,0	Średni obrót 1M	109,9 mln PLN
MC (mln PLN)	49 175,0	Średni obrót 6M	88,1 mln PLN
		P/E 12M fwd	11,3
Free float	70,6%	P/E 5Y avg	13,0
			dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	8 606	9 353	10 290	10 975	11 616
WNDB	12 803	13 660	14 643	15 389	16 159
Koszty	-6 050	-6 218	-6 421	-6 553	-6 731
Saldo rezerw	-1 617	-1 451	-1 455	-1 737	-1 876
Zysk netto	3 104	3 741	4 409	4 551	4 833
P/E	15,8	13,1	11,2	10,8	10,2
P/BV	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1
ROE	9,0%	9,9%	10,9%	10,7%	11,0%
DPS	0,00	0,55	1,33	3,10	3,75
DYield	0,0%	1,4%	3,4%	7,9%	9,5%
Zmiana prognoz					
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	8 606	9 353	10 290	10 975	11 616
Wynik prowizyjny	2 969	3 013	2 997	3 079	3 157
Wynik handlowy	518	664	758	706	727
Pozostałe przychody netto	733	630	599	628	660
Wynik pozaodsetkowy	4 220	4 307	4 354	4 414	4 543
WNDB	12 826	13 660	14 643	15 389	16 159
Koszty operacyjne	6 050	6 218	6 421	6 553	6 731
Zysk operacyjny	6 776	7 442	8 222	8 836	9 427
Saldo rezerw	1 617	1 451	1 455	1 737	1 876
Udział w jedn. zal.	22	37	39	41	43
Wynik brutto	5 181	6 028	6 866	7 140	7 594
Podatek	-1 140	-1 336	-1 442	-1 499	-1 595
Zyski mniejszościowych	-5	-1	-1	-1	-1
Podatek bankowy	932	950	1 014	1 089	1 165
Zysk netto	3 104	3 741	4 409	4 551	4 833

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2019-21)	8 686	12%
Korekta o PV	4 144	6%
Etap II (2022-36)	44 455	64%
Etap III (2037-56)	10 418	15%
Wartość rezidualna	2 059	3%
Wartość godziwa	69 762	100%
Liczba akcji (mln)	1 250	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	55,81	
Cena docelowa za 9M (PLN)	59,37	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	42 477	62%
Etap I (2019-21)	4 639	7%
Korekta o PV	2 539	4%
Etap II (2022-36)	14 878	22%
Etap III (2037-56)	3 569	5%
Wartość godziwa	68 102	100%
Liczba akcji (mln)	1 250	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	54,48	
Cena docelowa za 9M (PLN)	57,95	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	69 762
Zyski ekonomiczne	50%	68 102
Średnia wartość godziwa		68 932
na akcję (PLN)		55,15
Podatek bankowy		-10,80
Wartość godziwa na akcję		44,34
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		47,17

Santander Bank Polska trzymaj (podwyższona)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Podwyższamy naszą rekomendację redukuj do trzymaj po znaczącej przecenie akcji. Znając wynik pierwszego półrocza uważamy, że całoroczny konsensus powinien kontynuować trend spadkowy. Niemniej jednak, w drugim półroczu oczekujemy wzrostu marży odsetkowej oraz spadku kosztu ryzyka w stosunku do Q2, jednakże naszym zdaniem odbicie marży, choć zauważalne (+16 p.b.), nie będzie tak silne jak sugerują ambicje zarządu (+34 p.b.). Zarząd przedstawił prognozy dotyczące kosztów integracji oraz synergii kosztowych wynikających z przejęcia DB, z których wynika, że nasza prognoza kosztów na 2020 rok może być zbyt optymistyczna. Aktualnie oczekujemy spadku kosztów w wysokości 229 mln PLN (z czego 149 mln PLN przypada na zwolnienia grupowe oraz koszty integracji, zaś 50 mln PLN to synergia kosztowe). Przypominamy również, że na koniec półrocza Santander posiadał ekspozycje na kredyty hipoteczne CHF w wysokości około 10,1 mld PLN, z czego ponad 80% to kredyty indeksowane, dlatego co najmniej do orzeczenia TSUE bank może znajdować się pod podwyższoną presją.

Cena bieżąca

319,60 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

337,00 PLN

+5,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	337,00 PLN	2019-08-02
poprzednia	redukuj	337,00 PLN	2019-07-12
Podstawowe dane			SPL PW vs. WIG
Ticker	SPL PW	Zmiana 1M	-13,6% -11,2%
ISIN	PLBZ000000044	Zmiana YTD	-5,6% -7,6%
Liczba akcji (mln)	102,1	Średni obrót 1M	17,3 mln PLN
MC (mln PLN)	32 627,4	Średni obrót 6M	19,0 mln PLN
		P/E 12M fwd	12,3 -14,8%
Free float	31,7%	P/E 5Y avg	14,4 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	5 277	5 742	6 716	7 260	7 654
WNDB	7 764	8 296	9 382	10 019	10 499
Koszty	-3 372	-3 769	-4 229	-4 020	-4 059
Saldo rezerw	-690	-1 085	-1 172	-1 338	-1 443
Zysk netto	2 213	2 365	2 352	2 865	3 099
P/E	14,3	13,6	13,9	11,4	10,5
P/BV	1,4	1,3	1,3	1,2	1,1
ROE	10,6%	10,1%	9,3%	10,9%	11,0%
DPS	5,40	3,10	19,72	11,52	14,03
DYield	1,7%	1,0%	6,2%	3,6%	4,4%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	5 277	5 742	6 716	7 260	7 654
Wynik prowizyjny	2 013	2 058	2 132	2 215	2 291
Wynik handlowy	323	282	395	399	403
Pozostałe przychody netto	151	214	139	145	150
Wynik pozaodsetkowy	2 487	2 554	2 666	2 759	2 845
WNDB	7 764	8 296	9 382	10 019	10 499
Koszty operacyjne	3 372	3 769	4 229	4 020	4 059
Zysk operacyjny	4 391	4 527	5 153	5 999	6 440
Saldo rezerw	690	1 085	1 172	1 338	1 443
Udział w jednostkach zał	58	63	63	63	63
Wynik brutto	3 759	3 892	4 044	4 724	5 059
Podatek	817	727	813	949	1 017
Zyski mniejszościowych	-305	-334	-297	-292	-296
Podatek bankowy	-424	-466	-581	-618	-648
Zysk netto	2 213	2 365	2 352	2 865	3 099

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2020-21)	2 301	6%
Korekta o PV	215	1%
Etap II (2022-36)	26 823	70%
Etap III (2037-56)	7 519	19%
Wartość rezydualna	1 707	4%
Wartość godziwa	38 564	100%
Liczba akcji (mln)	99	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	388,62	
Cena docelowa za 9M (PLN)	413,39	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	24 751	64%
Etap I (2019-21)	3 005	8%
Korekta o PV	1 622	4%
Etap II (2022-36)	8 000	21%
Etap III (2037-56)	1 444	4%
Wartość godziwa	38 822	100%
Liczba akcji (mln)	99	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	391,22	
Cena docelowa za 9M (PLN)	416,16	

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Kredyty netto	107 840	137 460	147 852	156 700	164 675
Pozostałe aktywa	44 835	68 392	72 561	74 922	77 365
Aktywa razem	152 674	205 853	220 413	231 622	242 040
Depozyty	111 481	149 617	155 830	162 656	170 747
Pozostałe zobowiązania	17 850	29 568	37 462	40 045	40 205
Udziały mniejszościowe	1 436	1 564	1 678	1 789	1 902
Kapitały własne	21 907	25 104	25 444	27 132	29 186

Wskaźniki

(%)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
NIM	3,6%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
C/I	43,4%	45,4%	45,1%	40,1%	38,7%
CoR	0,6%	0,9%	0,8%	0,9%	0,9%
NPL Ratio	5,8%	4,5%	4,5%	4,4%	4,6%
Tier 1	15,3%	14,1%	13,4%	13,4%	13,8%

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	38 564
Zyski ekonomiczne	50%	38 822
Średnia wartość godziwa		38 693
na akcję (PLN)		389,92
Podatek bankowy		-73,11
Wartość godziwa na akcję		316,80
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		337,00

Komercni Banka akumuluj (obniżona)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Po wzroście kursu w lipcu obniżamy naszą rekomendację kupuj do akumuluj dla Komercni Banka. Uważamy, że sentyment inwestorów powinien być wspierany przez ostatnie rozwiązania na arenie politycznej. Z jednej strony podatek od aktywów jak i dywidend jest obecnie bardzo mało prawdopodobny a z drugiej Narodowy Fundusz Rozwoju nie powinien stanowić istotnego ryzyka dla rentowności sektora. Wstępnie wielkość funduszu została ustalona na 7 mld CZK, które zostaną wniesione w 2020 roku przez 4 największe czeskie banki (CS, CSOB, KB i UniCredit), przy czym kontrybucja reszty sektora nie została wykluczona. Fundusz będzie miał na celu długoterminowe inwestycje w strategiczne, rentowne projekty, które będą akceptowane przez komitet składający się z banków oraz strony rządowej. Uczestnicy funduszu otrzymają udziały inwestycyjne, a cała inwestycja będzie ujęta w kapitałach własnych i nie będzie miała wpływu na RZiS. Fundusz będzie zarządzany przez Czesko-Morawski Bank Gwarancji i Rozwoju. Zarząd banku oczekuje w 2019 roku wzrostu dochodów napędzanych przez wynik odsetkowy oraz wzrostu kredytów w średnim – jedno cyfrowym tempie. Zapowiadany wzrost bufora antycyklicznego (+25 p.b. od lipca i kolejne +25 pb od stycznia 2020) nie powinien stanowić problemu, ponieważ bank z nadwyżką spełnia obecne wymogi kapitałowe. Uważamy, że utrzymująca się wysoka rentowność Komercni Banka (>14% ROE) pozwala podtrzymać wskaźnik DYield na poziomie około 6% w kolejnych dwóch latach.

Cena bieżąca

872,00 CZK

potencjał zmiany

Cena docelowa

1 000,00 CZK

+14,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	1 000,00 CZK	2019-08-02	
poprzednia	kupuj	1 000,00 CZK	2019-05-09	
Podstawowe dane		KOMB CP	vs. WIG	
Ticker	KOMB CP	Zmiana 1M	-2,0%	+0,4%
ISIN	CZ0008019106	Zmiana YTD	+9,5%	+7,5%
Liczba akcji (mln)	188,9	Średni obrót 1M	73,0 mln CZK	
MC (mld CZK)	164,7	Średni obrót 6M	107,0 mln CZK	
		P/E 12M fwd	11,1	-18,2%
Free float	39,6%	P/E 5Y avg	13,6	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln CZK)	2017	2018	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	20 808	22 509	24 821	26 493
WNDB	31 060	32 202	34 401	36 339
Koszty	-14 516	-14 495	-14 876	-15 215
Saldo rezerw	391	643	-886	-1 758
Zysk netto	14 930	14 846	15 119	15 728
P/E	11,0	11,1	10,9	10,5
P/BV	1,7	1,6	1,5	1,4
ROE	15,0%	14,9%	14,2%	13,9%
DPS	40,00	47,00	52,00	52,00
DYield	4,6%	5,4%	6,0%	6,0%
Zmiana prognoz			2019P	2020P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%

RZiS

(mln CZK)	2016	2017	2018	2019P	2020P
Wynik odsetkowy netto	21 067	20 808	22 509	24 821	26 493
Wynik prowizyjny	6 683	6 465	6 219	6 290	6 452
Wynik handlowy	3 837	3 576	3 215	3 057	3 149
Pozostałe przychody	170	211	259	233	244
WNDB	31 757	31 060	32 202	34 401	36 339
Koszty operacyjne	-14 033	-13 374	-14 634	-14 876	-15 215
Wynik operacyjny	17 724	17 686	17 569	19 525	21 124
Saldo rezerw	-1 818	391	643	-886	-1 758
Zysk operacyjny netto	15 906	18 077	18 208	18 638	19 366
Zysk jednostek zależnych	967	209	308	211	221
Wyплаты emerytalne	0	0	0	0	0
Zysk brutto	16 873	18 286	18 518	18 849	19 587
Podatek dochodowy	-2 799	-3 012	-3 349	-3 393	-3 526
Zyski mniejszościowych	386	344	324	337	334
Zysk netto	13 688	14 930	14 846	15 119	15 728

Bilans

(mld CZK)	2016	2017	2018	2019P	2020P
Kredyty netto	580	598	625	672	707
Pozostałe aktywa	343	406	435	521	534
Aktywa razem	923	1 004	1 060	1 193	1 241
Depozyty	699	762	812	882	924
Pozostałe zobowiązania	118	142	144	197	195
Udziały mniejszościowe	4	4	3	4	4
Kapitały własne	102	97	100	110	117

Wskaźniki

(%)	2016	2017	2018	2019P	2020P
NIM	2,4%	2,2%	2,3%	2,2%	2,2%
C/I	44,2%	43,1%	45,5%	43,2%	41,9%
CoR	0,3%	-0,1%	-0,1%	0,1%	0,2%
NPL Ratio	3,8%	3,1%	3,1%	3,3%	3,5%
Tier 1	16,2%	18,0%	17,9%	17,6%	17,7%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln CZK)	wartość	udział
Etap I (2019-20)	17 868	10%
Korekta o PV	7 776	4%
Etap II (2021-35)	120 343	64%
Etap III (2036-55)	30 480	16%
Wartość rezydualna	11 447	6%
Wartość godziwa	187 914	100%

Liczba akcji (mln)	189
Koszt kapitału	7,0%
Wartość godziwa na akcję (CZK)	995
Cena docelowa za 9M (CZK)	1 047

Model zysków ekonomicznych

(mln CZK)	wartość	udział
Początkowe TNAV	84 228	49%
Etap I (2018-20)	24 265	14%
Korekta o PV	10 233	6%
Etap II (2021-35)	46 287	27%
Etap III (2036-55)	5 942	3%
Wartość godziwa	170 955	100%

Liczba akcji (mln)	189
Koszt kapitału	7,0%
Wartość godziwa na akcję (CZK)	905
Cena docelowa za 9M (CZK)	953

Podsumowanie wyceny

(mln CZK)	waga	wycena
DDM	50%	187 914
Zyski ekonomiczne	50%	170 955
Średnia wartość godziwa na akcję (CZK)		950
Koszt kapitału 9M		5,3%
Cena docelowa za 9M (CZK)		1 000

Erste Bank kupuj (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj dla Erste Banku. Wyniki za 1H'19 zaskoczyły pozytywnie i stanowią 49% naszej prognozy rocznej i powinny doprowadzić do pozytywnej rewizji konsensusu. Na telekonferencji zarząd wskazał, że w 2H'19 wyniki banku powinny ulec poprawie przez co uważamy, że obecny potencjał wzrostu konsensusu oceniamy na +11%. Ponadto, w przyszłym roku grupa zamierza wypłacić wyższą dywidendę na poziomie 1,50 EUR/akcję, która przekłada się na wskaźnik DY powyżej 4%. Zarząd podtrzymał prognozę na 2019 rok na ROTE na poziomie powyżej 11% (przy efektywnej stawce podatkowej poniżej 20%), dla wzrostu przychodów powyżej kosztów oraz dla średniego – jednocyfrowego wzrostu kredytów. Z drugiej strony Zarząd obniżył prognozę dla kosztu ryzyka z wcześniejszego przedziału 10-20 p.b. do maksimum 10 p.b. w 2019 roku. Uważamy, że wycena Erste Banku prezentuje się obecnie najatrakcyjniej z pośród analizowanych przez nas banków, a giełdowy kurs powinien zacząć odrabiać część strat poniesionych w wyniku negatywnych doniesień z Rumunii i Czech.

Cena bieżąca	31,71 EUR	potencjał zmiany
Cena docelowa	43,72 EUR	+37,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	43,72 EUR	2019-02-04

Podstawowe dane			EBS AV	vs. WIG
Ticker	EBS AV	Zmiana 1M	-3,1%	-0,6%
ISIN	AT0000652011	Zmiana YTD	+14,7%	+12,6%
Liczba akcji (mln)	429,8	Średni obrót 1M	20,0 mln EUR	
MC (mln EUR)	13 629,0	Średni obrót 6M	24,7 mln EUR	
		P/E 12M fwd	8,9	-18,5%
Free float	69,5%	P/E 5Y avg	10,9	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln EUR)	2017	2018	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	4 353	4 582	4 828	5 102
WNDB	6 475	6 726	7 090	7 446
Koszty	-4 158	-4 201	-4 261	-4 329
Saldo rezerw	-132	59	-135	-233
Zysk netto	1 316	1 793	1 499	1 607
P/E	10,4	7,8	9,1	8,5
P/BV	1,0	0,9	0,9	0,8
ROE	10,0%	12,7%	10,0%	10,0%
DPS	1,00	1,20	1,40	1,46
DYield	3,2%	3,8%	4,4%	4,6%
Zmiana prognoz			2019P	2020P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%

RZiS

(mln EUR)	2016	2017	2018	2019P	2020P
Wynik odsetkowy netto	4 375	4 353	4 582	4 828	5 102
Wynik prowizyjny	1 783	1 852	1 908	1 998	2 051
Wynik handlowy	326	270	236	265	292
WNDB	6 484	6 475	6 726	7 090	7 446
Poz. wynik operacyjny	79	-1	3	38	33
Podatek bankowy	-389	-106	-112	-309	-326
Koszty operacyjne	-4 028	-4 158	-4 181	-4 261	-4 329
Zysk operacyjny	2 146	2 210	2 436	2 559	2 824
Saldo rezerw	-196	-132	59	-135	-233
Zysk operacyjny netto	1 950	2 078	2 495	2 424	2 590
Zyski nadzwyczajne	0	0	0	0	0
Zysk brutto	1 950	2 078	2 495	2 424	2 590
Podatek dochodowy	-414	-410	-332	-518	-555
Zyski mniejszościowych	-272	-352	-369	-407	-428
Zysk netto	1 265	1 316	1 793	1 499	1 607

Bilans

(mln EUR)	2016	2017	2018	2019P	2020P
Kredyty netto	135 267	139 532	143 953	165 544	176 206
Pozostałe aktywa	72 960	81 127	92 838	83 223	86 866
Aktywa razem	208 227	220 659	236 792	248 766	263 071
Depozyty	138 013	150 969	162 075	171 776	180 501
Pozostałe zobowiązania	53 612	51 402	55 848	56 107	60 449
Udziały mniejszościowe	4 142	4 416	4 494	5 222	5 650
Kapitały własne	12 460	13 872	14 375	15 662	16 471

Wskaźniki

(%)	2016	2017	2018	2019P	2020P
NIM	2,2%	2,0%	2,3%	2,1%	2,1%
C/I	60,9%	64,2%	62,2%	59,6%	57,7%
CoR	0,1%	0,1%	-0,1%	0,1%	0,1%
NPL Ratio	4,9%	4,0%	3,2%	4,8%	4,8%
Tier 1	13,4%	14,0%	14,4%	13,6%	13,5%

Wycena sumą części (SOTP)

(mln EUR)	Wartość godziwa	FVPS (EUR)	Zysk netto			P/E			BV	P/BV
			2018	2019P	2020P	2018	2019P	2020P	2018	2018
Austria	7 422	17,27	645	567	599	11,5	13,1	12,4	4 283	1,7
Savings Banks	501	1,17	54	67	72	3,4	7,4	7,0	2 763	0,2
Erste Oesterreich	4 245	9,88	278	301	321	17,5	14,1	13,2	1 520	2,8
Austria pozostała	2 675	6,22	313	199	206	10,4	13,4	13,0	1 873	1,4
CEE ogółem	15 543	36,16	1 270	1 162	1 214	12,0	13,4	12,8	6 555	2,4
Republika Czeska	8 631	20,08	583	608	626	13,9	14,2	13,8	2 489	3,5
Rumunia	1 199	2,79	220	90	92	5,2	13,3	13,1	1 334	0,9
Słowacja	3 153	7,34	189	219	246	16,3	14,4	12,8	950	3,3
Węgry	1 550	3,61	167	128	134	10,8	12,1	11,6	823	1,9
Chorwacja	753	1,75	96	103	101	7,5	7,3	7,5	758	1,0
Serbia	256	0,60	16	13	16	28,6	19,3	16,1	202	1,3
Pozostałe	-5 063	-11,78	-122	-230	-205	27,2	22,0	24,7	1 440	-3,5
Grupa Erste ogółem	17 901	41,65								

Podsumowanie wyceny

(mln EUR)	waga	wycena
Koszt kapitału 12M		6,6%
DDM	50%	20 408
Zyski ekonomiczne	50%	15 394
Średnia wartość godziwa na akcję (EUR)		17 901 41,65
Koszt kapitału 9M		5,0%
Cena docelowa za 9M (EUR)		43,72

OTP Bank trzymaj (obniżona)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Po znaczącym wzroście kursu akcji obniżamy naszą rekomendację kupuj dla OTP Banku do trzymaj. Uważamy, że OTP Bank będzie kontynuował politykę przejęć, co oceniamy pozytywnie. Na potwierdzenie naszych oczekiwań OTP ogłosił ostatnio nową akwizycję 4 największego banku w Czarnogórze, a także sfinalizował zakup słoweńskiego Abanka. Naszym zdaniem transakcje zapewnią pozytywną dynamikę wyników w roku 2020+ pomimo normalizacji kosztu ryzyka. Największym zagrożeniem w polityce akwizycji jest nagłe spowolnienie gospodarcze, które może skutkować znacznie dłuższą restrukturyzacją przejmowanych aktywów. W 2019 roku oczekujemy płaskiej dynamiki zysku netto chociaż prognozy na 2Q mogą wskazywać na potrzebę podniesienia prognoz naszych i rynkowych. OTP Bank po 1H'19 wykona aż 54% naszej prognozy rocznej. Wszystko to przełoży się na bardzo wysokie ROE, które szacujemy na 16% w 2019 roku czyli poziom nieosiągalny przez żaden inny analizowany przez nas bank. Nasza prognoza jest zbieżna z oczekiwaniami Zarządu mówiących o ROE na poziomie >15%. Dodatkowo po fazie akwizycji OTP Bank planuje zwiększenie strumienia dywidend do swoich akcjonariuszy lub inne programy takie jak skup akcji własnych.

Cena bieżąca

12 080,00 HUF

potencjał zmiany

Cena docelowa

13 046,00 HUF

+8,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	13 046,00 HUF	2019-08-02	
poprzednia	kupuj	13 046,00 HUF	2019-07-03	
Podstawowe dane			OTP HB	vs. WIG
Ticker	OTP HB	Zmiana 1M	+4,0%	+6,4%
ISIN	HU00000061726	Zmiana YTD	+9,1%	+7,1%
Liczba akcji (mln)	267,0	Średni obrót 1M	5,2 mld HUF	
MC (mld HUF)	3 225,8	Średni obrót 6M	5,2 mld HUF	
		P/E 12M fwd	9,1	-12,6%
Free float	100,0%	P/E 5Y avg	10,4	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mld HUF)	2017	2018	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	547	600	675	700
WNDB	809	886	992	1 028
Koszty	-442	-490	-520	-528
Saldo rezerw	-46	-26	-93	-100
Zysk netto	281	318	322	341
P/E	11,5	10,0	10,0	9,5
P/BV	2,0	1,8	1,4	1,3
ROE	18,4%	18,3%	15,9%	14,4%
DPS	199,22	229,63	229,63	296,56
DYield	1,6%	1,9%	1,9%	2,5%
Zmiana prognoz			2019P	2020P
Wynik odsetkowy			0,0%	0,0%
Wynik prowizyjny			0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%
Saldo rezerw			0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%

RZiS

(mld HUF)	2016	2017	2018	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	522	547	600	675	700
Wynik prowizyjny	176	209	221	243	250
Pozostały	40	53	65	74	77
WNDB	738	809	886	992	1 028
Koszty działalności operacj	400	442	497	520	528
Wynik operacyjny	338	367	389	472	500
Saldo rezerw	93	46	26	93	100
Zysk brutto	245	321	363	379	400
Podatek dochodowy	44	37	37	46	47
Zysk netto dywizji	201	284	325	334	353
Odpis WNI	12	-6	-5	0	0
Podatek bankowy	-14	-15	-15	-17	-17
Inne	6	15	0	0	1
Zyski mniejszościowych	-3	0	0	5	4
Zysk netto	202	281	318	322	341

Bilans

(mld HUF)	2016	2017	2018	2019P	2020P
Kredyty netto	5 736	6 988	8 067	9 276	9 685
Pozostałe aktywa	5 571	6 203	6 524	7 182	7 273
Aktywa razem	11 308	13 190	14 590	16 458	16 958
Depozyty	8 541	10 219	11 285	12 757	13 330
Pozostałe zobowiązania	1 346	1 328	1 476	1 459	1 107
Udziały mniejszościowe	3	3	2	4	5
Kapitały własne	1 417	1 640	1 827	2 237	2 516

Wskaźniki

(%)	2016	2017	2018	2019P	2020P
NIM	4,7%	4,5%	4,3%	4,3%	4,2%
C/I	54,2%	54,6%	56,1%	52,4%	51,3%
CoR	1,4%	0,6%	0,3%	1,0%	1,0%
NPL Ratio	15,2%	9,2%	6,3%	6,1%	7,0%
Tier 1	13,5%	12,7%	16,5%	16,3%	17,7%

Wycena sumą części (SOTP)

(mld HUF)	Wartość godziwa	FVPS (HUF)	Zysk netto			P/E			BV	P/BV
			2018	2019P	2020P	2018	2019P	2020P	2018	2018
Węgry + pozostałe	1 979	7 411	196,8	167,2	178,2	10,1	11,8	11,1	754	2,6
CEE ogółem	1 431	5 350	140,2	165,7	174,1	10,2	8,6	8,2	967	1,5
DSK	618	2 314	49,2	70,5	75,8	12,6	8,8	8,2	264	2,3
OBS	25	93	0,6	0,6	0,4	45,0	40,3	68,2	34	0,7
OTP Banka Hrvatska	285	1 067	27,5	26,5	27,0	10,4	10,7	10,5	278	1,0
OTP Banka Romania	127	477	7,0	10,3	10,5	18,3	12,4	12,1	56	2,3
OTP Russia	191	707	27,2	31,4	32,7	7,2	6,2	6,0	163	1,2
CJSC OTP Bank	79	296	24,7	19,7	17,6	3,2	4,0	4,5	63	1,3
OTP Banka Serbia	80	298	1,0	4,2	7,3	87,8	21,0	12,0	84	1,0
CKB	26	97	3,2	2,5	2,9	8,1	10,2	9,0	25	1,0
Suma dywizji	3 410	12 761	337,1	333,0	352,3	10,1	10,2	9,7	1 722	2,0
Podatek bankowy	-171	-642								
Grupa OTP ogółem	3 239	12 119								

Podsumowanie wyceny

(mld HUF)	waga	wycena
Koszt kapitału 12M		10,2%
DDM	50%	3 229
Zyski ekonomiczne	50%	3 617
Średnia wartość godziwa na akcję (HUF)		12 761
Podatek bankowy		-642
Zyski mniejszościowych		-58
Wartość godziwa na akcję (HUF)		12 119
Koszt kapitału 9M		7,6%
Cena docelowa za 9M (HUF)		13 046

PZU trzymaj (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian rekomendację oraz cenę docelową. W wynikach za 2Q spodziewamy się wzrostu składki przypisanej brutto (+2% Q/Q) oraz zarobionej netto (+2,3% Q/Q). Niekorzystne czynniki pogodowe powinny spowodować wzrost odszkodowań o około 2,2% R/R. Spodziewamy się również silnego wyniku inwestycyjnego na poziomie 446 mln PLN oraz słabej kontrybucji banków (jednorazowe odpisy po stronie Aliora oraz koszty po stronie Pekao). Prognozujemy, że w kolejnych dwóch latach składka przypisana brutto wzrośnie o odpowiednio 2,1% i 2,2% zaś odszkodowania o odpowiednio 4% i 2%. Wyniki z 2019 roku powinny przełożyć się na wskaźnik DY na poziomie >6% co jest nadal jedną z najwyższych dywidend w polskim sektorze finansowym. Zagrożeniem dla dywidendy może być wzrost odszkodowań. Uważamy, że bardzo niski poziom wskaźnika COR w 2018 roku będzie ciężki do powtórzenia w kolejnych latach, szczególnie biorąc pod uwagę rosnącą wartość szkody motoryzacyjnej oraz niesprzyjające warunki meteorologiczne w 2019 roku. Od początku roku Polska doświadczyła suszy, powodzi, bardzo wysokich temperatur, które przekładają się na gwałtowne burze i tornada.

Cena bieżąca 40,99 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 43,38 PLN **+5,8%**

aktualna **rekomendacja** **cena docelowa** **data wydania**
trzymaj **43,38 PLN** **2019-07-03**

Podstawowe dane			PZU PW	vs. WIG
Ticker	PZU PW	Zmiana 1M	-4,7%	-2,3%
ISIN	PLPZU0000011	Zmiana YTD	-6,6%	-8,7%
Liczba akcji (mln)	863,5	Średni obrót 1M	79,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	35 395,8	Średni obrót 6M	66,9 mln PLN	
		P/E 12M fwd	10,7	-11,6%
Free float	64,8%	P/E 5Y avg	12,1	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Skl. przyp. brutto	22 847	23 470	23 962	24 486	25 035
Odszkodowania	-14 942	-14 563	-15 108	-15 432	-15 771
Wynik inw.	1 895	892	924	918	836
Koszty razem	-4 511	-4 750	-4 957	-5 089	-5 226
Zysk netto	2 910	3 213	3 263	3 432	3 511
P/E	12,2	11,0	10,9	10,3	10,1
P/BV	2,4	2,4	2,3	2,3	2,3
ROE	21,1%	21,7%	21,8%	22,5%	22,6%
DPS	1,40	2,70	2,98	3,01	3,18
DYield	3,4%	6,6%	7,3%	7,3%	7,8%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
Składka przypisana brutto		0,0%	0,0%	0,0%	
Odszkodowania		0,0%	0,0%	0,0%	
Wynik inwestycyjny		0,0%	0,0%	0,0%	
Koszty razem		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

RZiS

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Składka przypisana brutto	22 847	23 290	23 962	24 486	25 035
Składka zarobiona netto	21 354	22 222	22 793	23 327	23 836
Odszk. i świadc., netto	-14 941	-14 607	-15 108	-15 432	-15 771
Wynik inwestycyjny	1 895	1 020	924	918	836
Koszty akwizycji	-2 901	-3 081	-3 292	-3 384	-3 479
Koszty administracyjne	-1 614	-1 589	-1 664	-1 705	-1 746
Pozostałe przychody/koszt	-774	-1 354	-874	-867	-862
Wynik na działalności bank	2 439	3 971	4 635	5 158	5 618
Wynik operacyjny	5 458	6 820	7 414	8 015	8 431
Koszty finansowe	0	0	0	0	0
Jednostki zależne	-1	-1	16	-1	0
Zysk brutto	5 457	6 836	7 430	8 014	8 431
Podatek dochodowy	-1 289	-1 631	-1 770	-1 913	-2 012
Zysk mniejszości	1 290	2 155	2 397	2 669	2 908
Zysk netto	2 878	3 203	3 263	3 432	3 511

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2017-19)	6 724	26%
Korekta o PV	1 123	4%
Etap II (2020-34)	13 355	51%
Etap III (2035-54)	3 890	15%
Wartość rezydualna	850	3%
Wartość godziwa	25 942	100%
Liczba akcji (mln)	864	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	30,04	
Cena docelowa za 9M (PLN)	31,96	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	11 054	47%
Etap I (2017-19)	3 308	14%
Korekta o PV	462	2%
Etap II (2020-34)	7 350	31%
Etap III (2035-54)	1 536	6%
Wartość godziwa	23 709	100%
Liczba akcji (mln)	864	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	27,46	
Cena docelowa za 9M (PLN)	29,21	

Wycena PZU (bez banków)

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	25 942
Zyski ekonomiczne	50%	23 709
Średnia wartość godziwa		24 826

Wycena sumą części (SOTP)

(mln PLN)	łącznie	na akcję
PZU (bez banków)	24 826	28,75
Bank Pekao	7 303	8,46
Alior Bank	3 089	3,58
Suma części	35 217	40,78
Cena docelowa za 9M (PLN)	43,38	

Kruk kupuj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj dla Kruka. Solidne spłaty oraz niska cena zakupionych portfeli w Q2 przemawiają na korzyść Kruka. Warto tutaj podkreślić, że rośnie strumień spłat w Rumunii i Polsce, a jednocześnie w strukturze spłat rośnie udział rynku włoskiego. Z wypowiedzi zarządu wynika, że rentowności ostatnio zakupionych portfeli powinny być wyższe niż zwroty obserwowane w ostatnich dwóch latach. Spodziewamy się, że wyniki w Q2 będą lekko wsparte korzystną zmianą kursu walutowego EURRON, a po pierwszym półroczu Kruk wykona 58% naszej prognozy. Aktualnie najistotniejszą kwestią pozostaje poziom spłat na rynku włoskim, zwłaszcza w lipcu, ponieważ zgodnie z wypowiedziami zarządu krzywa spłat idzie mocno w górę w tym miesiącu. Na pierwsze wskazówki dotyczące spłat na rynku włoskim w okresie letnim będziemy musieli poczekać do wrześniowej konferencji wyników. Notowaniom Kruka na pewno nie pomaga zamieszanie związane z procedowaniem ustawy anty-lichwiarskiej, która zgodnie z doniesieniami medialnymi nadal może być uchwalona przed jesiennymi wyborami parlamentarnymi. Z drugiej strony należy podkreślić spadającą pozycję krótką dla całego sektora w ostatnich tygodniach i podkreślenie przez inne firmy windykacyjne sprzyjającego środowiska operacyjnego.

Cena bieżąca

184,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

213,65 PLN

+16,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	213,65 PLN	2019-04-02

Podstawowe dane		KRU PW	vs. WIG
Ticker	KRU PW	Zmiana 1M	+2,8% +5,2%
ISIN	PLKRK0000010	Zmiana YTD	+21,3% +19,3%
Liczba akcji (mln)	18,9	Średni obrót 1M	4,0 mln PLN
MC (mln PLN)	3 475,2	Średni obrót 6M	8,2 mln PLN
		P/E 12M fwd	10,1 -23,9%
Free float	87,0%	P/E 5Y avg	13,3 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody ogółem	1 055	1 165	1 257	1 276	1 294
z zakupu wierzyt.	972	1 070	1 161	1 177	1 193
z inkasa	59	67	70	72	73
Koszty operacyjne	-148	-161	-176	-179	-181
Zysk netto	295	330	336	342	343
P/E	11,7	10,5	10,3	10,2	10,1
P/BV	2,4	2,0	1,8	1,7	1,6
ROE	21,9%	20,7%	18,5%	17,2%	15,9%
DPS	5,76	5,00	5,00	8,90	9,06
DYield	3,1%	2,7%	2,7%	4,8%	4,9%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
Nabyte pakiety wierzytelności		0,0%	0,0%	0,0%	
Usługi windykacyjne		0,0%	0,0%	0,0%	
Pozostałe produkty		0,0%	0,0%	0,0%	
Koszty ogólne		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

RZiS

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Nabyte pakiety wierzytelności	559	633	693	701	709
Usługi windykacyjne	15	15	18	19	19
Pozostałe produkty	15	16	15	16	17
Marża pośrednia	589	664	727	736	745
Koszty ogólne	148	161	178	180	182
Wynik na pozostałej działalności	-2	-5	-5	-5	-5
EBITDA	439	498	544	551	558
Amortyzacja	19	20	21	23	24
EBIT	421	478	523	528	533
Przychody/koszty finansów	-86	-126	-145	-145	-149
Zysk brutto	335	353	378	384	384
Podatek dochodowy	40	22	38	38	38
Zysk netto	295	330	340	346	346
Nakłady na nowe portfele	976	1 395	891	949	1 259
Spłaty	-1 369	-1 582	-1 856	-2 137	-2 003

Wycena DDM oraz EVA

(mln PLN)	DDM	EVA
Początkowe TNAV		1 460
Etap I (2017-24)	1 496	2 041
Etap II (2025-44)	2 383	1 034
PV TV	967	
Wartość godziwa na 01/2019	3 515	3 654
Korekta o wartość pieniądza w czasie	196	67
Obecna wartość firmy	3 711	3 721
Liczba akcji (mln)	18,9	18,9
Koszt kapitału	7,8%	7,8%
Wartość godziwa na akcję (PLN)	196,47	197,01
Cena docelowa za 9M (PLN)	210,61	211,19

Podsumowanie DCF

	(mln PLN)
Suma FCF	1 312
Wartość rezydualna (TV)	9 374
Wzrost FCF po prognozie	3,0%
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	4 834
Wartość firmy (EV)	6 146
Dług netto	2 353
Udziałowcy mniejszościowi	0
Wartość firmy na 01/2016	3 792
Korekta o wartość pieniądza w czasie	69
Obecna wartość godziwa	3 861
Ilość akcji (mln)	18,9
Wartość firmy na akcję (PLN)	204,44

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	33%	3 711
Zyski ekonomiczne	33%	3 721
DCF	33%	3 861

Wycena na akcję

(PLN)	waga	wycena
DDM	33%	196,47
Zyski ekonomiczne	33%	197,01
DCF	33%	204,44
Średnia wartość godziwa		199,31
Koszt kapitału 9M		6,2%
Cena docelowa za 9M (PLN)		213,65

Skarbiec Holding kupuj (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj. Przewidujemy, że w Q2 Skarbiec znowu pokaże solidną opłatę zmienną, co pozwoli zniwelować spadek opłaty za zarządzanie wynikający z dalszego spadku AuM. Obecnie prognozujemy wzrost rynku przez najbliższe 5 lat w średnio rocznym tempie 6,5%. Uważamy, że Zarząd SKH jednoznacznie porzucił strategiczny cel osiągnięcia 8 mld PLN aktywów pod zarządzaniem na koniec 2020 roku. Oczekujemy, że AUM Skarbca w przeciągu najbliższych 5 lat będą rosły w średniorocznym tempie 5,5%, dodatkowo wsparte przez 550 mln PLN związanych z programem PPK w roku obrotowym 2019/20. Jednocześnie przystąpienie do programu PPK będzie miało negatywny wpływ na dywidendę w roku obecnym. Według ustawy PPK, fundusze przystępujące do programu powinny posiadać kapitał własny w wysokości co najmniej 25 mln PLN. Oznacza to, że Skarbiec może maksymalnie wypłacić około 12 mln PLN w formie dywidendy. Ostrożnie zakładamy wypłatę na poziomie 10 mln PLN (DPS 1,47 PLN, DY 9%), a następnie normalizację wypłaty do około 100% zysku netto (średnio 20% DY w kolejnych 9 latach). Uważamy, że cieniem na spółce kładzie się nadal niejasna sytuacja odnośnie akcjonariatu, co może pośrednio przekładać się na stosunki z dystrybutorami. Osiągnięcie przez Skarbiec naszej ceny docelowej gwarantuje nadal wysoki wskaźnik DY (>10%), który będzie nieosiągalny dla innych spółek finansowych.

Cena bieżąca	17,90 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	28,17 PLN	+57,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	28,17 PLN	2019-06-03

Podstawowe dane			SKH PW	vs. WIG
Ticker	SKH PW	Zmiana 1M	+1,4%	+3,8%
ISIN	PLSKRBH00014	Zmiana YTD	-15,2%	-17,2%
Liczba akcji (mln)	6,8	Średni obrót 1M	0,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	122,1	Średni obrót 6M	0,1 mln PLN	
		P/E 12M fwd	6,0	-17,3%
Free float	25,4%	P/E 5Y avg	7,3	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody ogółem	101,5	105,1	92,7	101,9	104,5
opłata stała	80,9	78,5	76,9	83,5	83,9
opłata zmienna	15,2	25,6	14,7	17,3	19,5
Koszty razem	-78,1	-76,1	-68,8	-74,3	-78,4
Zysk netto	19,6	24,0	19,9	23,0	21,8
P/E	6,2	5,1	6,1	5,3	5,6
P/BV	1,2	1,3	1,2	1,1	1,1
ROE	19,3%	24,2%	19,7%	21,6%	20,3%
DPS	2,62	4,45	1,47	3,22	3,15
DYield	14,6%	24,8%	8,2%	18,0%	17,6%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
Wynagrodzenie stałe			0,0%	0,0%	0,0%
Wynagrodzenie zmienne			0,0%	0,0%	0,0%
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
Koszty razem			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Wynagrodzenie stałe	80,9	78,5	76,9	83,5	83,9
Wynagrodzenie zmienne	15,2	25,6	14,7	17,3	19,5
Pozostałe	5,4	1,0	1,0	1,0	1,1
Przychody	101,5	105,1	92,7	101,9	104,5
Koszty dystrybucji	-41,5	-35,8	-34,4	-38,4	-41,1
Koszty świadczeń pracowni	-19,8	-24,4	-17,9	-18,8	-19,7
Pozostałe koszty działalno:	-16,8	-15,8	-16,5	-17,1	-17,6
Koszty operacyjne	-78,1	-76,1	-68,8	-74,3	-78,4
Pozostałe	0,9	0,8	0,8	0,8	0,9
Zysk brutto	24,3	29,8	24,6	28,4	26,9
Podatek dochodowy	-4,7	-5,8	-4,7	-5,4	-5,1
Zysk netto	19,6	24,0	19,9	23,0	21,8
Aktywa detaliczne	4 414	3 462	4 099	4 778	5 231
Aktywa dedykowane	2 375	339	339	339	339
AUM ogółem	6 789	3 802	4 439	5 117	5 570

Bilans

(mln PLN)	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Środki pieniężne	50,1	34,0	36,5	36,9	37,2
Pozostałe aktywa	67,4	88,7	95,3	96,2	97,0
Aktywa razem	117,5	122,7	131,8	133,1	134,2
Obowiązki i kredyty	0,1	1,5	1,6	1,8	1,7
Pozostałe zobowiązania	15,0	25,1	24,2	24,2	25,2
Udziały mniejszościowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitały własne	102,4	96,1	106,0	107,0	107,4

Analiza porównawcza

	P/E			Kapitalizacja/AUM		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	7,2	7,1	6,2	0,0	0,0	0,0
Maksimum	17,4	15,9	14,1	0,0	0,0	0,0
Mediana	11,1	11,4	10,5	0,0	0,0	0,0
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
PV Dywidend (Etap I)	110	61%
PV Dywidend (Etap II)	67	37%
PV wartości rezydualnej	5	3%
Wartość godziwa na 07/2018	182	100%
Korekta o wartość pieniądza w czasie	10	
Wartość godziwa	192	
Rozwodnienie (program menadż.)	-7	
Obecna wartość godziwa	185	
Liczba akcji (mln)	6,8	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	27,09	
Cena docelowa za 9M (PLN)	29,33	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowy TNAV	102	53%
Etap I (2018-2025)	64	33%
Etap II - 20-lat	25	13%
Wartość godziwa na 07/2018	191	100%
Korekta o wartość pieniądza w czasie	19	
Wartość godziwa	210	
Rozwodnienie (program menadż.)	-8	
Obecna wartość godziwa	202	
Liczba akcji (mln)	6,8	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	29,66	
Cena docelowa za 9M (PLN)	32,11	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	33%	185
Zyski ekonomiczne	33%	202
Porównawcza	33%	151

Wycena na akcję

(PLN)	waga	wycena
DDM	33%	27,09
Zyski ekonomiczne	33%	29,66
Porównawcza	33%	22,09
Koszt kapitału 9M		8,3%
Cena docelowa za 9M (PLN)		28,17

Chemia

Ciech

trzymaj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Mimo bardzo dobrych perspektyw z początku roku odnośnie wzrostu popytu na sodę oraz średnich jej cen Ciech od marca pozostaje w wyraźnym trendzie spadkowym. Powodem tego są zapowiedzi wyższych wydatków inwestycyjnych na poprawę efektywności produkcji w latach 2019-2020, brak dywidendy z zysku za 2019 rok, relatywnie słabe wyniki za 1Q'19 oraz możliwe kary wynikające z kontroli skarbowych za poprzednie lata. W czerwcu zmaterializowało się dodatkowe ryzyko w postaci ogłoszonej siły wyższej (force majeure) przez dostawcę pary technologicznej do zakładów w Govora. Naszym zdaniem wysoce możliwe spadki wolumenów produkcyjnych w spółce zależnej w 2H'19 zmniejszą potencjalną skalę poprawy wyników całej Grupy. Dodatkowo wysokie temperatury w Europie zwiększają ryzyko, że kolejny rok z rzędu niskie stany wód w Niemczech negatywnie przekładają się będą na wolumeny Soda Deutschland. Powodów do radości nie dają również oczekiwania na 2Q'19. Brak poprawy R/R poddaje pod wątpliwość tegoroczną dynamiczną poprawę rezultatów (ryzyko rewizji w dół konsensusu). Nie zmieniamy naszej rekomendacji (trzymaj) oraz pozostawiamy bez zmian naszą cenę docelową (41,72 PLN/akcja).

Cena bieżąca

38,40 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

41,72 PLN

+8,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	41,72 PLN	2019-07-03

Podstawowe dane			CIE PW	vs. WIG
Ticker	CIE PW	Zmiana 1M	-7,5%	-5,0%
ISIN	PLCIECH000018	Zmiana YTD	-13,3%	-15,4%
Liczba akcji (mln)	52,7	Średni obrót 1M		3,2 mln PLN
MC (mln PLN)	2 023,7	Średni obrót 6M		3,4 mln PLN
EV (mln PLN)	3 533,7	EV/EBITDA 12M fwd	5,0	-17,7%
Free float	33,0%	EV/EBITDA 5Y avg	6,1	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	3 579	3 673	3 805	3 844	4 172
EBITDA skor.	808	633	690	725	715
marża EBITDA	22,6%	17,2%	18,1%	18,9%	17,1%
EBIT skor.	564	358	400	386	371
Zysk netto skor.	373	166	267	255	243
P/E skor.	5,4	12,2	7,6	7,9	8,3
P/BV	0,9	1,0	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA skor.	3,6	5,5	5,1	5,1	5,0
DPS	0,00	7,50	0,00	1,01	2,42
DYield	0,0%	19,5%	0,0%	2,6%	6,3%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Soda (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Soda Ciech (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Soda vol (tys. ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel do celów energetycznych (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel kokсовy (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Gaz ziemny (PLN/m3)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA soda	704	540	549	572	554
EBITDA organika	97	76	96	102	109
EBITDA krzemiany	37	34	37	41	42
EBITDA pozostałe	-5	9	9	9	9
EBITDA/t soda	306	243	260	283	246
Przepływy oper.	629	454	559	651	627
Amortyzacja	244	275	291	339	344
Kapitał obrotowy	-66	-97	-58	-2	-20
Przepływy inv.	-389	-627	-545	-678	-331
CAPEX	402	595	545	678	331
Przepływy fin.	-164	-125	-160	-14	-288
Dywidenda/buyback	0	-395	0	-53	-127
FCF	234	-170	15	-26	298
FCF/EBITDA	28%	-26%	2%	-4%	42%
CFO/EBITDA	75%	69%	81%	90%	88%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Soda (USD/t)	269	278	277	277	277	277	277	277	277	277	277
Soda Ciech (PLN/t)	881,1	892,8	892,8	892,8	892,8	892,8	892,8	892,8	892,8	892,8	892,8
Soda vol (tys. ton)	2 115	2 020	2 250	2 300	2 300	2 300	2 300	2 300	2 300	2 300	2 301
Przychody	3 805	3 844	4 172	4 271	4 304	4 330	4 347	4 365	4 383	4 401	4 421
EBITDA	690	725	715	710	708	701	688	675	661	648	634
marża EBITDA	18,1%	18,9%	17,1%	16,6%	16,5%	16,2%	15,8%	15,5%	15,1%	14,7%	14,3%
EBIT	400	386	371	377	379	364	343	322	302	283	266
Podatek	73	69	66	68	69	67	63	58	54	51	47
CAPEX	-545	-678	-331	-313	-319	-332	-340	-348	-356	-363	-368
Kapitał obrotowy	-58	-2	-20	-6	-2	-2	-1	-1	-1	-1	-1
FCF	15	-26	298	323	317	301	284	267	250	233	218
PV FCF	15	-23	252	255	234	206	182	159	139	121	
WACC	7,0%	6,9%	6,9%	7,0%	7,0%	7,1%	7,1%	7,1%	7,2%	7,2%	7,2%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	4 644	4 831	5 030	5 340	5 435
Aktywa trwałe	3 205	3 559	3 813	4 154	4 142
Kapitał własny	2 188	1 970	2 236	2 438	2 554
Udział mniejszości	-3	0	0	0	0
Dług netto	865	1 464	1 510	1 651	1 543
Dług netto/EBITDA (x)	1,0	2,2	2,2	2,3	2,2
Dług netto/kap. wł. (x)	0,4	0,7	0,7	0,7	0,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	4,2	4,3	4,0	5,2	4,1	3,5
Maksimum	27,3	19,6	17,3	15,1	12,8	11,6
Mediana	11,1	10,9	10,1	6,6	5,5	5,4
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 540
Dług netto	1 464
Inne korekty	-201
Wycena DCF na akcję (PLN)	38,60

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	40,32
DCF	50%	38,60
Cena wynikowa		39,46
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		41,72

Grupa Azoty trzymaj (obniżona)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Spadek cen gazu ziemnego, jaki obserwowaliśmy w 2Q'19 przy mniej dynamicznym spadku cen nawozów na rynku krajowym powinien pozytywnie przekładać się na wyniki tego okresu. Naszym zdaniem biorąc pod uwagę udany 2Q'19, mniejsze o 20% R/R zapasy nawozów u krajowych dystrybutorów oraz możliwe wejście w życie ceł zaporowych na import RSM w 2H'19 – rynek może przesunąć swoje całoroczne oczekiwania na poziomie EBITDA do około 1,5 mld PLN (konsensus 1,38 mld PLN). Pozytywnie na wycenę wpływa również pojawienie się nowych inwestorów w finansowaniu projektu PDH. Wyższa oczekiwana EBITDA w 2019 roku oraz mniejsze wydatki związane z kluczowym projektem PDH powodują, że dług netto w relacji do EBITDA na koniec 2019 roku spadnie według nas do 1,6x, co naszym zdaniem pozytywnie przełoży się na postrzeganie ryzyka przez inwestorów. Po wyraźnym wzroście kursu akcji obniżamy naszą rekomendację z akumuluj do trzymaj, a cenę docelową pozostawiamy na niezmiennym poziomie 45,93 PLN/akcja.

Cena bieżąca

42,30 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

45,93 PLN

+8,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	45,93 PLN	2019-08-02	
poprzednia	akumuluj	45,93 PLN	2019-07-03	
Podstawowe dane			ATT PW	vs. WIG
Ticker	ATT PW	Zmiana 1M	+1,2%	+3,7%
ISIN	PLZATRM00012	Zmiana YTD	+35,7%	+33,6%
Liczba akcji (mln)	99,2	Średni obrót 1M	2,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 196,0	Średni obrót 6M	4,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	7 392,9	EV/EBITDA 12M fwd	5,1	-21,2%
Free float	29,0%	EV/EBITDA 5Y avg	6,4	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	9 617	9 999	12 483	12 425	12 751
EBITDA skor.	1 262	805	1 560	1 119	1 131
marża EBITDA	13,1%	8,1%	12,5%	9,0%	8,9%
EBIT skor.	672	122	810	376	401
Zysk netto skor.	550	43	554	218	217
P/E skor.	7,6	98,4	7,6	19,2	19,4
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA skor.	4,1	8,8	4,7	7,6	8,7
DPS	0,79	1,20	0,00	0,00	0,66
DYield	1,9%	2,8%	0,0%	0,0%	1,6%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Mocznik (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Saletra (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Gaz ziemny (PLN/m3)			0,0%	0,0%	0,0%
Melamina (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Poliamid 6 (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Propylen (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA nawozy	484	82	889	549	570
EBITDA tworzywa	221	192	183	171	147
EBITDA chemia	348	282	295	232	241
EBITDA Compo	0	0	127	121	124
EBITDA pozostałe	134	208	66	47	48
Przepływy oper.	1 087	1 043	1 225	1 087	1 082
Amortyzacja	590	683	751	743	731
Kapitał obrotowy	13	155	-230	3	-14
Przepływy inw.	-709	-1 761	-1 372	-2 040	-2 199
CAPEX	1 063	2 042	1 387	2 040	2 199
Przepływy fin.	39	440	-118	481	1 086
Dywidenda/buyback	-78	-119	0	0	-66
FCF	49	-1 158	-189	-965	-1 126
FCF/EBITDA	4%	-151%	-12%	-86%	-100%
CFO/EBITDA	92%	136%	79%	97%	96%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Mocznik (PLN/t)	1 627	1 568	1 607	1 606	1 604	1 603	1 601	1 600	1 599	1 597	1 606
Saletra (PLN/t)	1 369	1 324	1 363	1 361	1 360	1 358	1 357	1 356	1 354	1 353	1 360
Gaz ziem. (PLN/m3)	1 000	1 075	1 184	1 184	1 184	1 184	1 184	1 184	1 184	1 184	1 184
Przychody	12 483	12 425	12 751	13 647	14 628	14 898	15 121	15 275	15 432	15 523	15 671
EBITDA	1 560	1 119	1 131	1 474	1 616	1 680	1 653	1 645	1 632	1 615	1 630
marża EBITDA	12,5%	9,0%	8,9%	10,8%	11,0%	11,3%	10,9%	10,8%	10,6%	10,4%	10,4%
EBIT	810	376	401	522	663	737	749	770	755	723	738
Podatek	133	47	43	48	63	81	87	94	93	88	92
CAPEX	-1 387	-2 040	-2 199	-844	-572	-619	-660	-814	-832	-878	-892
Kapitał obrotowy	-230	3	-14	-39	-43	-12	-10	-7	-7	-4	-6
FCF	-189	-965	-1 126	543	938	968	896	731	701	645	641
PV FCF	-183	-877	-967	436	702	675	581	441	394	337	
WACC	6,9%	6,6%	6,3%	6,5%	6,7%	6,8%	6,9%	7,0%	7,0%	7,1%	7,1%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	11 738	14 160	14 775	15 588	17 122
Aktywa trwałe	8 070	9 886	10 553	11 855	13 330
Kapitał własny	6 856	6 703	7 254	7 472	7 624
Udział mniejszości	588	625	652	659	667
Dług netto	367	2 226	2 545	3 618	4 949
Dług netto/EBITDA (x)	0,3	2,9	1,6	3,2	4,4
Dług netto/kap. wł. (x)	0,1	0,3	0,4	0,5	0,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	9,1	8,6	6,3	5,9	5,4	4,8
Maksimum	24,7	17,9	15,4	10,3	8,9	8,2
Mediana	13,6	10,5	8,9	7,5	6,9	6,5
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	8 035
Dług netto	2 226
Inne korekty	-625
Wycena DCF na akcję (PLN)	52,26

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	34,16
DCF	50%	52,26
Cena wynikowa		43,21
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		45,93

Paliwa

Lotos

sprzedaj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Aktualizujemy prognozy cen ropy oraz marż rafineryjnych, co skutkuje podwyższeniem szacunków EBITDA LIFO na ten rok o niecałe 7% i wyższym zyskiem netto w latach 2020-21 z uwagi na dodatni efekt LIFO. W rezultacie rewidujemy w górę wycenę z 65,95 PLN do 72,31 PLN, ale utrzymujemy rekomendację sprzedaj. Wszystko wskazuje na to, że warunki makro w najbliższych miesiącach znów będą sprzyjające ze względu na zamknięcie dużej rafinerii w USA i widoczne problemy z logistyką na Renie zwiastujące wysokie marże na dieslu i wzrost premii lądowej w kolejnych tygodniach. Niskie ceny gazu są z jednej strony problemem dla części wydobywczej w Norwegii, ale z drugiej strony poprawiają rentowność energetyki w rafinerii w Polsce, co ma znaczenie w kontekście różnicy w efektywnych stopach podatkowych. Lepsze perspektywy dla wyników w krótkim terminie nie powinny jednak przesłaniać ryzyk związanych z oczekiwanym cyklicznym pogorszeniem otoczenia makro pod ciężarem nowych mocy wytwórczych, mocno rozbudzonych rynkowych oczekiwań co do poprawy wyników w 2020 po uruchomieniu DCU i wdrożeniu nowych limitów IMO nawet do 4 mld PLN EBITDA LIFO, a także coraz śmielszych zapowiedzi Zarządu o nowych projektach inwestycyjnych (PDH z Grupą Azoty, petrochemia). Nadal też nie ma 100% pewności co do formuły i harmonogramu potencjalnego wezwania ze strony PKN Orlen, którego perspektywa stanowiła istotny katalizator wzrostu kursu na przestrzeni ostatniego roku.

Cena bieżąca

88,66 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

72,31 PLN

-18,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	sprzedaj	72,31 PLN	2019-08-02
poprzednia	sprzedaj	65,95 PLN	2019-06-03
Podstawowe dane		LTS PW	vs. WIG
Ticker	LTS PW	Zmiana 1M	+8,1% +10,5%
ISIN	PLLOTOS00025	Zmiana YTD	+0,2% -1,9%
Liczba akcji (mln)	184,9	Średni obrót 1M	18,5 mln PLN
MC (mln PLN)	16 390,9	Średni obrót 6M	26,2 mln PLN
EV (mln PLN)	19 322,0	EV/EBITDA 12M fwd	4,9 -14,4%
Free float	46,8%	EV/EBITDA 5Y avg	5,8 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	24 186	30 122	27 325	27 786	29 963
EBITDA	3 073	3 704	2 804	3 169	3 549
marża EBITDA	12,7%	12,3%	10,3%	11,4%	11,8%
EBIT	2 229	2 981	1 921	2 176	2 469
Zysk netto	1 672	1 587	1 215	1 317	1 444
P/E	9,8	10,3	13,5	12,4	11,4
P/BV	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1
EV/EBITDA	6,1	4,9	6,9	5,8	5,0
DPS	1,00	1,00	3,00	1,97	2,14
DYield	1,1%	1,1%	3,4%	2,2%	2,4%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
EBITDA LIFO		+6,6%	-0,8%	+0,9%	
Zysk netto		+8,2%	+7,9%	+9,3%	
Brent (USD/Bbl)		-7,1%	-6,7%	0,0%	
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)		+5,2%	0,0%	0,0%	
USD/PLN		0,0%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA LIFO skor.	3 050	3 126	2 844	3 119	3 438
upstream	863	917	651	956	1 377
rafineria	2 058	2 022	1 988	1 954	1 848
detal	139	181	204	210	214
EV/EBITDA LIFO skor.	6,1	5,8	6,7	5,8	5,1
Efekt LIFO	171	500	-40	50	111
Inne zd. jednorazowe	-148	78	0	0	0
Saldo finansowe	219	-259	-139	-142	-110
Przerób ropy mln ton	9,6	10,8	10,4	10,2	10,2
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	7,7	7,1	7,0	7,3	6,9
detal EBITDA/tonę	119	144	130	132	135
upstream \$ EBITDA/boe	26,9	34,1	24,5	33,7	40,3
Wydobycie w mboe/d	23,3	20,4	19,4	21,6	26,0
gaz	13,4	11,5	10,7	11,2	11,6
ropa	9,9	8,9	8,7	10,4	14,5

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	3 127	2 328	2 333	2 599	2 165
CFO/EBITDA LIFO skor.	103%	74%	82%	83%	63%
Capex	1 439	967	1 571	1 289	1 046
Kapitał obrotowy	4 035	4 816	5 018	5 106	5 579
Kapitał własny	10 712	12 035	12 733	13 790	14 798
Dług netto	2 505	1 943	2 931	2 026	1 456
Dług netto/EBITDA (x)	0,8	0,5	1,0	0,6	0,4

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	2,9	2,8	2,4	1,9	1,8	1,7
Maksimum	26,4	18,3	29,5	11,6	10,7	10,2
Mediana	10,1	7,5	7,9	5,0	4,5	4,4
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF (bez segmentu wydobywczego)

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Brent (USD/Bbl)	65,0	70,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0
Marża+dyferencjał	6,1	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
USD/PLN	3,75	3,59	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60
Przychody	26 139	26 241	27 814	27 565	27 565	27 565	27 565	27 565	27 624	27 678	27 678
EBITDA	2 152	2 213	2 172	2 057	2 052	2 048	2 043	2 038	2 033	2 024	2 024
marża EBITDA	8,2%	8,4%	7,8%	7,5%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,3%	7,3%
EBIT	1 485	1 449	1 388	1 233	1 270	1 240	1 221	1 203	1 184	1 160	1 307
Podatek	282	275	264	234	241	236	232	229	225	220	248
CAPEX	-686	-679	-717	-717	-717	-717	-717	-717	-717	-717	-717
Kapitał obrotowy	-202	-89	-473	-2	30	23	46	11	5	3	3
FCF	982	1 170	719	1 104	1 124	1 118	1 140	1 103	1 096	1 089	1 061
PV FCF	952	1 047	598	851	803	739	698	625	575	529	
WACC	7,9%	8,2%	7,8%	7,8%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdykontowana wartość FCF	14 761
Dług netto	3 034
Petrobaltic	1 839
Wycena DCF na akcję (PLN)	73,38

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	62,66
DCF	50%	73,38
Cena wynikowa		68,02
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		72,31

MOL akumuluj (podwyższona)

Kamil Kliszczyk

+48 22 438 24 02

kamil.kliszczyk@mbank.pl

Kurs MOL-a zachowywał się w ostatnim miesiącu słabiej nie tylko od szerokiego rynku, ale również od lokalnych spółek porównywalnych i praktycznie nie zareagował na lepsze odczyty marż rafineryjnych, ignorując nawet dobre wyniki zaraportowane przez PKN Orlen. W niniejszym raporcie aktualizujemy nasze założenia makro, przyjmując bardziej konserwatywną ścieżkę dla cen ropy i podnosząc jednocześnie prognozy modelowej marży rafineryjnej z uwagi na lepsze odczyty YTD i rosnące ryzyko powtórzenia ubiegłorocznych problemów logistycznych na Renie, które wywindowały cracki dieslowe i premię lądową w regionie. Dodatkowo, mimo obserwowanych już tendencji spadkowych, uwzględniamy wyższe marże petrochemiczne (efekt wysokich odczytów w 2Q), które pozwolą na wygenerowanie ekstra około 30 mld HUF EBITDA LIFO. Przypominamy również, że Grupa pomimo znacznej produkcji gazu ma ograniczoną ekspozycję na bardzo niskie obecnie spotowe ceny tego surowca z uwagi na duży udział sprzedaży regulowanej na Węgrzech i w Chorwacji. Po korekcie wyceny o wypłaconą już dywidendę oraz najbardziej aktualne dane o liczbie akcji własnych, powyższe rewizje wpływają na wzrost naszej ceny docelowej do 3 258 HUF i dlatego przy obecnym kursie rynkowym podnosimy naszą rekomendację z trzymaj do akumuluj. naszym zdaniem Spółka na tle polskich konkurentów oferuje znacznie atrakcyjniejszą wycenę na EV/EBITDA LIFO i bezpieczniejszą perspektywę FCF w kolejnych latach z uwagi na wyważony plan inwestycyjny, nawet w naszym konserwatywnym scenariuszu makro.

Cena bieżąca

3 004 HUF

potencjał zmiany

Cena docelowa

3 258 HUF

+8,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	3 258 HUF	2019-08-02	
poprzednia	trzymaj	3 223 HUF	2019-06-03	
Podstawowe dane			MOL HB	vs. WIG
Ticker	MOL HB	Zmiana 1M	-3,7%	-1,2%
ISIN	HU0000153937	Zmiana YTD	+0,7%	-1,3%
Skor. I. akcji (mln)	750,3	Średni obrót 1M	1 692,2 mln HUF	
MC (mln HUF)	2 253 812,5	Średni obrót 6M	1 936,5 mln HUF	
EV (mln HUF)	2 988 355,0	EV/EBITDA 12M fwd	4,2	-2,4%
Free float	53,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,3	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mld HUF)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	4 130	5 169	4 598	4 883	5 169
EBITDA	673	764	668	709	755
marża EBITDA	16,3%	14,8%	14,5%	14,5%	14,6%
EBIT	354	353	290	315	362
Zysk netto	307	301	207	236	272
P/E	7,3	7,5	10,9	9,6	8,3
P/BV	1,3	1,1	1,1	1,0	1,0
EV/EBITDA	4,5	3,8	4,5	4,2	3,8
DPS	78,13	127,50	142,44	150,17	157,67
DYield	2,6%	4,2%	4,7%	5,0%	5,2%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
CCS EBITDA			+10,4%	-3,0%	-0,7%
Zysk netto			+39,6%	+2,7%	+6,7%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			+14,5%	0,0%	0,0%
Marża petchem (USD/t)			+9,9%	+0,2%	-0,0%
Brent (USD/Bbl)			-7,1%	-6,7%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mld HUF)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA LIFO skor.	673	728	672	706	752
upstream	235	344	299	343	357
rafineria	198	183	155	148	166
detal	97	115	128	127	133
petchem	127	87	85	83	94
gaz	61	50	56	57	57
koszty ogólne	-45	-51	-52	-52	-54
EV/EBITDA LIFO skor.	4,5	4,0	4,4	4,2	3,8
Efekt LIFO	7	19	-4	3	3
Inne zd. jednorazowe	-7	17	0	0	0
Saldo finansowe	11	-22	-10	-10	-9
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	5,3	4,9	4,2	4,0	4,5
upstream \$ EBITDA/boe	23,7	34,8	29,0	33,5	36,5
Przerób ropy mln ton	18,5	19,1	19,1	19,1	19,1
Wydobycie mboe/d	107,4	110,6	114,7	114,3	109,4

Model DCF (bez segmentu wydobywczego)

(mld HUF)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Brent (USD/Bbl)	65	70	75	75	75	75	75	75	75	75	75
Marża+dyferencjał	6,3	6,0	6,0	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5
USD/HUF	265	265	265	265	265	265	265	265	265	265	265
Przychody	4 282	4 545	4 826	4 836	4 837	4 838	4 838	4 839	4 840	4 841	4 841
EBITDA	369	366	398	434	438	438	437	437	437	437	437
marża EBITDA	8,6%	8,1%	8,2%	9,0%	9,1%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
EBIT	161	145	170	196	203	202	198	193	188	182	217
Podatek	42	37	43	51	52	52	51	50	48	46	41
CAPEX	-404	-367	-280	-241	-220	-220	-220	-220	-220	-220	-220
Kapitał obrotowy	33	-17	-17	0	1	2	1	1	1	1	1
FCF	-44	-55	59	143	167	168	168	169	170	171	176
PV FCF	-42	-49	48	108	117	108	100	93	86	80	
WACC	8,3%	8,3%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%

Bilans i CF

(mld HUF)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	560	596	636	631	663
CFO/EBITDA LIFO skor.	83%	82%	95%	89%	88%
Capex	286	380	528	490	402
Kapitał obrotowy	248	300	267	284	300
Kapitał własny	1 741	1 994	2 080	2 188	2 326
Dług netto	435	314	412	410	291
Dług netto/EBITDA (x)	0,6	0,4	0,6	0,6	0,4

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	2,9	2,8	2,4	1,9	1,8	1,7
Maksimum	26,4	18,3	29,5	11,6	10,7	10,2
Mediana	10,3	7,7	7,9	4,9	4,4	4,4
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mld HUF)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdykontowana wartość FCF	1 742
Dług netto i korekty	296
Segment wydobywczy	594
Wycena DCF na akcję (HUF)	2 873

Wycena

(HUF)	waga	cena
Porównawcza	50%	3 235
DCF	50%	2 873
Cena wynikowa		3 054
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		3 258

PGNiG akumuluj (obniżona)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Ceny gazu na rynku spot nadal oscylują wokół tegorocznych minimów, co skutecznie pogarsza sentyment wokół spółek wydobywczych eksponowanych na ten surowiec. Nadal uważamy jednak, że w sezonie jesiennym notowania surowca zaczną się odbudowywać, a roczny forward na poziomie 19 EUR/MWh dobrze odzwierciedla fundamenty tego rynku (relacje cenowe węgiel-gaz, wysokie ceny CO₂, strukturalny wzrost popytu w Chinach). Z tego względu na razie nie aktualizujemy naszych średnioterminowych założeń w tym zakresie. W dół rewidujemy natomiast tegoroczną i przyszłoroczną prognozę cen ropy (-5 USD/Bbl), co uwzględniamy w szacunkach EBITDA segmentu wydobywczego. Warto jednak zaznaczyć, że ubytek wyników w tym obszarze jest nieco mniejszy od modelowego z uwagi na pozytywne zaskoczenie w opublikowanych przez Spółkę wstępnych danych za 2Q (większa efektywność kosztowa) oraz opóźnienie w naliczaniu podatku od kopalni. Bardziej konserwatywne prognozy aplikujemy również w przypadku dystrybucji oraz obrotu, choć w tym ostatnim segmencie nadal spodziewamy się systematycznej poprawy i dodatniego strumienia EBITDA w całym roku (utrzymanie wysokich cenników, magazynowanie taniego gazu w okresie letnim, spotowe rozliczenia z wydobyciem), wbrew niektórym katastroficznym prognozom rynkowym. W efekcie tych zmian i spadku mnożników wycenie porównawczej, a także uwzględnienia opublikowanych nowych prognoz wydobycia obniżamy naszą cenę docelową z 6,47 PLN do 6,33 PLN i po ostatnim odbiciu kursu akcji zmieniamy zalecenie inwestycyjne do akumuluj z kupuj. W naszym scenariuszu wskaźnik EV/EBITDA wraca w przyszłym roku w okolice 4,0x.

Cena bieżąca

5,62 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

6,33 PLN

+12,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	6,33 PLN	2019-08-02	
poprzednia	kupuj	6,47 PLN	2019-05-28	
Podstawowe dane			PGN PW	vs. WIG
Ticker	PGN PW	Zmiana 1M	+8,3%	+10,7%
ISIN	PLPGNIG00014	Zmiana YTD	-17,4%	-19,4%
Liczba akcji (mln)	5 778,3	Średni obrót 1M	36,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	32 474,1	Średni obrót 6M	29,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	32 568,1	EV/EBITDA 12M fwd	4,7	-7,3%
Free float	28,1%	EV/EBITDA 5Y avg	5,0	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	35 857	41 234	33 754	37 055	43 313
EBITDA	6 579	7 115	6 172	8 017	9 349
marża EBITDA	18,3%	17,3%	18,3%	21,6%	21,6%
EBIT	3 910	4 395	3 303	4 872	6 022
Zysk netto	2 923	3 212	2 395	3 472	4 186
P/E	11,1	10,1	13,6	9,4	7,8
P/BV	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	5,0	4,5	5,3	4,0	3,4
DPS	0,20	0,07	0,11	0,17	0,24
DYield	3,6%	1,2%	2,0%	3,0%	4,3%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			-9,7%	-2,9%	+6,3%
Zysk netto			-17,2%	-7,0%	+3,0%
Brent (USD/Bbl)			-7,1%	-6,7%	0,0%
Gaz EU (EUR/MWh)			-7,1%	-6,7%	0,0%
USD/PLN			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA skor.	7 261	7 511	6 377	7 919	9 289
EBITDA	6 579	7 115	6 172	8 017	9 349
wydobycie	3 865	5 019	3 405	4 373	5 562
obróć	-435	-848	73	616	620
dystrybucja	2 493	2 385	2 035	2 138	2 151
energetyka	843	788	894	1 099	1 231
pozostałe	-187	-229	-234	-209	-215
Saldo finansowe	12	107	-9	0	-1
Prod. ropy mln ton	1,27	1,41	1,25	1,36	1,40
kraj	0,79	0,82	0,78	0,75	0,73
zagranica	0,48	0,59	0,48	0,61	0,67
Prod. gazu mld m3	4,5	4,5	4,6	4,8	5,2
kraj	3,8	3,8	3,9	3,9	4,0
zagranica	0,7	0,7	0,7	0,9	1,2
marża obrót PLN/MWh	-2,2	-6,6	-1,6	1,7	1,7

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Brent (USD/Bbl)	65,0	70,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0
Gaz EU (EUR/MWh)	15,6	19,1	22,8	22,8	22,8	22,8	22,8	22,8	22,8	22,8	22,8
USD/PLN	3,75	3,59	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60
Przychody	33 754	37 055	43 313	43 450	40 775	40 663	39 272	38 380	38 860	39 164	39 164
EBITDA	5 898	7 571	8 907	8 715	8 396	8 990	9 031	9 115	9 284	9 036	9 036
marża EBITDA	17,5%	20,4%	20,6%	20,1%	20,6%	22,1%	23,0%	23,8%	23,9%	23,1%	23,1%
EBIT	3 303	4 872	6 022	5 768	5 394	5 501	5 491	5 481	5 521	5 150	4 555
Podatek	899	1 399	1 835	1 703	1 565	1 500	1 530	1 550	1 604	1 460	1 460
CAPEX	-4 903	-4 452	-4 078	-4 746	-4 845	-4 389	-4 398	-4 426	-4 489	-4 481	-4 481
Kapitał obrotowy	1 265	-400	-759	-17	324	14	169	108	-58	-37	-37
FCF	1 362	1 319	2 235	2 249	2 311	3 115	3 272	3 247	3 133	3 059	3 059
PV FCF	1 315	1 169	1 817	1 679	1 584	1 960	1 890	1 722	1 525	1 367	
WACC	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	4 816	5 814	6 391	5 823	6 353
CFO/EBITDA	73%	82%	104%	73%	68%
Capex	3 162	4 534	4 903	4 452	4 078
Kapitał obrotowy	5 280	5 358	4 093	4 493	5 252
Kapitał własny	33 626	36 634	38 343	40 807	43 554
Dług netto	428	-223	96	-214	-1 010
Dług netto/EBITDA (x)	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	3,0	2,8	2,3	2,8	2,4	2,2
Maksimum	23,8	16,4	16,3	15,8	12,3	12,7
Mediana	11,8	10,5	9,6	6,0	5,6	5,4
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	37 196
Dług netto	1 493
Inne korekty	833
Wycena DCF na akcję (PLN)	6,32

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	6,85
DYield-porównawcza	17%	2,90
DCF	50%	6,32
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		6,33

PKN Orlen trzymaj (bez zmian)

Kamil Kliszczyk

+48 22 438 24 02

kamil.kliszczyk@mbank.pl

Od długiego czasu upieramy się przy naszym scenariuszu cyklicznego pogorszenia otoczenia makro w segmencie rafineryjno-petrochemicznym, ale póki co realizuje się on wolniej niż zakładaliśmy. W naszym ostatnim raporcie kolejny raz musieliśmy więc zrewidować nasze krótkoterminowe założenia (wyłączenie dużej rafinerii w USA, niższe ceny ropy, lepsze odczyty w petrochemii YTD, rekordowo niskie ceny gazu), a co za tym idzie do podwyższyliśmy prognozy wyników dla PKN Orlen, szczególnie że Spółka w 2Q dodatkowo zaskoczyła pozytywnym odchyleniem od benchmarku (struktura uzysków i zyski na przerobie tańszych warstw zapasów obowiązkowych). W efekcie podnieśliśmy naszą wycenę i rekomendację ze sprzedaj do trzymaj. Wydaje się, że w perspektywie najbliższych miesięcy może brakować negatywnych katalizatorów dla kursu, szczególnie biorąc pod uwagę wysokie odczyty marży rafineryjnej QTD, ryzyko powtórzenia problemów logistycznych na Renie, utrzymującą się siłę zakupową konsumenta (zaskakująco wysokie marże detaliczne), brak odbicia cen gazu i zapowiedziane przez spółkę wysokie poziomy przerobu w bieżącym kwartale. W dłuższym terminie nadal wskazujemy jednak na kilka czynników, które powinny zniechęcać do agresywniejszych zakupów akcji Orlenu: nieuchronny wzrost globalnych mocy wytwórczych, plany istotnego zwiększenia capex (na razie z uwagi na brak konkretów nie uwzględniamy tego w modelu) czy kosztowne przejście Lotosu na szczycie cyklu.

Cena bieżąca

98,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

92,82 PLN

-5,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	92,82 PLN	2019-08-01

Podstawowe dane			PKN PW	vs. WIG
Ticker	PKN PW	Zmiana 1M	+12,7%	+15,1%
ISIN	PLPKN0000018	Zmiana YTD	-6,4%	-8,4%
Liczba akcji (mln)	427,7	Średni obrót 1M	80,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	41 915,5	Średni obrót 6M	72,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	49 641,2	EV/EBITDA 12M fwd	4,9	-12,1%
Free float	67,6%	EV/EBITDA 5Y avg	5,5	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	95 364	109 706	105 333	106 606	113 874
EBITDA	11 078	9 776	9 077	8 319	8 408
marża EBITDA	11,6%	8,9%	8,6%	7,8%	7,4%
EBIT	8 657	7 103	5 638	4 812	4 869
Zysk netto	6 655	5 463	4 497	3 820	3 747
P/E	6,3	7,7	9,3	11,0	11,2
P/BV	1,3	1,2	1,1	1,0	1,0
EV/EBITDA	4,1	4,9	5,5	5,8	5,6
DPS	3,00	3,00	3,50	3,00	3,00
DYield	3,1%	3,1%	3,6%	3,1%	3,1%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA LIFO			+24,1%	+5,0%	-1,2%
Zysk netto			+25,4%	+19,0%	+7,9%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			+18,8%	+9,1%	0,0%
Marża petchem (USD/t)			+5,7%	+1,3%	-0,2%
USD/PLN			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA LIFO skor.	9 581	8 344	9 077	8 082	7 875
rafineria	4 689	3 751	3 189	3 101	3 115
petchem	3 034	2 069	2 713	2 267	2 111
detal	2 049	2 781	3 087	2 758	2 714
upstream	293	302	310	327	360
energetyka	129	190	505	367	325
koszty ogólne	-613	-749	-728	-739	-750
EV/EBITDA LIFO skor.	4,7	5,7	5,4	5,9	5,9
Effekt LIFO	788	860	-240	238	533
Inne zd. jednorazowe	709	572	240	0	0
Saldo finansowe	60	-104	-86	-96	-242
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	5,1	4,3	3,5	3,6	3,6
detal EBITDA/tonę	232	294	316	279	271
Przerób ropy mln ton	33,2	33,4	33,4	32,5	32,5
Prod. petch. (tys. ton)	3 551	3 616	3 781	3 781	3 781

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	8 050	4 979	7 574	6 954	6 551
CFO/EBITDA LIFO skor.	84%	60%	83%	86%	83%
Capex	4 039	4 453	4 450	4 050	3 950
Kapitał obrotowy	7 489	10 866	11 314	11 784	12 762
Kapitał własny	32 197	35 634	38 634	41 171	43 635
Dług netto	761	5 599	7 714	6 189	5 114
Dług netto/EBITDA (x)	0,1	0,6	0,8	0,7	0,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Maksimum	18,1	16,1	15,3	18,4	17,0	16,8
Mediana	10,5	7,8	7,9	6,1	5,5	5,3
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Marża+dyferencjał	5,7	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Marża petchem	374	388	342	342	342	342	342	342	342	342	342,3
USD/PLN	3,75	3,59	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60
Przychody	105 333	106 606	113 874	114 234	114 622	115 087	115 557	116 034	116 517	117 006	117 006
EBITDA	9 077	8 319	8 408	7 909	7 991	8 064	8 144	8 231	8 334	8 432	8 432
marża EBITDA	8,6%	7,8%	7,4%	6,9%	7,0%	7,0%	7,0%	7,1%	7,2%	7,2%	7,2%
EBIT	5 638	4 812	4 869	4 223	4 505	4 586	4 639	4 675	4 714	4 740	4 881
Podatek	1 071	914	925	802	856	871	881	888	896	901	927
CAPEX	-4 450	-4 050	-3 950	-3 950	-3 550	-3 550	-3 550	-3 550	-3 550	-3 551	-3 551
Kapitał obrotowy	-448	-469	-978	-53	-199	-68	-69	-70	-71	-72	-72
FCF	3 108	2 886	2 555	3 104	3 385	3 574	3 643	3 723	3 817	3 909	3 598
PV FCF	3 012	2 590	2 121	2 381	2 395	2 341	2 209	2 090	1 984	1 881	
WACC	7,8%	8,0%	8,1%	8,2%	8,4%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	47 687
Dług netto	10 752
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	86,36

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	88,26
DCF	50%	86,36
Cena wynikowa		87,31
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		92,82

Energetyka

CEZ

akumuluj (bez zmian)

Kamil Kliszczyk

+48 22 438 24 02

kamil.kliszczyk@mbank.pl

Kolejne rekordy na cenach uprawnień niespecjalnie wpłynęły na notowania CEZ w lipcu i nadal odchylenie od europejskiej grupy porównawczej sięga YTD ponad 20%, mimo że ryzyka związane z projektem atomowym raczej się zmniejszyły, a Spółka rozpoczęła cykl wzrostowy na wynikach po 9 latach spadków na linii EBITDA. Tegoroczna zrealizowana cena energii w wytwarzaniu powinna być wyższa R/R o ponad 5 EUR/MWh, a w perspektywie 2022 roku zwiększy się o kolejne 13 EUR/MWh, co jest wypadkową rynkowych trendów i prowadzonej polityki hedgingowej koncernu. Zapowiedziane poziomy nakładów inwestycyjnych (~30 mld CZK rocznie) w połączeniu z deklaracją dezinvestycji na rynkach zagranicznych (łącznie sprzedaż aktywów w Bułgarii, Rumunii, Turcji i Polsce mogłaby uwolnić co najmniej 30-40 mld CZK) i rezygnacją z akwizycji projektów OZE w Europie Zachodniej tworzy znaczną przestrzeń do wypłaty dywidendy zgodnie ze skorygowaną polityką w tym zakresie. Aktualnie czeski koncern notowany jest z 8% dyskontem na EV/EBITDA do benchmarku, podczas gdy w ostatnich 3 latach odchyłał się in plus o co najmniej 5%. Warto też odnotować, że dzięki poprawie wyników Spółka odbudowuje poziom DYield, zarówno w ujęciu bezwzględnym, jak i relatywnie do stopowy wolnej od ryzyka czy DYield dla Stoxx Utilities. W naszym bazowym scenariuszu stopa dywidendy przy założeniu 90% wypłaty z zysku (nowa polityka dywidendowa zakłada payout 80-100%) znów przekroczy 6% w roku 2021. Rekomendacja akumuluj pozostaje bez zmian.

Cena bieżąca

521,50 CZK

potencjał zmiany

Cena docelowa

597,80 CZK

+14,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	597,80 CZK	2019-06-25

Podstawowe dane			CEZ CP	vs. WIG
Ticker	CEZ CP	Zmiana 1M	-0,3%	+2,1%
ISIN	CZ0005112300	Zmiana YTD	+2,1%	+0,0%
Liczba akcji (mln)	538,0	Średni obrót 1M	106,3 mln CZK	
MC (mld CZK)	280,6	Średni obrót 6M	126,9 mln CZK	
EV (mld CZK)	436,9	EV/EBITDA 12M fwd	6,8	-5,2%
Free float	30,2%	EV/EBITDA 5Y avg	7,2	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln CZK)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	205 092	184 486	205 365	223 463	234 528
EBITDA	55 155	49 664	58 629	62 640	63 454
marża EBITDA	26,9%	26,9%	28,5%	28,0%	27,1%
EBIT	25 620	19 759	29 601	33 151	34 076
Zysk netto	18 765	10 327	18 036	20 761	20 614
P/E	15,0	27,2	15,6	13,5	13,6
P/BV	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1
EV/EBITDA	7,7	8,8	7,5	6,9	6,8
DPS	33,00	32,71	24,00	30,17	34,73
DYield	6,3%	6,3%	4,6%	5,8%	6,7%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Energia (EUR/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
EUR/CZK			0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln CZK)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA skor.	52 196	50 164	58 629	62 640	63 454
EBITDA	55 155	49 664	58 629	62 640	63 454
wytwarzanie	24 050	19 906	28 151	30 865	31 039
wydobycie	4 056	3 754	3 931	3 928	3 897
dystrybucja	19 067	19 771	19 899	20 390	20 886
obrót	4 613	4 317	4 665	4 989	5 013
pozostałe	3 369	1 916	1 983	2 469	2 620
Saldo finansowe	-2 867	-6 242	-7 104	-7 255	-8 363
Produkcja energii TWh	62,9	62,9	64,2	64,3	64,3
w tym OZE	4,7	4,3	4,5	4,6	4,6
Wolumen obrotu TWh	37,0	37,6	37,9	38,2	38,5
dynamika r/r	-1,2%	1,6%	0,8%	0,8%	0,8%
marża obrotu CZK/MWh	124,6	114,7	123,0	130,5	130,2
WRA w mld CZK	114,0	117,8	121,1	127,6	134,0
zwrot na WRA (EBIT)	10,4%	11,0%	10,8%	10,5%	10,2%

Model DCF

(mln CZK)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Energia (EUR/MWh)	47,9	50,0	51,8	51,8	51,8	51,8	51,8	51,8	51,8	51,8	51,8
EUR/CZK	25,7	25,7	25,7	25,7	25,7	25,7	25,7	25,7	25,7	25,7	25,7
CO2 (EUR/t)	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0
Przychody	205 365	223 463	234 528	245 413	249 102	249 684	249 536	249 174	250 252	251 339	251 339
EBITDA	62 756	66 871	67 791	71 177	71 588	71 622	72 069	72 467	73 129	73 777	73 777
marża EBITDA	30,6%	29,9%	28,9%	29,0%	28,7%	28,7%	28,9%	29,1%	29,2%	29,4%	29,4%
EBIT	29 601	33 151	34 076	36 823	37 774	37 693	37 786	37 630	37 564	37 345	36 787
Podatek	5 624	6 299	6 473	6 994	7 174	7 158	7 174	7 144	7 130	7 087	6 990
CAPEX	-33 136	-33 606	-33 218	-33 499	-34 786	-36 078	-36 376	-36 680	-36 990	-37 307	-36 990
Kapitał obrotowy	-222	-192	-118	-116	-39	-6	2	4	-11	-12	-12
FCF	23 774	26 774	27 982	30 568	29 589	28 380	28 520	28 647	28 997	29 372	29 786
PV FCF	23 121	24 615	24 313	25 089	22 935	20 772	19 710	18 691	17 858	17 072	
WACC	5,7%	5,8%	5,8%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	6,0%	6,8%
Risk-free rate	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%

Bilans i CF

(mln CZK)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	45 812	35 351	57 352	60 853	61 904
CFO/EBITDA	83%	71%	98%	97%	98%
Capex	30 688	26 018	33 136	33 606	33 218
Kapitał obrotowy	54 916	112 247	124 950	135 962	142 694
Kapitał własny	250 018	234 721	239 846	244 375	246 304
Dług netto	141 684	151 721	151 794	147 344	145 035
Dług netto/EBITDA (x)	2,6	3,1	2,6	2,4	2,3

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	2,5	2,3	2,0	3,2	3,0	2,6
Maksimum	27,2	24,8	21,6	15,6	10,5	10,0
Mediana	14,1	12,2	11,1	7,1	6,8	6,5
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln CZK)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	574 846
Dług netto	156 717
Inne korekty	-59 772
Wycena DCF na akcję (CZK)	666,10

Wycena

(CZK)	waga	cena
Porównawcza	33%	368,97
DYield-porównawcza	17%	661,31
DCF	50%	666,10
Koszt kapitału 9M		5,6%
Cena docelowa za 9M		597,8

Enea kupuj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Enea oddała już prawie całość wzrostu kursu z przełomu czerwca i lipca, co jest dość zaskakujące biorąc pod uwagę ogłoszone w tym czasie rekordowe wyniki Bogdanki i brak większych incydentów z dyspozycyjnością mocy w Koźlenicach po uruchomieniu bloku 500 MW po długotrwałym remoncie. Negatywnym katalizatorem mogły być doniesienia prasowe o możliwych problemach z chłodzeniem w elektrowniach z uwagi na niski poziom rzek, ale przypominamy że Spółka po problemach w 2015 roku przygotowała się na taką ewentualność poprzez wykorzystanie progów spiętrzających wodę na Wiśle i Sanie. Enea opublikowała zresztą nawet komunikat w tej sprawie, a brak jakichkolwiek problemów z produkcją potwierdzają dzienne odczyty publikowane przez PSE. W tym kontekście podtrzymujemy naszą opinię, że drugie półrocze może być lepsze pod względem wyników w obszarze wytwarzania, co pozwoli na realizację naszej rocznej prognozy EBITDA (wykonanie po 1H szacujemy na 45%). Warto również pamiętać, że z relatywnie niską emisyjnością floty wytwórczej Spółka jest w relatywnie lepszej pozycji od PGE czy Tauronu w obecnym otoczeniu drożących certyfikatów CO₂, a mimo to wyceniana jest z 20% dyskontem do najbliższych konkurentów na EV/EBITDA. Zwracamy uwagę, że po mocnej poprawie wyników w 2019, perspektywy na kolejne lata również wyglądają obiecująco, zarówno ze względu na poprawę CDS dla bloku 11, jak i pełną dyspozycyjność bloków 500 MW oraz uruchomienie płatności mocowych. Rekomendacja kupuj pozostaje bez zmian.

Cena bieżąca

8,18 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

12,41 PLN

+51,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	12,41 PLN	2019-06-25

Podstawowe dane			ENA PW	vs. WIG
Ticker	ENA PW	Zmiana 1M	-12,8%	-10,4%
ISIN	PLENEA000013	Zmiana YTD	-17,4%	-19,4%
Liczba akcji (mln)	441,4	Średni obrót 1M		5,9 mln PLN
MC (mln PLN)	3 611,0	Średni obrót 6M		6,3 mln PLN
EV (mln PLN)	10 427,4	EV/EBITDA 12M fwd	3,3	-31,9%
Free float	48,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,8	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	11 406	12 673	16 179	18 029	17 210
EBITDA	2 684	2 348	3 307	3 426	3 794
marża EBITDA	23,5%	18,5%	20,4%	19,0%	22,0%
EBIT	1 488	1 037	1 772	1 893	2 248
Zysk netto	1 070	686	1 188	1 283	1 574
P/E	3,4	5,3	3,0	2,8	2,3
P/BV	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	3,7	4,3	3,2	3,0	2,7
DPS	0,28	0,00	0,00	0,00	0,29
DYield	3,4%	0,0%	0,0%	0,0%	3,6%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Energia (PLN/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
CO ₂ (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA skor.	2 649	2 413	3 307	3 426	3 794
EBITDA	2 684	2 348	3 307	3 426	3 794
wytwarzanie	735	869	1 394	1 470	1 785
wydobycie	709	470	705	648	653
dystribucja	1 073	1 111	1 136	1 150	1 180
obrót	178	-76	100	184	208
pozostałe	-13	-12	-29	-26	-33
Saldo finansowe	-21	-168	-165	-192	-186
Produkcja energii TWh	22,7	26,5	27,7	28,2	27,7
w tym OZE	2,3	2,0	2,0	2,0	2,0
Wolumen obrotu TWh	17,9	20,5	20,1	20,4	20,8
dynamika r/r	7,3%	14,4%	-2,0%	1,9%	1,9%
marża obrotu PLN/MWh	9,9	0,1	5,0	9,0	10,0
WRA w mld PLN	7,5	8,0	8,3	8,6	8,9
zwrot na WRA (EBIT)	7,7%	7,2%	7,0%	6,7%	6,7%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Energia (PLN/MWh)	239,3	272,7	255,0	254,0	235,0	235,0	235,0	235,0	235,0	235,0	235,0
Węgiel (PLN/t)	266,0	260,0	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7
CO ₂ (EUR/t)	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0
Przychody	16 179	18 029	17 210	17 315	16 780	17 173	17 287	17 409	17 538	17 715	17 715
EBITDA	3 307	3 426	3 794	3 798	3 421	3 539	3 564	3 433	3 469	3 534	3 534
marża EBITDA	20,4%	19,0%	22,0%	21,9%	20,4%	20,6%	20,6%	19,7%	19,8%	20,0%	20,0%
EBIT	1 772	1 893	2 248	2 243	1 832	1 888	1 886	1 722	1 720	1 742	1 076
Podatek	337	360	427	426	348	359	358	327	327	331	205
CAPEX	-2 505	-2 873	-3 046	-2 847	-2 404	-2 341	-2 368	-2 412	-2 458	-2 505	-2 458
Kapitał obrotowy	-229	406	19	-3	13	-9	-3	-3	-3	-4	-4
FCF	236	600	340	523	681	829	835	691	682	694	868
PV FCF	228	540	285	407	494	559	524	403	369	349	
WACC	7,1%	7,3%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	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%

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	2 580	2 435	2 773	3 509	3 422
CFO/EBITDA	96%	104%	84%	102%	90%
Capex	2 058	1 979	2 505	2 873	3 046
Kapitał obrotowy	698	605	834	428	408
Kapitał własny	13 078	14 097	15 245	16 488	17 894
Dług netto	5 523	5 566	5 751	5 347	5 326
Dług netto/EBITDA (x)	2,1	2,4	1,7	1,6	1,4

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	2,4	2,2	1,9	3,8	3,5	2,6
Maksimum	26,9	24,6	21,5	16,5	10,5	10,0
Mediana	15,5	13,5	11,9	7,5	7,0	6,9
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	11 875
Dług netto	5 813
Inne korekty	-952
Wycena DCF na akcję (PLN)	11,58

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	41,56
DYield-porównawcza	0%	2,43
DCF	100%	11,58
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		12,41

Energa kupuj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Energa pomimo pozytywnej ekspozycji na notowania CO₂ (35% generacji z OZE, kolejne 50% w wymuszeniu z pełnym pokryciem kosztów) niespecjalnie wyróżniała się w ostatnich tygodniach na tle lokalnej grupy porównawczej. Tymczasem oczekujemy, że Spółka zaraportuje najmocniejszy zestaw wyników w 2Q (po skorygowaniu o ogłoszone księgowe odpisy na Elektrownię Ostrołęka B) potwierdzając znaczną poprawę rentowności w obszarze obrotu i wytwarzania, nawet bez uwzględniania potencjalnego odwrócenia rezerw związanych na „nadgorliwe” obniżki dla klientów wprowadzone w 1Q bez publikacji odpowiedniego rozporządzenia ME (-170 mln PLN). W tym kontekście finalne wdrożenie systemu rekompensat za obniżki cen powinno tym bardziej wpływać na kurs koncernu. Biorąc to wszystko pod uwagę utrzymujemy rekomendację kupuj bez zmian. Przypominamy, że w strukturze EBITDA przez najbliższe 4 lata segment dystrybucji i OZE stanowi ponad 90%, a w przypadku planowanych nakładów inwestycyjnych ponad 60%, już przy uwzględnieniu konsolidacji 50% udziałów w projekcie Ostrołęka C. Tymczasem spółka jest notowana z 25% dyskontem do Wartości Regulacyjnej Aktywów, nie licząc aktywów odnawialnych, które generują rocznie około 0,3 mld PLN EBITDA. Ujemna wartość alokowana do konwencjonalnej generacji przekracza z nawiązką całkowite nakłady przewidziane na projekt w Ostrołęce, co tylko podkreśla skalę niedowartościowania Spółki.

Cena bieżąca

7,26 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

12,67 PLN

+74,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	12,67 PLN	2019-06-25

Podstawowe dane			ENG PW	vs. WIG
Ticker	ENG PW	Zmiana 1M	-8,7%	-6,3%
ISIN	PLENERG00022	Zmiana YTD	-18,5%	-20,6%
Liczba akcji (mln)	414,1	Średni obrót 1M		5,1 mln PLN
MC (mln PLN)	3 006,1	Średni obrót 6M		4,3 mln PLN
EV (mln PLN)	8 296,2	EV/EBITDA 12M fwd	3,9	-17,0%
Free float	48,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,7	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	10 534	10 337	11 725	12 678	12 394
EBITDA	2 160	1 877	2 165	2 179	2 211
marża EBITDA	20,5%	18,2%	18,5%	17,2%	17,8%
EBIT	1 210	1 176	1 162	1 122	1 170
Zysk netto	773	739	734	654	660
P/E	3,9	4,1	4,1	4,6	4,6
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2
EV/EBITDA	3,3	4,0	3,8	4,2	4,4
DPS	0,19	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	2,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Energia (PLN/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
CO ₂ (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA skor.	2 091	2 039	2 165	2 179	2 211
EBITDA	2 160	1 877	2 165	2 179	2 211
wytwarzanie konw./CHP	229	137	190	124	167
OZE	169	191	275	320	296
dystrybucja	1 723	1 704	1 678	1 692	1 685
obróć	85	-85	94	116	137
pozostałe	-46	-70	-71	-73	-74
Saldo finansowe	-208	-223	-219	-282	-322
Produkcja energii TWh	4,3	3,9	3,8	3,8	3,8
w tym OZE	0,7	0,5	0,6	0,6	0,6
Wolumen obrotu TWh	20,6	19,8	18,8	19,1	19,4
dynamika r/r	5,0%	-4,1%	-5,0%	1,5%	1,5%
marża obrotu PLN/MWh	3,1	3,9	5,0	6,1	7,1
WRA w mld PLN	11,7	12,2	12,7	13,1	13,5
zwrot na WRA (EBIT)	8,2%	7,7%	6,9%	6,4%	6,2%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Energia (PLN/MWh)	239,3	272,7	255,0	254,0	235,0	235,0	235,0	235,0	235,0	235,0	235,0
Węgiel (PLN/t)	266,0	260,0	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7
CO ₂ (EUR/t)	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0
Przychody	11 725	12 678	12 394	12 561	12 319	12 400	12 484	12 571	12 658	12 743	12 743
EBITDA	2 165	2 179	2 211	2 250	2 407	2 569	2 609	2 616	2 658	2 695	2 695
marża EBITDA	18,5%	17,2%	17,8%	17,9%	19,5%	20,7%	20,9%	20,8%	21,0%	21,2%	21,2%
EBIT	1 162	1 122	1 170	1 185	1 337	1 449	1 472	1 457	1 474	1 524	1 203
Podatek	221	213	222	225	254	275	280	277	280	290	229
CAPEX	-2 009	-2 367	-2 320	-2 135	-1 689	-1 509	-1 507	-1 501	-1 492	-1 456	-1 492
Kapitał obrotowy	-201	-138	41	-24	35	-12	-12	-13	-13	-12	-12
FCF	-266	-539	-291	-134	499	773	811	825	873	937	962
PV FCF	-256	-486	-244	-106	366	528	515	488	480	478	
WACC	7,3%	7,2%	7,2%	7,1%	7,2%	7,3%	7,4%	7,5%	7,6%	7,8%	8,2%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	2 182	1 859	1 757	1 857	2 066
CFO/EBITDA	101%	99%	81%	85%	93%
Capex	1 280	1 638	2 009	2 367	2 320
Kapitał obrotowy	1 403	1 499	1 700	1 838	1 797
Kapitał własny	9 409	10 295	10 979	11 583	12 192
Dług netto	4 064	4 441	5 227	6 070	6 696
Dług netto/EBITDA (x)	1,9	2,4	2,4	2,8	3,0

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	2,4	2,2	1,9	3,2	3,0	2,6
Maksimum	26,9	24,6	21,5	16,5	10,5	10,0
Mediana	15,5	13,5	11,9	7,5	7,0	6,9
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	9 683
Dług netto	4 706
Inne korekty	-61
Wycena DCF na akcję (PLN)	11,87

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	22,78
DYield-porównawcza	0%	0,00
DCF	100%	11,87
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		12,67

PGE kupuj (bez zmian)

Kamil Kliszczyk

+48 22 438 24 02

kamil.kliszczyk@mbank.pl

Kurs PGE podobnie jak cały WIG Energia oddał już całość wzrostów z przełomu czerwca i lipca, co można łączyć z wyższymi notowaniami CO₂ i rozczerwawianym obciążeniem elektrowni na węgiel brunatny w czerwcu. Zgodnie z naszymi prognozami wsparciem dla notowań nie będą też raczej wyniki za 2Q, co poniekąd będzie pochodną wspomnianej produkcji w Bełchatowie oraz wciąż kapitalizowanej kontrybucji nowego bloku w Opolu. Niemniej jednak, mimo szacowanego niskiego wykonania rocznego skorygowanego wyniku EBITDA (49%), liczymy na wyższą kontrybucję w kolejnych okresach po uruchomieniu inwestycji w Elektrowni Opolu, a także znormalizowany wynik elektrociepłowni w 4Q. Przypominamy także o przyjętej metodologii uśrednionego kosztu uprawnień do emisji, co również powinno poprawiać marżę w 2H i pozwolić na wypracowanie dodatniej dynamiki R/R. Powinno to zachęcać do dyskontowania znacznej poprawy rentowności w latach 2020-21. Średnia cena sprzedaży energii w 2020 będzie istotnie wyższa przy podobnych kosztach węgla, a strategię hedgingową (również w obrocie) po tegorocznych wpadkach zostały już zmodyfikowane. Dodatkowo w przyszłym roku pojawi się już pełna kontrybucja bloków w Opolu (nawet 1 mld PLN EBITDA), a od 2H'20 bloku w Turowie (0,3 mld PLN). Wiele będzie jednak zależało od narracji Zarządu i Ministerstwa Energii w zakresie wykorzystania pojawiających się nadwyżek gotówki, a w tym obszarze pojawiają się sprzeczne sygnały (deklaracja o powrocie do dywidendy vs. komunikat o utworzeniu FIZ na 1,5 mld PLN o dość enigmatycznie sformułowanej polityce inwestycyjnej).

Cena bieżąca

8,68 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

13,26 PLN

+52,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	13,26 PLN	2019-06-25

Podstawowe dane			PGE PW	vs. WIG
Ticker	PGE PW	Zmiana 1M	-7,8%	-5,4%
ISIN	PLPGER000010	Zmiana YTD	-13,2%	-15,2%
Liczba akcji (mln)	1 869,8	Średni obrót 1M	11,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	16 237,2	Średni obrót 6M	18,6 mln PLN	
EV (mln PLN)	26 993,1	EV/EBITDA 12M fwd	3,7	-20,9%
Free float	42,6%	EV/EBITDA 5Y avg	4,7	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	23 100	25 946	38 724	44 290	43 162
EBITDA	7 650	6 364	8 168	7 925	9 468
marża EBITDA	33,1%	24,5%	21,1%	17,9%	21,9%
EBIT	3 552	2 471	4 086	3 705	5 174
Zysk netto	2 600	1 498	3 054	2 722	3 926
P/E	6,2	10,8	5,3	6,0	4,1
P/BV	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	3,3	4,2	3,3	3,4	2,6
DPS	0,00	0,00	0,00	0,41	0,36
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	4,7%	4,2%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2020P	2020P
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Energia (PLN/MWh)		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel (PLN/t)		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CO ₂ (EUR/t)		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA skor.	6 481	6 701	6 999	7 925	9 468
EBITDA	7 650	6 364	8 168	7 925	9 468
wytwarzanie	4 099	2 938	4 884	4 288	5 693
OZE	364	463	543	608	679
distribucja	2 333	2 463	2 443	2 438	2 503
obróć	811	263	305	598	599
pozostałe	43	237	-6	-6	-6
Saldo finansowe	-330	-279	-300	-328	-311
Produkcja energii TWh	56,8	65,9	64,7	76,5	79,1
w tym OZE	2,4	2,0	2,2	2,2	2,4
Wolumen obrotu TWh	40,0	40,4	41,0	41,6	42,2
dynamika r/r	-6,8%	0,9%	1,5%	1,5%	1,5%
marża obrotu PLN/MWh	20,3	6,5	7,4	14,4	14,2
WRA w mld PLN	15,6	16,3	16,7	17,2	17,7
zwrot na WRA (EBIT)	7,5%	7,9%	7,5%	7,2%	7,2%

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	7 934	5 102	7 705	6 560	8 691
CFO/EBITDA	104%	80%	94%	83%	92%
Capex	6 071	6 393	6 704	5 679	4 551
Kapitał obrotowy	3 762	5 290	5 034	5 758	5 611
Kapitał własny	45 128	46 727	49 710	51 598	54 772
Dług netto	7 487	9 421	9 669	9 951	6 874
Dług netto/EBITDA (x)	1,0	1,5	1,2	1,3	0,7

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	2,4	2,2	1,9	3,2	3,0	2,7
Maksimum	26,9	24,6	21,5	16,5	10,5	10,0
Mediana	15,5	13,5	11,9	7,5	7,0	6,9
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Energia (PLN/MWh)	239,3	272,7	255,0	254,0	235,0	235,0	235,0	235,0	235,0	235,0	235,0
Węgiel (PLN/t)	266,0	260,0	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7
CO ₂ (EUR/t)	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0
Przychody	38 724	44 290	43 162	43 356	41 424	41 556	41 724	41 887	42 063	42 445	42 445
EBITDA	8 168	7 925	9 468	9 117	7 664	7 441	7 388	7 295	7 376	7 466	7 466
marża EBITDA	21,1%	17,9%	21,9%	21,0%	18,5%	17,9%	17,7%	17,4%	17,5%	17,6%	17,6%
EBIT	4 086	3 705	5 174	4 645	3 202	2 807	2 567	2 273	2 140	2 004	3 043
Podatek	776	704	983	883	608	533	488	432	407	381	578
CAPEX	-6 704	-5 679	-4 551	-4 260	-4 165	-4 225	-4 289	-4 355	-4 423	-4 492	-4 423
Kapitał obrotowy	256	-723	147	-25	251	-17	-22	-21	-23	-50	-50
FCF	944	818	4 081	3 949	3 142	2 665	2 590	2 486	2 523	2 543	2 415
PV FCF	908	728	3 351	2 990	2 193	1 715	1 537	1 360	1 272	1 183	
WACC	8,1%	8,1%	8,4%	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	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	34 607
Dług netto	10 299
Inne korekty	-1 074
Wycena DCF na akcję (PLN)	12,43

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	23,13
DYield-porównawcza	0%	6,45
DCF	100%	12,43
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		13,26

Tauron kupuj (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Tauron nie zachwyci naszym zdaniem wynikami za 2Q, ale po bardzo mocnym początku roku wykonanie naszej rocznej prognozy po 1H powinno być wysokie i na razie nie widzimy powodów do rewizji. Oczywiście ciągnące się problemy w obszarze wydobywania nie pomagają (zmiany w Zarządzie, problemy z wolumenami, roszczenia pracowników), ale wydaje się, że oficjalnie ogłoszony plan sprzedaży jednej kopalni jest całkiem realny i jego finalizacja może znacząco zmienić obraz Spółki (mniejsze straty, spadek capex). Jednak bez tej dezinvestycji obawy dotyczące zarówno przyszłej rentowności, jak i poziomu zadłużenia są naszym zdaniem przesadzone, a słabsze przepływy w 1Q'19 nie mogą być ekstrapolowane na kolejne okresy (wpływ czynników jednorazowych i sezonowych). Naszym zdaniem na koniec roku, po normalizacji przepływów z kapitału obrotowego, kowenant spadnie do 2,5x z obecnych 2,7x, a w 2021 roku do 2,3x. Przypominamy, że Tauron kończy obecnie projekt w Jaworznie, a średnioroczny capex 2020-23 będzie niższy w stosunku do okresu 2016-19 o ponad 20% (0,8 mld PLN). Dodatkowo uważamy, że Spółka może wykorzystać widoczną ewolucję rządu w podejściu do OZE i rozpocząć realną dekarbonizację swojego portfela, co już zostało zasygnalizowane w aktualizacji strategii w maju (ograniczenie przyszłych nakładów inwestycyjnych i poprawa efektywności w generacji przez koncentrację aktywów wytwórczych praktycznie w dwóch lokalizacjach). Przypominamy też, że Spółka zabezpieczyła w długich kontraktach mocowych płatności rzędu 0,6 mld PLN rocznie. W krótkim terminie pozytywnym katalizatorem powinno być finalne uruchomienie rekompensat za zamrożenie cen energii.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA skor.	3 581	3 359	3 566	3 968	4 235
EBITDA	3 618	3 375	3 566	3 968	4 235
wytwarzanie	537	731	734	1 091	1 267
wydobywanie	-83	-207	-121	-89	-18
distribucja	2 283	2 517	2 499	2 532	2 574
obrót	841	321	452	442	414
pozostałe	40	13	2	-8	-2
Saldo finansowe	-122	-286	-303	-404	-412
Produkcja energii TWh	18,4	16,2	15,6	18,7	18,7
w tym OZE	1,3	1,1	1,2	1,3	1,3
Wolumen obrotu TWh	34,9	34,5	33,5	34,0	34,5
dynamika r/r	9,1%	-1,2%	-3,0%	1,5%	1,5%
marża obrotu PLN/MWh	18,3	16,2	13,5	13,0	12,0
WRA w mld PLN	16,3	16,9	17,9	18,3	18,7
zwrot na WRA (EBIT)	7,4%	8,4%	7,6%	7,2%	7,2%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Energia (PLN/MWh)	239,3	272,7	255,0	254,0	235,0	235,0	235,0	235,0	235,0	235,0	235,0
Węgiel (PLN/t)	266,0	260,0	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7	260,7
CO2 (EUR/t)	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0
Przychody	20 810	23 219	22 745	23 078	22 502	22 770	23 056	23 351	23 654	23 964	23 964
EBITDA	3 566	3 968	4 235	4 435	4 196	4 248	4 337	4 336	4 443	4 596	4 596
marża EBITDA	17,1%	17,1%	18,6%	19,2%	18,6%	18,7%	18,8%	18,6%	18,8%	19,2%	19,2%
EBIT	1 671	1 855	2 120	2 260	2 035	2 032	2 057	1 980	2 002	2 067	1 534
Podatek	318	352	403	429	387	386	391	376	380	393	291
CAPEX	-3 712	-3 165	-2 580	-2 697	-2 763	-2 836	-2 910	-2 986	-3 061	-3 137	-3 061
Kapitał obrotowy	-121	-109	21	-15	26	-12	-13	-13	-14	-14	-14
FCF	-584	343	1 274	1 294	1 072	1 014	1 023	961	988	1 052	1 229
PV FCF	-568	314	1 094	1 039	803	706	662	576	548	539	
WACC	6,0%	6,1%	6,6%	6,9%	7,2%	7,5%	7,7%	7,9%	8,1%	8,3%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Cena bieżąca

1,55 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

2,52 PLN

+62,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	2,52 PLN	2019-06-25

Podstawowe dane	TPE PW	vs. WIG
Ticker	TPE PW	Zmiana 1M -10,4% -8,0%
ISIN	PLTAURN00011	Zmiana YTD -29,2% -31,3%
Liczba akcji (mln)	1 752,5	Średni obrót 1M 11,1 mln PLN
MC (mln PLN)	2 716,5	Średni obrót 6M 9,3 mln PLN
EV (mln PLN)	14 446,1	EV/EBITDA 12M fwd 4,2 -11,3%
Free float	59,6%	EV/EBITDA 5Y avg 4,7 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	17 425	18 122	20 810	23 219	22 745
EBITDA	3 618	3 375	3 566	3 968	4 235
marża EBITDA	20,8%	18,6%	17,1%	17,1%	18,6%
EBIT	1 879	791	1 671	1 855	2 120
Zysk netto	1 381	205	1 108	1 175	1 383
P/E	2,0	13,3	2,5	2,3	2,0
P/BV	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/EBITDA	3,2	3,8	4,1	3,6	3,2
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Energia (PLN/MWh)		0,0%	0,0%	0,0%	
Węgiel (PLN/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
CO2 (EUR/t)		0,0%	0,0%	0,0%	

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	3 559	2 057	3 185	3 584	3 932
CFO/EBITDA	98%	61%	89%	90%	93%
Capex	3 562	3 576	3 712	3 165	2 580
Kapitał obrotowy	489	817	938	1 046	1 025
Kapitał własny	18 036	18 296	19 404	20 579	21 963
Dług netto	8 944	10 140	11 599	11 583	10 643
Dług netto/EBITDA (x)	2,5	3,0	3,3	2,9	2,5

Analiza porównawcza

	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	3,2	2,9	2,4	3,2	3,0	2,6
Maksimum	27,2	24,8	21,6	15,6	10,5	10,0
Mediana	15,4	12,5	11,6	7,6	7,0	6,9
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	15 448
Dług netto	10 767
Inne korekty	-534
Wycena DCF na akcję (PLN)	2,37

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	9,00
DYield-porównawcza	0%	0,00
DCF	100%	2,37
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		2,52

Telekomunikacja, media, IT

Netia

trzymaj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Trendy wynikowe Netii w 2018 uległy poprawie: wynik EBITDA spadł o 6,4% R/R vs. -10,2% rok wcześniej, a Spółka generuje relatywnie wysoki CFO (380,4 mln PLN w 2018 vs. 347,9 mln PLN rok wcześniej). Z drugiej strony całość wygenerowanego strumienia gotówki będzie w najbliższych latach przeznaczana na kontynuację planu modernizacji sieci (Spółka chce mieć w zasięgu nowoczesnej sieci 2,6 mln gospodarstw domowych do 2020 r.). W dodatku nie spodziewamy się wypłaty dywidendy z Netii w najbliższych latach (Cyfrowy Polsat po przejęciu pakietu kontrolnego w Netii, zadeklarował brak chęci wypłaty dywidendy). Co więcej, plany polskich telekomów (pokrycie siecią światłowodową >5 mln gospodarstw domowych do 2020 r. w Orange Polska, wprowadzenie oferty konwergentnej fixed + mobile w 2Q'19 przez T-Mobile) mogą przełożyć się na zwiększenie tempa inwestycji w sieci i podnieść stan zadłużenia Spółki (0,53x EBITDA na koniec 2018). Ze względu na powyższe walory Netii uznajemy za mało atrakcyjne, porównując je zwłaszcza do Orange Polska. Z drugiej strony głównym argumentem za inwestycją w Netię jest potencjalne wezwanie na resztę pakietu przez Cyfrowy Polsat. Na chwilę obecną trudno jednoznacznie ocenić intencje przejmującego, zwłaszcza że podjął on ostatnio decyzję o wypłacie dywidendy.

Cena bieżąca

4,74 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

4,70 PLN

-0,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	4,70 PLN	2018-11-26

Podstawowe dane			NET PW	vs. WIG
Ticker	NET PW	Zmiana 1M	-2,3%	+0,2%
ISIN	PLNETIA00014	Zmiana YTD	-5,2%	-7,2%
Liczba akcji (mln)	337,0	Średni obrót 1M		0,3 mln PLN
MC (mln PLN)	1 597,6	Średni obrót 6M		0,1 mln PLN
EV (mln PLN)	1 875,1	EV/EBITDA 12M fwd	5,4	+8,6%
Free float	33,0%	EV/EBITDA 5Y avg	5,0	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	1 442	1 373	1 348	1 348	1 372
EBITDA	383	356	345	356	371
marża EBITDA	26,6%	25,9%	25,6%	26,4%	27,0%
EBIT	72	76	74	90	106
Zysk netto	35	65	50	61	71
P/E	45,0	24,6	31,8	26,4	22,5
P/BV	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA	4,9	5,0	5,4	5,5	5,3
DPS	0,20	0,00	0,00	0,00	0,40
DYield	4,2%	0,0%	0,0%	0,0%	8,4%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Klienci linie głosowe (tys.)	1 014	938	880	844	825
ARPU głos wł. infras. (PLN)	26,5	25,2	24,7	24,5	24,7
ARPU głos WLR + LLU (PLN)	39,0	38,5	38,1	38,1	38,1
klienci broadband (tys.)	640	605	592	615	642
ARPU broadband (PLN)	56,2	55,0	55,8	57,0	58,1
Przychody	1 442	1 373	1 348	1 348	1 372
bezpośrednie usługi głos.	405	351	317	295	284
transmisja danych	616	581	573	586	614
rozł. międzyop. i hurt.	234	237	244	249	253
inne	188	205	213	217	222
Koszty sprzedaży	275	268	270	274	278
Koszty ogół. zarządu	148	128	129	130	133
EBIT	72	76	74	90	106
marża	5,0%	6,2%	5,5%	6,7%	7,7%
Zysk netto	35,5	64,8	50,2	60,5	71,1

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Przychody	1 348	1 348	1 372	1 400	1 429	1 459	1 489	1 521	1 555	1 555	1 555
EBITDA	345	356	371	378	385	392	400	408	417	417	417
marża EBITDA	25,6%	26,4%	27,0%	27,0%	26,9%	26,9%	26,9%	26,8%	26,8%	26,8%	26,8%
Amortyzacja	271	266	265	265	265	262	252	242	225	225	225
EBIT	74	90	106	113	120	130	148	166	192	192	192
Podatek	14	17	20	21	23	25	28	32	37	37	37
NOPLAT	60	73	86	91	97	105	120	135	156	156	156
CAPEX	-390	-390	-221	-211	-207	-211	-216	-220	-225	-225	-225
Kapitał obrotowy	8	-1	0	0	0	-1	-2	-2	-3	-3	-3
FCF	-51	-52	130	145	155	156	154	154	153	153	153
PV FCF	-47	-45	103	107	107	100	92	86	79	79	79
WACC	7,8%	7,6%	7,6%	7,5%	7,5%	7,4%	7,4%	7,3%	7,2%	7,2%	7,2%
Dług netto / EV	15,0%	17,9%	18,9%	19,3%	20,7%	21,9%	23,3%	24,5%	25,8%	25,8%	25,8%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	346	366	342	341	354
CFO/EBITDA	90%	100%	99%	96%	95%
Capex	-268	-278	-390	-390	-221
Aktywa ogółem	2 401	2 468	2 517	2 657	2 591
Kapitał własny	1 778	1 869	1 919	1 980	1 911
Dług netto	285	217	278	342	366
Dług netto/EBITDA (x)	0,7	0,6	0,8	1,0	1,0

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	36,7	98,2	29,9	11,8	9,5	9,4
Maksimum	5,6	5,3	4,4	4,0	3,6	3,3
Mediana	13,9	12,7	12,1	5,1	5,1	4,8
waga	25%	45%	30%	25%	45%	30%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 688
Dług netto	225
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	4,34

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	4,49
DCF	50%	4,34
cena wynikowa		4,42
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		4,70

Orange Polska akumuluj (podwyższona)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Od wydania naszej listopadowej rekomendacji notowania Orange, wbrew konsensusowi rynkowemu, wzrosły o 49% do poł. czerwca'19, kiedy to obniżyliśmy zalecenie inwestycyjne do trzymaj. Do wczorajszego zamknięcia kurs Orange spadł o >8%, co naszym zdaniem jest typową krótkoterminową korektą. Jednak po relatywnie słabych wynikach za 2Q'19, spółka ma znowu szansę na wzrost wyników od 3Q'19. Zakładamy, że w całym 2H'19 wynik EBITDaL będzie 5,4% wyższy R/R, pomimo wysokiej sprzedaży aktywów nieruchomościowych w analogicznym okresie rok wcześniej. Będzie to rezultatem stabilizacji marży bezpośredniej oraz dalszych cięć kosztów pośrednich. Dodatkowo, spółka zapowiedziała na konferencji po 2Q'19 dalszą sprzedaż należności, co będzie korzystnie wpływać na bilans (łącznie ze sprzedażą nieruchomości). Naszym zdaniem Orange Polska ma szansę na wzrost. Nasza cena docelowa implikuje potencjał wzrostowy rzędu 12,0%. Podnosimy więc zalecenie inwestycyjne do akumuluj z trzymaj. Podtrzymujemy też nasze zdanie, że spółka powróci do wypłaty dywidendy od 2021 r.

Cena bieżąca

6,70 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

7,50 PLN

+12,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	7,50 PLN	2019-08-02	
poprzednia	trzymaj	7,50 PLN	2019-06-19	
Podstawowe dane			OPL PW	vs. WIG
Ticker	OPL PW	Zmiana 1M	-0,8%	+1,6%
ISIN	PLTLKPL00017	Zmiana YTD	+39,8%	+37,7%
Liczba akcji (mln)	1 312,0	Średni obrót 1M	9,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	8 783,8	Średni obrót 6M	11,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	16 266,9	EV/EBITDA 12M fwd	5,3	+15,5%
Free float	49,3%	EV/EBITDA 5Y avg	4,6	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	11 381	11 087	11 260	11 428	11 625
EBITDA skor.	2 807	2 886	3 211	3 310	3 403
marża EBITDA	24,7%	26,0%	28,5%	29,0%	29,3%
EBIT	229	345	598	743	882
Zysk netto	-60	10	203	323	453
P/E	-	878,4	43,3	27,2	19,4
P/BV	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA	5,4	5,4	5,1	4,9	4,6
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,7%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Klienci konwergentni (tys.)	1 306	1 547	1 732	1 936	2 136
łącza szerokopasmowe (tys)	2 438	2 560	2 698	2 883	3 087
Przychody	11 381	11 087	11 260	11 428	11 625
telefonnia komórkowa	3 373	2 726	2 559	2 485	2 415
telefonnia stacjonarna	2 748	2 441	2 203	2 056	1 982
pozostałe	5 260	5 920	6 498	6 888	7 228
Koszty	-	7 980	7 976	8 029	8 122
koszty pracownicze	-	-1 577	-1 476	-1 440	-1 413
usługi obce	-	-6 200	-6 296	-6 381	-6 498
poz. przychody i koszty	-	-203	-204	-207	-211
Sprzedaż aktywów	-	192	95	75	60
Pozostałe	-	-490	-502	-498	-494
EBITDAaL	-	2 809	2 876	2 977	3 069
marża	-	25,3%	25,5%	26,0%	26,4%
Zysk netto	-60	10	203	323	453

Model DCF*

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Przychody	11 260	11 428	11 625	11 831	12 041	12 227	12 402	12 560	12 701	12 837	12 837
EBIT+Amor. ex. IFRS16	2 930	3 029	3 122	3 217	3 308	3 379	3 433	3 452	3 459	3 459	3 459
marża EBITDA	26,0%	26,5%	26,9%	27,2%	27,5%	27,6%	27,7%	27,5%	27,2%	26,9%	26,9%
Amortyzacja	2 332	2 285	2 240	2 195	2 151	2 086	2 024	1 963	1 904	1 847	1 847
EBIT	598	743	882	1 022	1 157	1 292	1 409	1 489	1 555	1 612	1 612
Podatek	114	141	168	194	220	246	268	283	295	306	306
NOPLAT	484	602	715	828	937	1 047	1 141	1 206	1 259	1 306	1 306
CAPEX	-1 858	-2 538	-1 744	-3 237	-1 807	-1 865	-1 876	-1 888	-2 240	-1 925	-1 925
Kapitał obrotowy	146	22	-61	-62	-61	-60	-60	-59	-59	-59	-59
FCF	1 104	372	1 150	-275	1 220	1 208	1 229	1 222	865	1 170	1 170
PV FCF	1 066	338	980	-221	919	854	815	760	505	641	641
WACC	6,4%	6,4%	6,5%	6,3%	6,4%	6,6%	6,6%	6,6%	6,5%	6,5%	6,5%
Dług netto / EV	43,9%	43,6%	41,7%	44,7%	42,6%	40,4%	39,1%	39,1%	40,6%	40,8%	40,8%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

*korekta nakładów inwestycyjnych o zyski ze sprzedaży nieruchomości

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	2 064	1 812	2 581	2 556	2 572
CFO/EBITDA	-	65%	90%	86%	84%
Capex	1 933	2 282	2 134	2 613	1 804
Aktywa ogółem	23 486	23 295	24 194	24 470	24 553
Kapitał własny	10 521	10 494	10 697	11 020	11 145
Dług netto	6 478	6 939	7 481	7 388	6 828
Dług netto/EBITDA (x)	2,3	2,4	2,3	2,2	2,0

Analiza porównawcza

	EV / EBITDA			DYield - RFR		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	12,5	12,0	11,4	9,6%	7,6%	7,5%
Maksimum	3,4	3,0	2,7	-12,2%	-8,3%	-6,9%
Mediana	5,6	5,4	5,3	3,0%	3,4%	3,9%
waga	33%	33%	33%	0%	0%	100%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	0,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	16 464
Dług netto	6 867
Inne korekty	2
Wycena DCF na akcję (PLN)	7,31

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	6,79
DCF	50%	7,31
Cena wynikowa		7,05
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		7,50

Play akumuluj (podwyższona)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Play odpowiedział w czerwcu na podwyżkę cen abonamentów mobilnych w Orange Polska: spółka również wdrożyła podwyżkę taryfy komórkowej o ok. 5 PLN do wszystkich planów, rekompensując ten ruch klientom większym transferem danych. Implementujemy ten czynnik do naszych prognoz. Dodatkowo w związku z szybkim rozwojem sieci mobilnej Play oraz jego dużym wpływem na wyniki finansowe spółki, korygujemy poziom kosztów roamingu krajowego. Po aktualizacji naszych prognoz, zakładamy obecnie wynik EBITDA Skorygowana na 2019/2020 na poziomie odpowiednio 2,356 mld PLN i 2,477 mld PLN (zmiana o +1,9%/+4,3% vs. poprzednie prognozy). Nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 34,20 PLN, co implikuje 10% -owy potencjał wzrostu kursu. Stąd, podnosimy rekomendację z trzymaj do akumuluj dla walorów Play. Zwracamy uwagę, że spodziewamy się bardzo dobrych wyników finansowych w Play za 2Q'19. Wynik EBITDA skorygowana szacujemy na 617 mln PLN, co implikuje poprawę R/R o >12%. Po bardzo udanym 1Q'19 oznacza to kontynuację pozytywnych trendów i naszym zdaniem będzie argumentem poprawiającym sentyment do Spółki. Co więcej, spodziewamy się, że Zarząd podniesie cele finansowe na cały rok wraz z publikacją wyników za 2Q'19. Stąd, Play powinien naszym zdaniem zachowywać się relatywnie lepiej niż Cyfrowy Polsat (gdzie szacujemy spadek wyniku EBITDA bez wpływu MSSF16 i bez Netii na 6,0% R/R).

Cena bieżąca

31,22 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

34,20 PLN

+9,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	34,20 PLN	2019-08-02	
poprzednia	trzymaj	29,00 PLN	2019-07-03	
Podstawowe dane			PLY PW	vs. WIG
Ticker	PLY PW	Zmiana 1M	-7,1%	-4,7%
ISIN	LU1642887738	Zmiana YTD	+61,3%	+59,3%
Liczba akcji (mln)	253,7	Średni obrót 1M	16,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	7 920,5	Średni obrót 6M	15,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	14 145,5	EV/EBITDA 12M fwd	6,2	+5,4%
Free float	49,4%	EV/EBITDA 5Y avg	5,8	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	6 670	6 839	6 977	7 138	7 309
EBITDA	1 904	2 160	2 326	2 447	2 541
marża EBITDA	28,5%	31,6%	33,3%	34,3%	34,8%
EBIT	1 107	1 371	1 515	1 618	1 622
Zysk netto	387	744	872	966	976
P/E	20,4	10,6	9,1	8,2	8,1
P/BV	-	-	26,1	8,5	5,1
EV/EBITDA	7,7	6,7	6,1	6,0	5,6
DPS	0,00	2,57	1,45	1,31	1,45
DYield	0,0%	8,2%	4,6%	4,2%	4,6%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Przychody			+0,2%	+1,1%	+1,7%
EBITDA			+1,9%	+4,3%	+6,0%
EBIT			+3,0%	+6,6%	+9,7%
Zysk netto			+3,9%	+8,6%	+12,8%
CAPEX			+0,1%	+0,4%	+1,6%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywni klienci (tys.)	12 394	12 653	12 707	12 848	12 989
ARPU (PLN)	32,0	32,3	32,8	33,4	33,9
Przychody	6 670	6 839	6 977	7 138	7 309
przychody z usług	4 878	5 083	5 170	5 301	5 434
obróć sprzętem	1 792	1 756	1 807	1 837	1 876
Koszty	4 766	4 679	4 651	4 691	4 768
interkonekt	1 729	1 922	1 767	1 747	1 725
koszty kontraktów	429	421	434	445	457
sprzęt	1 410	1 442	1 462	1 491	1 528
koszty osobowe	526	255	282	291	300
usługi obce	606	515	579	620	669
pozostałe	65	124	128	96	89
EBITDA skoryg.	2 298	2 159	2 356	2 477	2 571
marża	34,4%	31,6%	33,8%	34,7%	35,2%
Zysk netto	387	744	872	966	976

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Przychody	6 977	7 138	7 309	7 457	7 577	7 677	7 763	7 839	7 906	7 968	7 968
EBITDA	2 326	2 447	2 541	2 599	2 662	2 681	2 694	2 700	2 706	2 712	2 712
marża EBITDA	34,0%	35,1%	35,6%	35,6%	35,7%	35,4%	35,1%	34,8%	34,5%	34,3%	34,3%
Amortyzacja	810	829	919	942	1 003	1 027	1 037	1 030	1 020	1 010	1 010
EBIT	1 515	1 618	1 622	1 658	1 658	1 654	1 657	1 671	1 686	1 703	1 703
Podatek	288	307	308	315	315	314	315	317	320	323	323
NOPLAT	1 227	1 310	1 314	1 343	1 343	1 340	1 342	1 353	1 365	1 379	1 379
CAPEX	-837	-1 828	-820	-1 709	-1 186	-1 022	-737	-745	-751	-1 429	-728
Kapitał obr. + inne	-270	-262	-268	-277	-267	-261	-258	-255	-253	-252	-252
FCF	931	49	1 145	299	894	1 084	1 384	1 384	1 382	707	1 379
PV FCF	903	45	959	233	648	729	865	802	742	352	
WACC	7,7%	7,5%	7,6%	7,5%	7,6%	7,6%	7,7%	7,8%	7,9%	7,8%	
Dług netto / EV	42,6%	44,8%	42,9%	44,8%	44,4%	43,6%	41,7%	40,0%	38,5%	40,2%	
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	1 389	2 037	2 028	2 118	2 217
CFO/EBITDA skor.	60%	94%	86%	86%	86%
Capex	-650	-781	-837	-1 828	-820
Aktywa ogółem	8 831	8 521	8 667	9 519	9 751
Kapitał własny	-213	-201	304	936	1 545
Dług netto	6 710	6 653	6 225	6 798	6 301
Dług netto/EBITDA (x)	2,9	3,1	2,6	2,7	2,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	7,2	5,8	4,7	3,5	3,1	2,9
Maksimum	36,1	28,8	21,3	12,5	11,9	11,3
Mediana	12,9	12,8	11,5	5,5	5,4	5,3
waga	33%	33%	33%	0%	0%	0%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,3
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	14 978
Dług netto	6 034
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	35,25

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	28,28
DCF	50%	35,25
Cena wynikowa		31,80
Koszt kapitału 9M		7,5%
Cena docelowa za 9M		34,20

Agora kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Spodziewamy się, że Agora przedstawi zestaw słabych wyników za 2Q'19. Szacujemy, że kluczowy segment Film i Książka wygenerował w 2Q'19 stratę na linii EBITDA (bez wpływu MSSF16) rzędu 3,7 mln PLN (vs. -2,6 mln PLN rok wcześniej) ze względu na bardzo słabą sprzedaż biletów w czerwcu'19 oraz dodatkowe koszty działalności gastronomicznej. Spadku wyników oczekujemy także w segmentach Radio, Druk, Internet i Prasa, wzrostu jedynie w przypadku Reklamy Zewnętrznej. Wynik EBITDA bez MSSF16 szacujemy za 2Q'19 na 10,8 mln PLN, co oznacza istotny spadek z 15,5 mln PLN skorygowanego wynik rok wcześniej. Stąd, notowania Agory mogą być pod presją w sierpniu'18. z drugiej strony spółkę broni dywersyfikacja biznesu, atrakcyjna wycena, wysoka generacja gotówki oraz dobra pozycja bilansowa. Ewentualne osłabienie kursu Agory wykorzystalibyśmy do kupowania walorów spółki.

Cena bieżąca

12,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

16,00 PLN

+33,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	16,00 PLN	2018-11-27

Podstawowe dane			AGO PW	vs. WIG
Ticker	AGO PW	Zmiana 1M	-6,6%	-4,2%
ISIN	PLAGORA00067	Zmiana YTD	+26,3%	+24,3%
Liczba akcji (mln)	46,6	Średni obrót 1M		0,4 mln PLN
MC (mln PLN)	559,0	Średni obrót 6M		0,3 mln PLN
EV (mln PLN)	567,2	EV/EBITDA 12M fwd	5,7	+4,5%
Free float	76,9%	EV/EBITDA 5Y avg	5,5	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	1 165	1 141	1 168	1 213	1 272
EBITDA	30	89	104	117	135
marża EBITDA	2,6%	7,8%	8,9%	9,7%	10,6%
EBIT	-73	1	24	39	58
Zysk netto	-84	5	14	26	42
P/E	-	109,9	39,9	21,2	13,2
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	19,4	6,3	5,5	5,0	4,4
DPS	0,00	0,50	0,50	0,50	0,50
DYield	0,0%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
rozpowsz. GW (tys.)	124	104	93	87	84
sprzed. bilety do kin (mln)	12,2	12,3	13,0	14,0	15,2
ATP (PLN)	18,4	18,9	18,9	18,9	18,9
RPH (PLN)	6,8	7,1	7,2	7,4	7,5
Przychody	1 165	1 141	1 168	1 213	1 272
prasa	236	214	203	200	202
film i książka	416	419	434	465	503
reklama zewnętrzna	163	172	177	186	196
internet	169	178	191	198	206
radio	114	116	119	122	126
druk	102	72	70	67	65
wylączenia	-34	-29	-26	-26	-26
EBITDA	30	89	104	117	135
marża	2,6%	7,6%	8,9%	9,7%	10,6%
Zysk netto	-83,5	5,1	14,0	26,4	42,5

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	77	69	91	101	117
CFO/EBITDA	258%	79%	87%	86%	87%
Capex	-70	-85	-77	-95	-96
Aktywa ogółem	1 406	1 382	1 389	1 410	1 444
Kapitał własny	996	962	953	956	975
Dług netto	4	-24	-14	3	5
Dług netto/EBITDA (x)	0,1	-0,3	-0,1	0,0	0,0

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	24,5	21,7	19,0	14,9	12,3	11,2
Maksimum	11,7	8,0	9,2	5,7	4,6	4,3
Mediana	15,5	14,3	12,3	7,8	7,4	7,1
waga	0%	0%	0%	33%	33%	33%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Przychody	1 168	1 213	1 272	1 329	1 368	1 389	1 411	1 433	1 457	1 486	1 515
EBITDA	104	117	135	151	161	163	165	166	166	169	173
marża EBITDA	8,9%	9,7%	10,6%	11,4%	11,8%	11,8%	11,7%	11,5%	11,4%	11,4%	11,4%
Amortyzacja	80	78	77	75	73	71	75	79	80	82	83
EBIT	24	39	58	77	88	92	90	87	86	88	89
Podatek	4	7	11	15	17	18	17	16	16	17	17
NOPLAT	19	31	47	62	71	75	73	70	70	71	72
CAPEX	-77	-95	-96	-98	-68	-73	-76	-78	-80	-82	-83
Kapitał obrotowy	-8	-8	-7	-6	-4	-3	-2	-1	-1	-1	-1
FCF	15	7	22	33	72	71	70	70	69	70	71
PV FCF	14	6	17	24	47	43	39	36	33	33	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Dług netto / EV	0,0%	0,8%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	773
Dług netto	10
Inne korekty	19
Wycena DCF na akcję (PLN)	15,96

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	14,11
DCF	50%	15,96
Cena wynikowa		15,03
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		16,00

Cyfrowy Polsat redukuje (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Podtrzymujemy negatywne podejście do Cyfrowego Polsatu. Notowania spółki umocniły się w ostatnich miesiącach wraz z rajdem na polskie telekomy, którego bezpośrednią przyczyną były podwyżki cen w przypadku Play i Orange Polska (na które odpowiedź dał także Cyfrowy Polsat, podwyżki cen mają być wprowadzone od jesieni br.). Naszym zdaniem wskaźniki finansowe dla Cyfrowego Polsatu są mało atrakcyjne: DivYield'19 = 3,1%, EV/EBITDA'19 = 7,4x. Dodatkowym katalizatorem do spadku powinny być wyniki za 2Q'19. Po eliminacji wpływ konsolidacji Netii na wyniki Cyfrowego Polsatu (+339 mln PLN na przychodach, +84 mln PLN na EBITDA) oraz MSSF 16 (+116 mln PLN na linii EBITDA) wynik EBITDA szacujemy na 872 mln PLN, co oznacza spadek o 6,0% R/R. To między innymi pochodna słabego kwartału w reklamie TV (w części efekt bazy) oraz wzrost kosztów dystrybucji i marketingu oraz kontentu. Niemniej jednak, wyniki za 2Q'19 wypadną błędnie na tle Play (gdzie szacujemy wzrost skorygowanej EBITDA o >12% R/R). Sentyment do Cyfrowego Polsatu w sierpniu może się ochłodzić.

Cena bieżąca

30,10 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

24,15 PLN

-19,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	redukuje	24,15 PLN	2019-05-31

Podstawowe dane			CPS PW	vs. WIG
Ticker	CPS PW	Zmiana 1M	+0,7%	+3,2%
ISIN	PLCFRPT00013	Zmiana YTD	+36,1%	+34,1%
Liczba akcji (mln)	639,5	Średni obrót 1M	13,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	19 250,2	Średni obrót 6M	12,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	30 881,3	EV/EBITDA 12M fwd	7,3	+4,0%
Free float	33,5%	EV/EBITDA 5Y avg	7,0	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	9 829	10 686	11 394	11 548	11 759
EBITDA	3 617	3 698	4 179	4 255	4 356
marża EBITDA	36,8%	34,6%	36,7%	36,9%	37,0%
EBIT	1 834	1 727	1 966	2 127	2 317
Zysk netto	981	834	1 224	1 431	1 595
P/E	19,6	23,1	15,7	13,5	12,1
P/BV	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2
EV/EBITDA	8,2	8,1	7,4	7,2	6,8
DPS	0,32	0,00	0,93	0,93	0,93
DYield	1,1%	0,0%	3,1%	3,1%	3,1%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Liczba RGUs pospaid	16,52	16,91	17,32	17,44	17,51
w tym Pay TV	4,94	5,10	5,13	5,17	5,20
w tym mobile	6,93	7,35	7,60	7,65	7,66
Przychody	9 829	10 686	11 394	11 548	11 759
zmiana		8,7%	6,6%	1,3%	1,8%
EBIT	1 834	1 727	1 966	2 127	2 317
marża	18,7%	16,2%	17,3%	18,4%	19,7%
EBITDA	3 617	3 698	4 179	4 255	4 356
marża	36,8%	34,6%	36,7%	36,9%	37,0%
Koszty finansowe	-509	-387	-379	-342	-323
Inne	10	-34	0	0	0
Zysk brutto	1 335	1 306	1 587	1 785	1 994
Podatek	-390	-490	-347	-339	-379
Zyski mniejszości	-35	-18	15	15	20
Zysk netto	981	834	1 224	1 431	1 595

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Przychody	11 394	11 548	11 759	11 946	12 132	12 301	12 473	12 649	12 832	13 013	
EBITDA	3 749	3 825	3 926	3 981	4 030	4 061	4 091	4 119	4 145	4 168	
marża EBITDA	32,9%	33,1%	33,4%	33,3%	33,2%	33,0%	32,8%	32,6%	32,3%	32,0%	
Amortyzacja	1 783	1 699	1 609	1 523	1 453	1 411	1 382	1 353	1 449	1 458	
EBIT	1 966	2 127	2 317	2 458	2 577	2 650	2 709	2 765	2 696	2 710	
Podatek	373	404	440	467	490	504	515	525	512	515	
NOPLAT	1 592	1 723	1 877	1 991	2 087	2 147	2 195	2 240	2 184	2 195	
CAPEX	-1 380	-1 984	-1 306	-2 325	-2 670	-1 674	-1 396	-1 983	-1 440	-1 458	
Kapitał obrotowy	-267	-158	-94	-84	-85	-85	-83	-92	-103	-116	
FCF	1 728	1 279	2 086	1 105	785	1 799	2 097	1 518	2 090	2 080	2 080
PV FCF	1 662	1 152	1 756	870	578	1 239	1 348	912	1 170	1 085	
WACC	6,8%	6,8%	6,9%	7,0%	6,9%	7,0%	7,1%	7,1%	7,2%	7,3%	
Dług netto / EV	36,0%	35,0%	32,1%	31,9%	33,1%	31,7%	29,4%	28,9%	26,6%	24,3%	
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	

*dotyczy tylko Cyfrowego Polsatu (bez Netii); **przejęcie kontroli nad Netią na koniec 2017, wynik za 2017 r. EBITDA proforma

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	2 941	2 915	3 134	3 329	3 453
CFO/EBITDA	81%	79%	75%	78%	79%
Capex	-739	-928	-1 380	-1 984	-1 306
Aktywa ogółem	27 756	30 697	30 350	28 249	28 712
Kapitał własny	12 074	13 227	14 128	14 963	15 963
Dług netto	10 518	10 092	10 839	10 431	9 342
Dług netto/EBITDA (x)	2,9	2,7	2,6	2,5	2,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	7,0	4,9	3,7	3,3	2,9	2,6
Maksimum	73,9	108,8	168,2	30,7	18,1	17,3
Mediana	6,0	5,8	5,7	13,1	13,0	11,6
waga	33%	33%	33%	0%	0%	0%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdykontowana wartość FCF	26 596
Dług netto	10 092
Inne korekty	797
Wycena DCF na akcję (PLN)	24,56

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	21,70
DCF	50%	24,56
Cena wynikowa		23,13
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M*		24,15

Wirtualna Polska trzymaj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Podtrzymujemy neutralne podejście do Wirtualnej Polski, gdyż nasza cena docelowa nie implikuje potencjału wzrostowego. Spodziewamy się, że wyniki spółki za 2Q'19 będą dobre. Dobra koniunktura na rynku reklamy internetowej oraz istotny wzrost segmentu e-commerce powinny przełożyć się na wzrost przychodów bez barteru o +18% R/R vs. proforma 2Q'18 (w rozbiu spodziewamy się, że obroty z reklamy internetowej + 12,5% w reklamie i +23% w e-commerce). Spadek marży e-commerce o ok. 3 p.p. oraz negatywny wpływ biznesu TV (-1,3 mln PLN) nie powinny znacznie wpłynąć na wysoką dynamikę wyniku. De facto, spodziewamy się, że skorygowana EBITDA online z pominięciem standardu MSSF16 wyniesie 50,1 mln PLN, co oznacza wzrost R/R aż o +18,0% R/R (vs. proforma). Dobre wyniki mogą ożywić w sierpniu sentyment do spółki.

Cena bieżąca

62,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

61,50 PLN

-0,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	61,50 PLN	2019-07-03

Podstawowe dane			WPL PW	vs. WIG
Ticker	WPL PW	Zmiana 1M	+3,3%	+5,8%
ISIN	PLWRTPL00027	Zmiana YTD	+19,7%	+17,7%
Liczba akcji (mln)	29,8	Średni obrót 1M		0,3 mln PLN
MC (mln PLN)	1 846,1	Średni obrót 6M		0,8 mln PLN
EV (mln PLN)	2 025,2	EV/EBITDA 12M fwd	9,7	-5,7%
Free float	53,0%	EV/EBITDA 5Y avg	10,2	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	466	567	625	675	718
EBITDA	130	163	196	216	230
marża EBITDA	27,8%	28,7%	31,5%	31,9%	32,1%
EBIT	79	107	136	152	163
Zysk netto	45	76	95	111	122
P/E	40,8	24,3	19,4	16,6	15,2
P/BV	4,4	4,0	3,5	3,2	2,8
EV/EBITDA	15,7	13,3	10,3	9,1	8,2
DPS	1,10	0,96	1,00	1,66	1,95
DYield	1,8%	1,5%	1,6%	2,7%	3,1%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	466	567	625	675	718
gotówkowe	425	543	574	620	660
barterowe	33,0	24,6	24,7	25,7	26,5
Koszty	387	460	489	524	555
amortyzacja	51,0	44,6	60,5	64,1	67,2
zużycie mater. i energii	5,9	6,2	6,3	6,5	6,8
wynagrodzenia	134	165	171	177	184
pozostałe	196	223	251	276	297
EBITDA	130	163	196	216	230
marża	27,8%	29,8%	31,5%	31,9%	32,1%
EBITDA skorygowana	151	173	197	213	226
marża	32,3%	32,1%	31,5%	31,5%	31,5%
EBIT	79	107	136	152	163
marża	16,9%	19,7%	21,8%	22,4%	22,7%
Zysk netto	35,3	76,0	94,9	111,3	125,1

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	114	156	159	176	187
CFO/EBITDA	88%	96%	81%	81%	81%
Capex	-42	-43	-53	-57	-62
Aktywa ogółem	894	1 063	924	955	990
Kapitał własny	420	457	522	584	651
Dług netto	170	217	163	102	37
Dług netto/EBITDA (x)	1,3	1,3	0,8	0,5	0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	20,7	15,7	18,4	16,4	12,1	9,5
Maksimum	11,4	9,9	12,7	4,5	5,2	3,8
Mediana	17,7	14,6	16,0	11,0	9,8	8,4
waga	33%	33%	33%	33%	33%	33%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Przychody	625	675	718	756	791	824	855	883	910	929	947
EBITDA	196	216	230	244	254	263	270	275	280	285	291
marża EBITDA	31,5%	31,9%	32,1%	32,2%	32,2%	32,0%	31,6%	31,1%	30,7%	30,7%	30,7%
Amortyzacja	60	64	67	70	72	74	76	78	80	81	83
EBIT	136	152	163	174	182	189	194	197	200	204	208
Podatek	26	29	31	33	35	36	37	37	38	39	40
NOPLAT	110	123	132	141	148	153	157	160	162	165	169
CAPEX	-53	-57	-62	-66	-70	-74	-78	-82	-85	-87	-89
Kapitał obrotowy	-10	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-7	-7	-7	-8
FCF	108	121	130	137	142	145	148	149	149	152	155
PV FCF	99	103	102	99	95	90	84	78	72	73	
WACC	8,0%	8,1%	8,3%	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Dług netto / EV	11,9%	8,6%	4,7%	2,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 938
Dług netto	206
Inne korekty	19
Wycena DCF na akcję (PLN)	59,42

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	56,18
DCF	50%	59,42
Cena wynikowa		57,80
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		61,50

Asseco Poland trzymaj (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Od początku roku notowania Asseco Poland wzrosły o 27%. Sądzymy, że to reakcja na wzrost zainteresowania mniej cyklicznymi spółkami dywidendowymi w ostatnim czasie. Przestrzegamy jednak inwestorów przed nadmiernym optymizmem dot. reszty roku w ACP. Naszym zdaniem jednostka dominująca ACP wygeneruje >15% spadku na linii EBIT. Spadek wyniku będzie rezultatem spadku obrotów w jednostce dominującej, a ze względu na niższe obroty w bankowości (brak Deutsche Bank) oraz przestój w administracji publicznej. Portfel zamówień na rynku Polskim (z wyjątkiem Asseco BS) jest 10% niższy R/R. Kluczowym argumentem wspierającym Asseco Poland jest wysoki poziom dywidendy. Jednak dzień dywidendy za 2018 r. jest już za nami. ACP jest wyceniane obecnie na P/E'19 na poziomie 14,6x, tj. z premią do polskich IT oraz z 5% dyskontem do zachodnich spółek porównywalnych. Dyskonto do zachodnich spółek było historycznie dużo wyższe (ok. 18-21%). Podtrzymujemy neutralne podejście.

Cena bieżąca

54,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

50,80 PLN

-6,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	50,80 PLN	2019-06-03

Podstawowe dane		ACP PW	vs. WIG
Ticker	ACP PW	Zmiana 1M	+1,1% +3,5%
ISIN	PLSOFTB000016	Zmiana YTD	+26,6% +24,6%
Liczba akcji (mln)	83,0	Średni obrót 1M	4,8 mln PLN
MC (mln PLN)	4 523,5	Średni obrót 6M	4,2 mln PLN
		P/E 12M fwd	12,4 -1,8%
Free float	68,0%	P/E 5Y avg	12,6 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	7 829	9 329	9 929	10 288	10 581
EBITDA	922	1 256	1 506	1 546	1 576
marża EBITDA	11,8%	13,5%	15,2%	15,0%	14,9%
EBIT	585	797	847	881	909
Zysk netto	467	333	310	318	322
P/E	9,7	13,6	14,6	14,2	14,0
P/BV	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7
P/S	0,58	0,48	0,46	0,44	0,43
DPS	3,01	3,01	3,07	2,29	2,27
DYield	5,5%	5,5%	5,6%	4,2%	4,2%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
Przychody		0,0%	0,0%	0,0%	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
EBIT		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk brutto		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	7 829	9 329	9 929	10 288	10 581
zmiana		19,1%	6,4%	3,6%	2,8%
rynek polski	1 558	1 614	1 571	1 614	1 653
rynek pd-wsch. Europy	571	670	770	820	846
rynek zachodnioeur.	638	705	762	800	816
rynek środkowoeur.	791	957	1 024	1 055	1 087
rynek izraelski	5 161	5 403	5 798	5 995	6 175
rynek wschodnioeur.	19	4	4	4	4
EBIT	585	797	847	881	909
Amortyzacja	337	460	659	665	668
EBITDA	922	1 256	1 506	1 546	1 576
marża	11,8%	13,5%	15,2%	15,0%	14,9%
Jednostki stowarzyszone	-150	-260	-371	-392	-413
Podatek	-122	-182	-209	-212	-214
Zysk netto	467	333	310	318	322

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	691	1 001	405	1 113	1 151
CFO/EBITDA	75%	80%	27%	72%	73%
Capex	-226	-240	-298	-360	-423
Aktywa ogółem	11 882	12 642	13 610	14 062	14 522
Kapitał własny	5 601	5 718	5 773	5 901	6 035
Dług netto	360	305	600	117	-333
Dług netto/EBITDA (x)	0,4	0,2	0,4	0,1	-0,2

Analiza porównawcza

	19P	P/E 20P	21P
Maximum	25,1	22,9	21,1
Minimum	7,7	7,2	6,9
Mediana	15,4	14,0	12,8
waga	33%	33%	33%

Skrót z modeli DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Asseco Poland (matka)											
Przychody	907	827	847	864	881	899	917	935	954	973	973
EBITDA MSR17	242	182	176	177	179	180	181	183	186	188	188
NOPLAT	150	117	118	118	119	120	120	121	123	123	123
FCF	108	124	106	112	118	115	116	116	117	118	118
WACC	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	
Asseco Business Solutions											
Przychody	258	273	284	293	300	307	314	322	330	337	344
EBITDA MSR17	94	101	108	111	114	117	120	123	126	129	132
NOPLAT	61	66	71	73	75	77	79	81	83	85	86
FCF	48	59	63	66	68	70	71	73	75	77	78
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	0,0%
Asseco South Eastern Europe											
Przychody	637	678	711	737	757	773	785	794	801	806	822
EBITDA MSR17	121	129	137	143	148	152	157	161	166	170	173
NOPLAT	61	65	68	70	72	73	74	74	75	75	77
FCF	31	36	39	45	49	53	58	62	66	70	72
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	

Podsumowanie SOTP

(mln PLN)	metoda	udział	wycena
Asseco PL matka*	DCF	100%	1 280
ACE	10x PE	93%	755
ABS	DCF	22%	959
ASEE	DCF	51%	1 110
R. zachodnioeurop.	10x PE	100%	361
Formula Systems	rynek	26%	2 689
Pozostałe	10x PE	0%	187
Razem			4 009
Wycena 1 akcji			48,30

*korekta długu netto o wypłaconą dywidendę

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	47,21
SOTP	50%	48,30
Cena wynikowa		47,75
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		50,80

Comarch kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Comarch w 2019 r. powinien wygenerować rekordowe obroty na poziomie 1,50 mld PLN, co oznacza zwiększenie skali biznesu o blisko 40% w ciągu dwóch lat. To rezultat konsekwentnych inwestycji w produkty własne, coraz większej rozpoznawalności marki Comarch za granicą i długiej listy prestiżowych klientów. Comarch odpowiada na trendy rynkowe, stawia na sprzedaż abonamentową, rozwój data centers i rozwiązania w chmurze. Szacujemy, że średni roczny wzrost wyniku EBITDA w latach 2018-21 (z wyłączeniem MSSF16 dla porównywalności) wyniesie 9,6%. Oprócz wzrostu wyników zwracamy uwagę na silny bilans. Na koniec 1Q'19 Comarch wykazał 123 mln PLN gotówki netto bez MSSF16 (53 mln PLN z MSSF16), co należy docenić, zwłaszcza że spółka zakończyła w 2018 r. realizację dużego programu inwestycji w nieruchomości (budowa data centers oraz budynków biurowych) oraz inwestycji w produkty własne. Tymczasem spółka jest wyceniona na EV/EBITDA'19 z istotnym dyskontem do grupy porównywalnej. Podtrzymujemy pozytywne podejście, pomimo że spodziewamy się spadku wyników R/R w 2Q'19 (główny powód spadku to efekt bazy, a dokładniej w 2Q'19 zaksięgowano dużą część wielkiego kontaktu dla Ministerstwa Sprawiedliwości)

Cena bieżąca

174,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

231,00 PLN

+32,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	231,00 PLN	2019-07-25

Podstawowe dane			CMR PW	vs. WIG
Ticker	CMR PW	Zmiana 1M	-6,4%	-4,0%
ISIN	PLCOMAR00012	Zmiana YTD	+15,9%	+13,9%
Liczba akcji (mln)	8,1	Średni obrót 1M	2,4 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 419,3	Średni obrót 6M	0,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 436,8	EV/EBITDA 12M fwd	6,3	-16,8%
Free float	59,2%	EV/EBITDA 5Y avg	7,5	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	1 102	1 365	1 501	1 606	1 690
EBITDA	99	177	226	241	251
marża EBITDA	9,0%	13,0%	15,0%	15,0%	14,9%
EBIT	34	112	141	154	160
Zysk netto	43	52	94	104	110
P/E	32,9	27,5	15,1	13,7	12,9
P/BV	1,6	1,6	1,5	1,4	1,2
EV/EBITDA	14,6	8,4	6,4	5,7	5,3
DPS	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
DYield	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	1 102	1 365	1 501	1 606	1 690
TMT	258	313	379	405	425
finanse i bankowość	186	204	235	244	254
handel i usługi	174	201	241	272	294
przemysł i utilities	142	138	152	164	172
sektor publiczny	63	194	131	139	145
SME	236	260	297	312	327
inne	43	54	67	69	71
Zysk brutto na sprzedaży	268	387	425	440	461
marża	24,3%	28,3%	28,3%	27,4%	27,3%
koszty sprzedaży	134	138	145	156	164
koszty ogólnego zarządu	98	109	123	131	137
EBIT	34	112	141	154	160
marża	3,1%	8,2%	9,4%	9,6%	9,5%
Zysk netto	43,1	51,7	94,0	104,0	110,2

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Przychody	1 501	1 606	1 690	1 764	1 840	1 918	1 992	2 058	2 122	2 187	2 231
EBITDA	226	241	251	260	269	278	286	292	298	303	309
marża EBITDA	15,0%	15,0%	14,9%	14,7%	14,6%	14,5%	14,3%	14,2%	14,0%	13,9%	14,1%
Amortyzacja	85	88	91	94	97	101	105	109	113	117	119
EBIT	141	154	160	166	171	177	181	183	185	186	190
Podatek	46	48	49	50	51	52	52	52	52	52	53
NOPLAT	95	105	112	116	121	125	129	131	133	134	137
CAPEX	-77	-88	-115	-112	-94	-87	-91	-93	-96	-99	-101
Kapitał obrotowy	-24	-14	-18	-17	-18	-19	-19	-19	-19	-20	-20
FCF	78	91	69	81	106	120	124	128	131	132	135
PV FCF	76	81	57	61	74	77	73	70	66	61	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Dług netto / EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	61	181	156	179	185
CFO/EBITDA	62%	102%	69%	74%	74%
Capex	-141	-87	-77	-88	-115
Aktywa ogółem	1 503	1 740	1 870	2 005	2 132
Kapitał własny	880	876	958	1 050	1 148
Dług netto	19	-28	-75	-134	-172
Dług netto/EBITDA (x)	0,2	-0,2	0,0	-0,2	-0,4

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	28,2	25,3	23,3	18,4	17,2	16,0
Maksimum	9,2	8,6	8,0	5,6	5,3	5,0
Mediana	16,7	15,5	14,4	9,4	9,0	8,7
waga	33%	33%	33%	33%	33%	33%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana wartość FCF	1 659
Dług netto	46
Inne korekty	18
Wycena DCF na akcję (PLN)	196,10

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	238,22
DCF	50%	196,10
cena wynikowa		217,16
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		231,00

11 bit studios kupuj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

W lipcu 11B wydało pierwsze DLC do gry Moonlighter, co wpisuje się w strategię wydłużania cyklu życia produktu. Zgodnie z zapowiedziami spółki, w 3Q 2019 premierę na PC/XONE/PS4 oraz Nintendo Switch ma mieć produkcja wydawnicza - Children of Morta. Zarząd 11B liczy, że nowa produkcja ma przynajmniej taki potencjał komercyjny jak Moonlighter. Dodatkowo spółka zapowiedziała wydanie DLC do Frostpunk i This War of Mine oraz premierę konsolowej wersji gry Frostpunk. Naszym zdaniem wszystkie powyższe zdarzenia powinny wspierać wyniki spółki w 2H'19. W sierpniu 2019 spółka opublikuje wyniki za 2Q'19, w których brak premier gier/dodatków powinien przełożyć się na niski poziom sprzedaży w 2Q'19. Koszty działalności operacyjnej będą obciążone przez koszty wynagrodzeń oraz koszty amortyzacji nakładów poniesionych na Frostpunk. Naszym zdaniem wyniki za 2Q'19 będą miały niski wpływ na zachowanie się walorów spółki. Pod koniec 2019 roku spółka ma opublikować więcej informacji na temat kolejnego projektu wydawniczego. W naszych prognozach oczekujemy, że następną grą własną 11B zostanie wydana w 2021 roku.

Cena bieżąca

412,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

518,00 PLN

+25,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	518,00 PLN	2019-05-20

Podstawowe dane		11B PW	vs. WIG
Ticker	11B PW	Zmiana 1M	+4,3% +6,7%
ISIN	PL11BTS00015	Zmiana YTD	+68,9% +66,8%
Liczba akcji (mln)	2,3	Średni obrót 1M	2,9 mln PLN
MC (mln PLN)	942,3	Średni obrót 6M	2,8 mln PLN
EV (mln PLN)	888,9	EV/EBITDA 12M fwd	22,6 +98,8%
Free float	-	EV/EBITDA 5Y avg	11,4 premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	19	82	80	87	195
EBITDA	9	51	46	36	128
marża EBITDA	48,2%	62,6%	57,6%	41,7%	65,8%
EBIT	8	47	42	29	118
Zysk netto	4	38	34	24	97
P/E	-	25,1	27,6	39,3	9,8
P/BV	20,4	10,5	7,5	6,3	3,8
EV/EBITDA	98,9	17,8	19,4	24,0	6,2
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Frostpunk (S)		0,0%	0,0%	0,0%	
Projekt 8 (S)		0,0%	0,0%	0,0%	
Wydawnicza (S)		0,0%	0,0%	0,0%	

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
TWOM (S)	17,6	18,3	16,4	16,4	15,6
Frostpunk (S)	0,0	53,8	50,9	44,4	43,7
Projekt 8 (S)	0,0	0,0	0,0	0,0	90,3
Zewn. projekty (S)	1,9	14,8	22,5	47,4	82,6
Usługi obce	-5,9	-16,5	-24,3	-40,9	-56,8
OCF/EBITDA	87,3%	75,9%	86,2%	85,3%	69,3%
Przepływy oper.	8,1	39,0	39,5	30,9	89,0
Amortyzacja	1,7	4,5	4,2	7,5	10,9
Kapitał obrotowy	2,6	-8,0	0,4	-1,3	-19,2
Przepływy inv.	-10,0	-55,6	-9,1	-10,1	-11,1
CAPEX	-7,4	-26,6	-9,1	-10,1	-11,1
Nakłady na produkcję	1,0	12,6	-1,3	-1,3	-1,3
FCF	-1,5	10,1	24,6	13,2	84,1
FCF/EBITDA	-16%	20%	54%	36%	65%
FCF Yield	0%	1%	3%	1%	9%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
TWOM (tys. szt.)	420	420	399	379	360	0	0	0	0	0	0
Frostpunk (tys. szt.)	1 000	1 000	950	903	677	508	381	247	247	247	0
Kolejne projekty (tys. szt.)			1 359	1 200	2 695	2 460	2 403	3 710	3 252	2 802	0
Przychody	80	87	195	197	262	223	196	257	248	209	-
EBITDA	46	36	128	119	178	136	106	166	158	118	-
marża EBITDA	57,6%	41,7%	65,8%	60,6%	68,0%	60,8%	54,4%	64,8%	63,5%	56,6%	-
EBIT	42	29	118	104	160	121	93	152	143	114	-
Podatek	8	5	22	20	30	23	18	29	27	22	-
CAPEX	-9	-10	-11	-12	-14	-15	-16	-18	-20	-22	-
Kapitał obrotowy	-4	-8	-11	-16	-19	-15	-13	-14	-14	-4	-
FCF	25	13	84	72	116	83	59	105	96	70	72
PV FCF	25	12	71	56	83	55	36	60	50	34	-
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	-
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	-

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa trwałe	17,2	41,3	46,3	48,9	49,1
Należności	2,7	14,6	14,1	15,4	34,6
Produkcja w toku	13,1	17,1	22,1	24,6	24,8
Środki pieniężne	28,2	24,3	53,4	73,0	149,6
Lokaty	0,0	27,0	27,0	27,0	27,0
Dług netto	-28,2	-24,3	-53,4	-73,0	-149,6
Dług netto/EBITDA (x)	-3,0	-0,5	-1,2	-2,0	-1,2

Analiza porównawcza

	P/E 12M fwd 4Y avg	EV/EBIT 12M fwd 4Y avg
Minimum	15,1	6,0
Maksimum	26,0	17,8
Mediana	19,2	12,2
waga	50%	50%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	4,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 252
Dług netto	-24
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	558,10

Wycena

(PLN)	waga
Porównawcza	50% 416,50
DCF	50% 558,10
cena wynikowa	487,30
koszt kapitału 9M	6,4%
cena docelowa za 9M	518,00

CD Projekt akumuluj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

W sierpniu najważniejszym wydarzeniem dla spółki będzie obecność na targach gier wideo Gamescom (20-24.08.2019), gdzie kontynuowana będzie kampania marketingowa Cyberpunk 2077 (C2077). Pod koniec sierpnia (29.08.2019) CDR opublikuje wyniki za 2Q'19. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami na rezultaty wpłynie coraz niższa sprzedaż Wiedźmina 3 z dodatkami oraz wyższe koszty działalności operacyjnej związane ze wzrostem kosztów wynagrodzeń oraz dodatkowymi kosztami marketingu. W lipcu został opublikowany zwiastun serialu Wiedźmin produkowanego przez Netflix. Naszym zdaniem wydanie serialu zwiększy rozpoznawalność świata Wiedźmina i mogłoby wspierać sprzedaż potencjalnej nowej produkcji studia osadzonej w uniwersum Wiedźmina. Dodatkowo, podczas targów E3, CD Projekt zapowiedział wydanie gry Wiedźmin 3: Dziki Gon na platformę Nintendo Switch w 2019 roku. Naszym zdaniem kurs spółki w kolejnych miesiącach może reagować pozytywnie na kolejne materiały promocyjne gry Cyberpunk 2077, które mogą wpłynąć na budowanie wyższych oczekiwań dotyczących sprzedaży kolejnej produkcji. Niemniej, najmocniejszego ruchu na cenie akcji spółki oczekujemy w okresie poprzedzającym i po premierze C2077.

Cena bieżąca

230,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

237,50 PLN

+3,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	237,50 PLN	2019-05-09

Podstawowe dane		CDR PW	vs. WIG
Ticker	CDR PW	Zmiana 1M	+6,2% +8,6%
ISIN	PLOPTTC00011	Zmiana YTD	+59,1% +57,1%
Liczba akcji (mln)	96,1	Średni obrót 1M	48,3 mln PLN
MC (mln PLN)	22 107,6	Średni obrót 6M	57,3 mln PLN
EV (mln PLN)	21 571,2	EV/EBITDA 12M fwd	14,3 -38,4%
Free float	65,3%	EV/EBITDA 5Y avg	23,2 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	463	363	308	3 092	2 641
EBITDA	246	117	44	2 348	2 174
marża EBITDA	53,1%	32,3%	14,3%	75,9%	82,3%
EBIT	241	112	39	2 342	2 168
Zysk netto	200	109	39	1 964	1 909
P/E	-	-	-	11,3	11,6
P/BV	24,8	22,0	21,3	7,5	4,7
EV/EBITDA	86,4	183,1	488,9	8,4	8,3
DPS	1,06	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
W3 (S)		0,0%	0,0%	0,0%	
Gwint (S)		0,0%	0,0%	0,0%	
C2077 (S)		0,0%	0,0%	0,0%	

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Produkcja gier (S)	330	228	174	2 985	2 479
Produkcja gier (EBIT)	223	114	54	2 384	2 154
Produkcja gier (marża)	67,4%	49,8%	31,1%	79,9%	86,9%
GOG.com (S)	169,6	144,3	138,1	145,0	140,2
GOG.com (EBIT)	18,4	-1,1	2,0	4,2	2,7
GOG.com (marża)	10,8%	-0,8%	1,4%	2,9%	1,9%
Przepływy oper.	232	133	31	2 094	1 782
Amortyzacja	5	5	5	6	6
Kapitał obrotowy	34	46	-26	-118	21
Przepływy inv.	-291	-106	-46	-160	-173
CAPEX	-13	-15	-9	-10	-11
Nakłady na produkcję	77	98	137	150	162
FCF	144	40	-112	1 981	1 674
FCF/EBITDA	-183%	83%	77%	73%	77%
CFO/EBITDA	51%	87%	82%	81%	80%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
W3 (tys. szt.)	1 860	1 624	1 395	1 380	1 165	0	0	0	0	0	0
C2077 (tys. szt.)	0	21 000	9 977	10 525	8 375	6 300	5 225	3 575	0	0	0
Gra AAA (tys. szt.)			10 000	6 000	21 000	13 000	23 000	14 500	9 200	11 200	0
Przychody	312	3 130	2 620	1 600	3 472	2 143	3 397	2 121	1 259	1 327	-
EBITDA	61	2 394	2 163	1 219	2 856	1 634	2 714	1 546	825	855	-
marża EBITDA	19,6%	76,5%	82,6%	76,2%	82,3%	76,3%	79,9%	72,9%	65,5%	64,5%	-
EBIT	56	2 388	2 157	1 213	2 850	1 628	2 708	1 540	818	849	-
Podatek	11	454	410	230	542	309	514	293	155	161	-
CAPEX	-146	-160	-173	-186	-199	-209	-207	-214	-221	-228	-
Kapitał obrotowy	-26	-118	21	43	-78	56	-53	53	36	-3	-
FCF	-112	1 981	1 674	886	2 188	1 272	2 121	1 214	485	464	464
PV FCF	-106	1 732	1 349	658	1 497	802	1 233	650	240	211	-
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	-
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	-

Wskaźniki

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wiedźmin 3 (S)	288	174	124	108	95
Gwint (S)	43	45	45	31	16
Cyberpunk 2077 (S)	0	0	0	2 759	979
Produkcja w toku	142	243	370	201	290
Środki pieniężne	67	104	95	2 080	3 757
Dług netto	-647	-659	-550	-2 535	-4 212
Dług netto/EBITDA (x)	-2,6	-5,6	-9,0	-1,1	-1,9

Analiza porównawcza

	P/E 12M fwd 4Y avg	EV/EBIT 12M fwd 4Y avg
Minimum	15,1	5,1
Maksimum	19,4	11,6
Mediana	19,2	8,8
waga	50%	50%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	4,0%
Zdykontowana wartość FCF	13 358
Dług netto	-659
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	231,80

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	214,80
DCF	50%	231,80
cena wynikowa		223,30
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		237,50

Przemysł, surowce

Cognor

trzymaj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

26 lipca wznowione Zwyczajne Walne Zgromadzenie akcjonariuszy Grupy Cognor zdecydowało, że na dywidendę ze 2018 rok trafi 36 mln PLN (0,29 PLN/akcja; DYield około 17%). Wielkość jest zgodna z wcześniejszą rekomendacją Zarządu, ale przesunięte zostały na późniejszy termin daty odjęcia prawa do dywidendy (obecnie 23 października) oraz dzień wypłaty (obecnie 17 stycznia 2020 roku). W 2Q'19, według naszych prognoz Grupa będzie się musiała zmierzyć z wysoką ujemną dynamiką wyników finansowych. Po wzroście notowań warto, naszym zdaniem, wstrzymać się z dalszymi zakupami do publikacji wyników finansowych za 2Q'19 (14 sierpnia). Wyraźnie lepiej, według nas, wyglądają perspektywy na 2H'19. Biorąc pod uwagę poprawiającą się konkurencyjność producentów elektrycznych (EAF) względem wielkopiecownic (BOF) oraz oczekiwane odbicie koniunktury w przemyśle stalowym w drugiej połowie roku. Nie zmieniamy naszej rekomendacji trzymaj dla Grupy Cognor, a cenę docelową pozostawiamy na poziomie 1,84 PLN/akcja.

Cena bieżąca

1,67 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

1,84 PLN

+10,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	1,84 PLN	2019-07-25

Podstawowe dane			COG PW	vs. WIG
Ticker	COG PW	Zmiana 1M	-5,4%	-3,0%
ISIN	PLCNTSL00014	Zmiana YTD	+4,4%	+2,3%
Liczba akcji (mln)	175,0	Średni obrót 1M	0,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	292,2	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	534,5	EV/EBITDA 12M fwd	4,2	+25,3%
Free float	-	EV/EBITDA 5Y avg	3,4	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	1 789	2 082	2 004	1 900	2 086
EBITDA skor.	146	200	108	100	106
marża EBITDA	8,1%	9,6%	5,4%	5,3%	5,1%
EBIT skor.	104	156	62	50	57
Zysk netto skor.	32	94	34	27	35
P/E skor.	9,2	3,1	8,6	10,8	8,3
P/BV	1,3	1,1	1,0	1,0	1,0
EV/EBITDA skor.	4,3	2,6	4,9	5,1	4,6
DPS	0,00	0,07	0,21	0,13	0,11
DYield	0,0%	4,1%	12,3%	7,6%	6,5%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
Przychody ze sprzedaży		0,0%	0,0%	0,0%	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Wolumen sprzedaży		0,0%	0,0%	0,0%	
Ceny produktów		0,0%	0,0%	0,0%	
Ceny złomu		0,0%	0,0%	0,0%	

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wol. Ferrostał (tys. ton)	426	401	393	361	432
Wol. HSJ (tys. ton)	231	237	232	253	268
Wol. Złomrex (tys. ton)	131	173	176	180	183
Spread Ferrostał (PLN/t)	953	1 191	1 147	1 159	1 189
Spread HSJ (PLN/t)	1 272	1 723	1 680	1 610	1 598
Przepływy oper.	145	232	91	110	92
Amortyzacja	41	44	47	50	49
Kapitał obrotowy	11	44	15	17	-5
Przepływy inw.	-15	-38	-50	-50	-35
CAPEX	16	38	50	50	35
Przepływy fin.	-53	-196	-9	-88	-68
Dywidenda/buyback	0	-12	-36	-22	-19
FCF	123	179	66	60	58
FCF/EBITDA	87%	90%	61%	60%	55%
CFO/EBITDA	103%	116%	84%	110%	86%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	951	1 001	1 035	970	986
Aktywa trwałe	398	379	401	393	370
Kapitał własny	225	278	279	284	300
Udział mniejszości	225	278	279	284	300
Dług netto	325	209	225	204	179
Dług netto/EBITDA (x)	2,3	1,0	2,1	2,0	1,7
Dług netto/kap. wł. (x)	1,4	0,8	0,8	0,7	0,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	4,3	5,3	5,2	2,8	2,9	3,0
Maksimum	23,3	16,7	14,1	11,9	6,8	6,4
Mediana	9,0	9,0	8,7	5,8	5,3	4,9
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Wolumen sprzedaży	625	614	700	749	778	804	820	836	836	836	836
Ceny produktów	2 304,4	2 213,3	2 198,3	2 209,6	2 220,4	2 231,6	2 243,7	2 255,8	2 267,8	2 279,9	2 291,9
Ceny złomu	1 088	1 005	990	990	990	990	990	990	990	990	990
Przychody	2 004	1 900	2 086	2 207	2 286	2 358	2 409	2 462	2 478	2 494	2 510
EBITDA	108	100	106	94	90	86	83	81	81	83	85
marża EBITDA	5,4%	5,3%	5,1%	4,3%	3,9%	3,6%	3,5%	3,3%	3,3%	3,3%	3,4%
EBIT	62	50	57	47	43	40	38	35	34	35	37
Podatek	7	6	8	6	6	5	5	5	5	5	5
CAPEX	-50	-50	-35	-36	-37	-39	-40	-43	-46	-47	-47
Kapitał obrotowy	15	17	-5	-5	-6	-5	-4	-4	-1	-1	-1
FCF	66	60	58	47	40	36	34	29	29	31	33
PV FCF	64	54	48	36	29	24	21	16	15	15	
WACC	7,6%	7,6%	7,8%	7,8%	7,9%	7,9%	8,0%	8,0%	8,0%	8,1%	8,1%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,2
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	321
Dług netto	209
Inne korekty	18
Wycena DCF na akcję (PLN)	2,01

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	1,43
DCF	50%	2,01
Cena wynikowa		1,72
Koszt kapitału 9M		7,0%
Cena docelowa za 9M		1,84

Famur kupuj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Naszym zdaniem głównym motorem wzrostu wyników w 2019 roku będzie rosnąca rentowność w efekcie wzrostu stawek dzierżawnych oraz cen na rynku. W ostatnich 12 miesiącach wartość podpisanych nowych umów na dostawę sprzętu wyniosła 1156 mln PLN, co stanowi najwyższy wynik od 2012 roku. Nowe zamówienia dostarczane będą w 2H'19, co dynamizować będzie poprawę wyników w tych okresach. Obecnie Spółka korzysta z obserwowanych spadków cen stali, co przekłada się na wzrost marży na kontraktach, których ceny były podnoszone w 2018 roku. Oczekujemy wysokiej dwucyfrowej dynamiki wzrostu wyników finansowych w 2Q'19. Przy okazji publikacji rezultatów Zarząd może zapowiedzieć bardzo dobry outlook na 3Q'19. Technicznie korygujemy nasze całoroczne wyniki o efekt sprzedaży PBSz – ostatecznie Famur zaksięguje jednorazowy zysk na sprzedaży na poziomie zysku brutto, a nie jak wcześniej zakładaliśmy wyniku EBITDA. Zmiana techniczna nie ma wpływu na przepływy gotówki i wycenę. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla akcji Famur oraz korygujemy cenę docelową o wartość wypłaconej dywidendy do 6,71 PLN/akcja (wcześniej 6,96 PLN/akcja).

Cena bieżąca

4,47 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

6,71 PLN

+50,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	6,71 PLN	2019-08-02	
poprzednia	kupuj	6,96 PLN	2019-07-03	
Podstawowe dane			FMF PW	vs. WIG
Ticker	FMF PW	Zmiana 1M	-5,3%	-2,9%
ISIN	PLFAMUR00012	Zmiana YTD	-8,2%	-10,2%
Liczba akcji (mln)	574,8	Średni obrót 1M	0,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 569,2	Średni obrót 6M	0,8 mln PLN	
EV (mln PLN)	2 493,9	EV/EBITDA 12M fwd	4,8	-17,0%
Free float	52,3%	EV/EBITDA 5Y avg	5,8	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	1 460	2 229	2 145	2 046	2 087
EBITDA	308	491	548	492	486
marża EBITDA	21,1%	22,0%	25,6%	24,1%	23,3%
EBIT	133	300	391	347	314
Zysk netto	49	208	454	275	250
P/E	51,5	12,4	5,7	9,4	10,3
P/BV	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6
EV/EBITDA	8,8	5,7	4,5	4,9	4,9
DPS	0,00	0,44	0,53	0,55	0,36
DYield	0,0%	9,9%	11,9%	12,4%	8,0%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			-21,5%	0,0%	0,0%
Zysk netto			-0,1%	-0,9%	-1,5%
Oroty Underground			0,0%	0,0%	0,0%
Oroty Surface			0,0%	0,0%	0,0%
Marża Underground			0,0%	0,0%	0,0%
Marża Surface			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Oroty Underground	1 019	1 407	1 508	1 550	1 582
Oroty Surface	292	371	381	388	396
Marża Underground	25,0%	30,6%	32,8%	30,2%	27,7%
Marża Surface	8,3%	3,9%	7,1%	7,1%	7,1%
Przepływy oper.	192	215	522	465	412
Amortyzacja	175	191	157	145	172
Kapitał obrotowy	-16	-127	32	37	-15
Przepływy inw.	-231	-138	122	-83	-122
CAPEX	132	141	-122	83	122
Przepływy fin.	287	-458	-515	-325	-212
Zmiana długu	-88	-213	-200	0	0
Dywidenda/buyback	0	-253	-305	-318	-206
FCF	-91	173	649	382	289
FCF/EBITDA	-30%	35%	118%	78%	60%
CFO/EBITDA	44%	44%	95%	94%	85%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+	+
Przychody	2 145	2 046	2 087	2 129	2 172	2 216	2 261	2 307	2 354	2 401	2 450
zmiana (r/r)	-3,8%	-4,6%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBITDA	548	492	486	490	491	491	496	503	509	511	515
marża EBITDA	25,6%	24,1%	23,3%	23,0%	22,6%	22,2%	21,9%	21,8%	21,6%	21,3%	21,0%
Amortyzacja	157	145	172	139	135	132	132	135	138	138	138
EBIT	391	347	314	352	356	360	363	367	371	373	377
Podatek	52	64	59	66	67	68	69	70	72	72	73
NOPAT	339	282	256	286	288	291	294	297	300	301	303
CAPEX	122	-83	-122	-125	-127	-130	-132	-135	-138	-138	-138
Kapitał obrotowy	32	37	-15	-16	-16	-16	-17	-17	-17	-18	-18
FCF	649	382	289	284	280	277	277	280	282	284	287
PV FCF	628	341	238	215	195	178	164	153	142	132	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	3 138	2 880	2 677	2 609	2 663
Aktywa trwałe	1 099	1 158	880	817	767
Goodwill	222	222	222	222	222
Kapitał własny	1 437	1 625	1 638	1 595	1 639
Udział mniejszości	115	-37	-32	-32	-32
Dług netto	80	286	-43	-100	-177
Dług netto/EBITDA (x)	0,3	0,6	-0,1	-0,2	-0,4

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	9,2	9,5	9,3	6,0	6,0	5,8
Maksimum	19,5	18,2	17,2	12,1	11,1	10,5
Mediana	12,8	12,0	11,4	8,5	7,9	7,4
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	2 385
Dług netto	590
Inne korekty	58
Wycena DCF na akcję (PLN)	6,72

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	5,91
DCF	50%	6,72
Cena wynikowa		6,31
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		6,71

Grupa Kęty trzymaj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Według wstępnych szacunków Zarządu, w 2Q'19 przychody ze sprzedaży wzrosły o 10% R/R, a EBITDA o 7% R/R. Wstępne dane są lepsze od naszych wstępnych prognoz, w których oczekiwaliśmy, że EBITDA mogłaby w 2Q'19 spaść o około 5% R/R ze względu na słabsze R/R wyniki segmentu wyrobów wyciskanych. Zaskoczeniem była natomiast lepsza sprzedaż segmentów opakowań giętkich oraz systemów aluminiowych. Nie zmieniamy naszej rekomendacji trzymaj dla Grupy Kety oraz pozostawiamy bez zmian cenę docelową na poziomie 345,32 PLN/akcja.

Cena bieżąca

337,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

345,32 PLN

+2,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	345,32 PLN	2019-07-03

Podstawowe dane		KTY PW	vs. WIG
Ticker	KTY PW	Zmiana 1M	-1,0% +1,4%
ISIN	PLKETY000011	Zmiana YTD	+2,6% +0,5%
Liczba akcji (mln)	9,5	Średni obrót 1M	0,4 mln PLN
MC (mln PLN)	3 221,6	Średni obrót 6M	0,5 mln PLN
EV (mln PLN)	4 156,4	EV/EBITDA 12M fwd	8,4 -9,8%
Free float	42,0%	EV/EBITDA 5Y avg	9,3 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	2 643	2 994	2 958	3 150	3 248
EBITDA	421	463	460	486	490
marża EBITDA	15,9%	15,5%	15,5%	15,4%	15,1%
EBIT	301	338	331	351	360
Zysk netto	236	268	246	261	268
P/E	13,5	12,0	13,1	12,4	12,0
P/BV	2,4	2,3	2,3	2,2	2,1
EV/EBITDA	9,0	8,6	9,0	8,6	8,5
DPS	30,00	23,94	24,00	20,66	23,22
DYield	8,9%	7,1%	7,1%	6,1%	6,9%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Aluminium (USD/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Premia producenta (USD/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
EBITDA SOG		0,0%	0,0%	0,0%	
EBITDA SWW		0,0%	0,0%	0,0%	
EBITDA SSA		0,0%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
EBITDA SOG	113	119	112	133	138
EBITDA SWW	150	163	166	167	166
EBITDA SSA	172	190	189	194	195
EBITDA pozostałe	-13	-8	-8	-8	-8
EBITDA/użyte aluminium	5	5	5	5	5
Przepływy oper.	276	293	296	338	389
Amortyzacja	120	126	129	135	130
Kapitał obrotowy	-91	-114	-30	-83	-33
Przepływy inw.	-187	-229	-200	-150	-120
CAPEX	187	229	200	150	120
Przepływy fin.	-85	-43	-155	-206	-271
Dywidenda/buyback	-285	-229	-229	-197	-222
FCF	86	72	172	191	274
FCF/EBITDA	20%	15%	37%	39%	56%
CFO/EBITDA	66%	63%	64%	70%	79%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Aluminium (USD/t)	1 900	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
Prem. prod. (USD/t)	130	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150
Użyte alum. (tys. t)	99	104	108	111	113	115	117	118	118	118	118
Przychody	2 958	3 150	3 248	3 318	3 356	3 403	3 447	3 459	3 459	3 459	3 459
EBITDA	460	486	490	496	501	506	510	508	505	505	505
marża EBITDA	15,5%	15,4%	15,1%	15,0%	14,9%	14,9%	14,8%	14,7%	14,6%	14,6%	14,6%
EBIT	331	351	360	368	376	379	379	376	370	367	367
Podatek	58	61	63	65	66	67	67	66	66	65	65
CAPEX	-200	-150	-120	-122	-125	-127	-130	-132	-135	-138	-138
Kapitał obrotowy	-30	-83	-33	-23	-13	-16	-15	-7	-4	-4	-4
FCF	172	191	274	286	297	297	298	303	301	298	299
PV FCF	166	171	228	221	213	197	184	173	159	146	
WACC	7,7%	7,6%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,8%	7,8%	7,8%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Aktywa	2 499	2 780	2 892	3 000	3 038
Aktywa trwałe	1 439	1 575	1 722	1 741	1 735
Kapitał własny	1 363	1 396	1 414	1 477	1 524
Udział mniejszości	1	1	1	1	1
Dług netto	591	774	934	972	953
Dług netto/EBITDA (x)	1,4	1,7	2,0	2,0	1,9
Dług netto/kap. wł. (x)	0,4	0,6	0,7	0,7	0,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	4,0	3,5	3,3	3,4	3,0	2,1
Maksimum	49,2	20,0	17,1	34,8	11,8	10,7
Mediana	16,2	9,5	8,9	7,9	6,3	5,7
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana wartość FCF	1 859
Dług netto	774
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	379,70

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	269,96
DCF	50%	379,70
Cena wynikowa		324,83
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		345,32

JSW

akumuluj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Rynek naszym zdaniem miał już okazję w czerwcu i lipcu wycenić ryzyko związane ze spadkiem wydobycia w 1H'19 oraz wyborem nowego Zarządu. Pozytywnym zaskoczeniem jest zapowiedź braku istotnych zmian w strategii spółki oraz pozostawienie dotychczasowych menadżerów (od produkcji i inwestycji) w składzie Zarządu. Dodatkowo wartość nagrody jednorazowej za wyniki w 2018 roku dla pracowników wyniosła 165 mln PLN, a nie jak rynek oczekiwał ponad 200 mln PLN. Biorąc pod uwagę planowane uruchomienie nowych ścian w 2H'19 wydobycie w dwóch kolejnych kwartałach będzie wzrastać R/R. Dodatkowo hutnictwo stali może zanotować odbicie w drugiej połowie 2019 roku, co powinno wspierać zachowanie cen węgla koksowego na rynku. Naszym zdaniem w sierpniu rynek może nieco optymistyczniej podejść do wyceny JSW. Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację akumuluj, a cenę docelową pozostawiamy bez zmian (50,02 PLN/akcja).

Cena bieżąca

37,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

50,02 PLN

+34,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	50,02 PLN	2019-07-03

Podstawowe dane			JSW PW	vs. WIG
Ticker	JSW PW	Zmiana 1M	-18,8%	-16,4%
ISIN	PLJSW0000015	Zmiana YTD	-44,7%	-46,7%
Liczba akcji (mln)	117,4	Średni obrót 1M	8,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 367,7	Średni obrót 6M	13,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 699,6	EV/EBITDA 12M fwd	1,2	-63,9%
Free float	44,8%	EV/EBITDA 5Y avg	3,2	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	8 877	9 810	9 594	9 042	8 877
EBITDA skor.	3 509	3 101	2 176	1 506	1 351
marża EBITDA	39,5%	31,6%	22,7%	16,7%	15,2%
EBIT skor.	2 684	2 335	1 306	508	229
Zysk netto skor.	2 189	1 802	1 047	399	170
P/E skor.	2,0	2,4	4,2	10,9	25,6
P/BV	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA skor.	0,8	0,5	0,8	1,5	2,0
DPS	0,00	0,00	1,71	1,78	1,70
DYield	0,0%	0,0%	4,6%	4,8%	4,6%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
EBITDA (skor.)		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto (skor.)		0,0%	0,0%	0,0%	
Węgiel koksowy (USD/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Węgiel do celów energetycznych (PLN/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Koks (USD/t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Prod. węgla (tys. t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Prod. w. koks. (tys. t)		0,0%	0,0%	0,0%	
Prod. koks. (tys. t)		0,0%	0,0%	0,0%	

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Prod. węgla (tys. t)	14 768	15 019	15 500	15 900	16 150
Prod. w. koks. (tys. t)	10 675	10 351	10 850	11 289	11 628
Udział węgla koks. (%)	72%	69%	70%	71%	72%
Prod. w. ener. (tys. t)	4 093	4 668	4 650	4 611	4 522
Prod. koks. (tys. t)	3 458	3 559	3 500	3 400	3 400
Przepływy oper.	2 871	2 856	2 019	1 236	1 201
Amortyzacja	825	766	870	998	1 121
Kapitał obrotowy	-76	338	-209	-115	-33
Przepływy inw.	-2 170	-1 582	-1 750	-1 550	-1 450
CAPEX	737	1 248	1 750	1 550	1 450
Przepływy fin.	-701	-755	-185	-195	-189
Dywidenda/buyback	0	0	-201	-209	-200
FCF	2 129	1 754	-34	-257	-178
FCF/EBITDA skor.	61%	57%	-2%	-17%	-13%
CFO/EBITDA skor.	82%	92%	93%	82%	89%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	12 090	13 763	14 538	14 547	14 464
Aktywa trwałe	8 118	8 475	9 366	9 950	10 326
Kapitał własny	6 389	8 081	8 927	9 117	9 088
Udział mniejszości	232	364	364	364	364
Dług netto	-1 641	-3 286	-3 032	-2 523	-2 084
Dług netto/EBITDA skor.	-0,5	-1,1	-1,4	-1,7	-1,5
Dług netto/kap. wł. (x)	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	3,9	2,6	3,1	1,3	1,2	1,0
Maksimum	20,7	22,1	67,1	8,6	8,4	8,0
Mediana	7,3	7,5	8,0	4,2	4,2	4,3
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
W. koksowy (USD/t)	185	175	165	165	165	165	165	165	165	165	165
W. energet. (PLN/t)	268	247	247	247	247	247	247	247	247	247	247
Koks (USD/t)	1 068	949	915	915	915	915	915	915	915	915	916
Przychody	9 594	9 042	8 877	9 060	9 228	9 316	9 417	9 528	9 640	9 753	9 812
EBITDA	2 176	1 506	1 351	1 554	1 650	1 685	1 730	1 771	1 809	1 829	1 872
marża EBITDA	22,7%	16,7%	15,2%	17,2%	17,9%	18,1%	18,4%	18,6%	18,8%	18,8%	19,1%
EBIT	1 306	508	229	308	233	327	357	378	413	431	472
Podatek	251	99	46	60	46	64	69	73	80	83	91
CAPEX	-1 750	-1 550	-1 450	-1 400	-1 400	-1 400	-1 400	-1 400	-1 400	-1 400	-1 400
Kapitał obrotowy	-209	-115	-33	31	23	27	16	18	19	18	12
FCF	-34	-257	-178	125	228	248	277	316	348	364	394
PV FCF	-33	-229	-145	94	158	159	164	172	175	168	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	684
Dług netto	-3 286
Inne korekty	364
Wycena DCF na akcję (PLN)	48,94

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	45,16
DCF	50%	48,94
Cena wynikowa		47,05
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		50,02

Kernel kupuj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Naszym zdaniem w kwartale 4Q'19 (2Q'19) ze względu na efekt niskiej bazy Kernel prawdopodobnie co najmniej podwoi wynik na poziomie EBITDA. Szansą na wzrost wyników w kolejnym sezonie jest zmiana standardów rachunkowości MSSF 16 (Kernel cały areal gruntów leasinguje). Dobrą informacją może być potencjalna sprzedaż udziałów w porcie w Tamaianie, co mogłoby uwolnić zamrożone zasoby gotówki (nawet powyżej 100 mln USD dla Kernel). Nie zmieniamy naszego zalecenia (kupuj) dla Kernel oraz ceny docelowej (58,63 PLN/akcja).

Cena bieżąca

48,35 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

58,63 PLN

+21,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	58,63 PLN	2019-06-03

Podstawowe dane			KER PW	vs. WIG
Ticker	KER PW	Zmiana 1M	-1,8%	+0,6%
ISIN	LU0327357389	Zmiana YTD	-0,7%	-2,8%
Liczba akcji (mln)	82,7	Średni obrót 1M		3,2 mln PLN
MC (mln PLN)	3 996,7	Średni obrót 6M		1,9 mln PLN
EV (mln PLN)	7 463,0	EV/EBITDA 12M fwd	5,2	+23,8%
Free float	60,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,2	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln USD)	16/17	17/18	18/19P	19/20P	20/21P
Przychody	2 169	2 403	3 520	4 564	5 085
EBITDA	319	223	340	400	461
marża EBITDA	14,7%	9,3%	9,7%	8,8%	9,1%
EBIT	265	140	246	305	357
Zysk netto	176	52	197	194	244
P/E	5,8	19,7	5,2	5,3	4,2
P/BV	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA	4,8	7,4	5,7	4,8	4,0
DPS	0,24	0,25	0,25	0,95	1,29
DYield	2,0%	2,0%	2,0%	7,7%	10,3%
Zmiana prognoz			18/19P	19/20P	20/21P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Marża olej (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Pszenica (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Kukurydza (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Sprzedaż oleju luz. (tys. ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Produkcja zbóż (tys. ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Handel zbożami (tys. ton)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln USD)	16/17	17/18	18/19P	19/20P	20/21P
EBITDA olej butelkowany	17	13	13	15	16
EBITDA olej luzem	83	63	90	126	166
EBITDA przeladunek	48	39	35	55	63
EBITDA produkcja zbóż	144	89	162	160	173
EBITDA handel zbożami	23	17	44	46	49
Przepływy oper.	77	82	221	269	371
Amortyzacja	54	83	93	96	104
Kapitał obrotowy	-212	-63	-154	-113	-67
Przepływy inw.	-223	-156	-329	-108	-83
CAPEX	182	179	329	108	83
Przepływy fin.	173	76	53	-187	-283
Dywidenda/buyback	-20	-20	-21	-79	-106
FCF	-93	-14	-145	164	292
FCF/EBITDA	-29%	-6%	-43%	41%	63%
CFO/EBITDA	24%	37%	65%	67%	81%

Model DCF

(mln USD)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Marża olej (USD/t)	69	90	102	111	108	104	100	96	92	91	92
Pszenica (USD/t)	170	190	195	195	195	195	195	195	195	195	195
Kukurydza (USD/t)	175	185	194	194	194	194	194	195	196	197	197
Przychody	3 520	4 564	5 085	5 344	5 412	5 501	5 584	5 667	5 756	5 852	5 942
EBITDA	340	400	461	504	485	478	469	465	463	468	474
marża EBITDA	9,7%	8,8%	9,1%	9,4%	9,0%	8,7%	8,4%	8,2%	8,1%	8,0%	8,0%
EBIT	246	305	357	399	381	374	366	356	351	342	347
Podatek	2	15	18	21	20	20	20	19	43	42	42
CAPEX	-329	-108	-83	-90	-97	-104	-113	-123	-126	-127	-127
Kapitał obrotowy	-154	-113	-67	-39	-24	-26	-26	-26	-27	-28	-27
FCF	-145	164	292	354	344	327	311	297	268	271	277
PV FCF	-143	141	217	226	190	155	127	105	84	73	
WACC	15,7%	15,3%	15,4%	15,6%	15,7%	15,8%	15,8%	15,9%	15,4%	15,5%	15,6%
Risk-free rate	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%

Bilans

(mln USD)	16/17	17/18	18/19P	19/20P	20/21P
Aktywa	2 009	2 211	2 589	2 771	2 867
Aktywa trwałe	888	1 006	1 245	1 262	1 246
Kapitał własny	1 153	1 171	1 296	1 411	1 548
Udział mniejszości	5	7	7	7	7
Dług netto	508	619	885	901	816
Dług netto/EBITDA (x)	1,6	2,8	2,6	2,3	1,8
Dług netto/kap. wł. (x)	0,4	0,5	0,7	0,6	0,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	3,8	3,4	2,2	3,1	3,8	2,8
Maksimum	54,8	28,0	16,4	18,7	12,4	12,6
Mediana	11,9	11,4	10,4	7,6	7,2	6,7
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln USD)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 175
Dług netto	619
Inne korekty	7
Wycena DCF na akcję (PLN)	46,70

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	57,71
DCF	50%	46,70
Cena wynikowa		52,20
Koszt kapitału 9M		12,3%
Cena docelowa za 9M		58,63

KGHM trzymaj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Słabe dane gospodarcze publikowane w lipcu zwiększyły nadzieje inwestorów na luzowanie polityki pieniężnej przez banki centralne, na czym zyskiwały ceny metali szlachetnych (szczególnie srebro). To z kolei pozwoliło KGHM zrekomensować straty wynikające ze słabego zachowania cen miedzi. Te ostatnie pozostają pod presją wojny handlowej na linii USA-Chiny. Dodatkowo na rynku pojawiają się informacje o opóźnieniu osiągnięcia negocjacji przez Chiny do czasu wyborów prezydenckich w USA, co nie napawa nadzieją na szybkie zakończenie konfliktu. Naszym zdaniem w sierpniu wciąż nad wyceną KGHM ciążyć będą oczekiwania słabszych R/R wyników finansowych za 2Q'19. Ryzykiem jest możliwa przecena srebra, gdyby wypowiedzi szefów banków centralnych zostały zinterpretowane gołębio. Naszym zdaniem istnieje duże ryzyko, że KGHM w sierpniu będzie się poruszał w ślad za grupą porównawczą. Obawiamy się o korektę notowań spółek z dużym udziałem metali szlachetnych (AAL LN, BOL SS, FRES LN, GFI SJ, KAZ LN, OZL AU, POLY LN, PLZL RX) oraz rudy żelaza (ANG JS, BHP AU, RIO LN). Podtrzymujemy rekomendację trzymaj dla Grupy KGHM, a cenę docelową pozostawiamy bez zmian na poziomie 98,35 PLN/akcja.

Cena bieżąca

91,36 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

98,35 PLN

+7,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	98,35 PLN	2019-07-03

Podstawowe dane			KGH PW	vs. WIG
Ticker	KGH PW	Zmiana 1M	-12,2%	-9,8%
ISIN	PLKGHM000017	Zmiana YTD	+2,8%	+0,8%
Liczba akcji (mln)	200,0	Średni obrót 1M	51,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	18 272,0	Średni obrót 6M	55,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	22 734,7	EV/EBITDA 12M fwd	4,3	-12,0%
Free float	63,2%	EV/EBITDA 5Y avg	4,9	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	20 275	20 526	22 593	23 029	23 730
EBITDA skor.	5 753	4 972	5 168	5 082	5 398
marża EBITDA	28,4%	24,2%	22,9%	22,1%	22,7%
EBIT skor.	4 144	3 176	3 315	3 150	3 414
Zysk netto skor.	1 792	1 888	2 289	2 154	2 351
P/E skor.	10,2	9,7	8,0	8,5	7,8
P/BV	1,0	1,0	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA skor.	4,3	5,1	4,4	4,3	3,8
DPS	1,00	0,00	0,00	1,50	3,23
DYield	1,1%	0,0%	0,0%	1,6%	3,5%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA (skor.)			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto (skor.)			0,0%	0,0%	0,0%
Miedź (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Srebro (USD/oz)			0,0%	0,0%	0,0%
Molibden (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Prod. miedź (tys. ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Prod. srebro (ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Prod. molibden (mln lb)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Cu KGHM Pol (tys. ton)	359	385	406	402	391
Cu KGHM Int (tys. ton)	81	79	76	88	90
Cu Sierra Gorda (tys. ton)	53	53	59	65	69
Srebro Grupa (ton)	1 234	1 205	1 354	1 353	1 342
Złoto Grupa (tys. troz)	219	174	210	212	215
Przepływy oper.	3 054	3 826	5 522	4 195	4 446
Amortyzacja	1 609	1 796	1 853	1 932	1 984
Kapitał obrotowy	-1 270	1 412	1 277	4	7
Przepływy inw.	-3 340	-3 539	-2 798	-2 777	-2 578
CAPEX	3 257	3 541	2 798	2 777	2 578
Przepływy fin.	12	84	-103	-403	-750
Dywidenda/buyback	-200	0	0	-300	-646
FCF	788	1 924	2 726	1 419	1 868
FCF/EBITDA	27%	41%	53%	28%	35%
CFO/EBITDA	53%	77%	107%	83%	82%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	34 122	37 237	40 075	42 046	43 937
Aktywa trwałe	26 515	29 375	30 319	31 164	31 758
Kapitał własny	17 694	19 133	21 422	23 276	24 981
Udział mniejszości	91	92	92	92	92
Dług netto	6 570	6 992	4 371	3 356	2 239
Dług netto/EBITDA (x)	2,2	1,5	0,8	0,7	0,4
Dług netto/kap. wł. (x)	0,4	0,4	0,2	0,1	0,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	8,7	5,5	5,7	2,9	1,6	1,2
Maksimum	29,1	17,2	15,1	9,4	8,7	8,2
Mediana	14,3	10,4	10,2	5,7	5,1	4,6
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Miedź (USD/t)	6 350	6 500	6 800	6 800	6 800	6 800	6 800	6 800	6 800	6 800	6 800
Srebro (USD/oz)	15,5	15,5	15,5	15,5	15,5	15,5	15,5	15,5	15,5	15,5	15,5
Molibden (USD/t)	22 400	21 000	21 000	21 000	21 000	21 000	21 000	21 000	21 000	21 000	21 000
Przychody	22 593	23 029	23 730	23 857	23 805	23 747	23 536	22 087	22 119	22 153	22 234
EBITDA	5 168	5 082	5 398	5 357	5 282	5 143	4 884	4 755	4 723	4 387	4 361
marża EBITDA	14,7%	13,7%	14,4%	14,3%	14,1%	13,8%	12,8%	13,0%	12,8%	11,2%	11,9%
EBIT	3 315	3 150	3 414	3 420	3 368	3 278	3 006	2 871	2 836	2 490	2 636
Podatek	921	891	958	958	947	929	876	850	843	776	804
CAPEX	-2 798	-2 777	-2 578	-1 668	-1 725	-1 754	-1 783	-1 811	-1 840	-1 869	-1 725
Kapitał obrotowy	1 277	4	7	1	-1	-1	-2	-15	0	0	1
FCF	2 726	1 419	1 868	2 732	2 609	2 460	2 223	2 079	2 040	1 742	1 833
PV FCF	2 627	1 267	1 540	2 065	1 807	1 571	1 308	1 127	1 020	803	
WACC	7,6%	7,8%	8,0%	8,3%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdykontowana wartość FCF	15 136
Dług netto	6 992
Inne korekty	290
Wycena DCF na akcję (PLN)	91,84

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	93,18
DCF	50%	91,84
Cena wynikowa		92,51
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		98,35

Stelmet trzymaj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Wyniki 2Q'19 (1Q'19) okazały się lepsze od naszych prognoz i lepsze w ujęciu R/R. Poprawie sprzyjała niska baza roku ubiegłego oraz wyższe temperatury, które umożliwiły szybsze rozpoczęcie sezonu. Wśród pozytywnych czynników należy wymienić bardzo dobrą sprzedaż wolumenową na rynek niemiecki w 2Q'19. Wśród negatywnych słabą sprzedaż do UK, spadek średnich cen na tym rynku i niską sprzedaż pelletu. Naszym zdaniem w kolejnych kwartałach Stelmet odczuje wyraźny wzrost kosztów produkcji w zakresie zakupu energii elektrycznej, kosztów zakupu surowca drzewnego oraz kosztów pracy. Spadek R/R wyników, naszym zdaniem, może być już widoczny w 3Q'19 (2Q'19). Nie zmieniamy naszej rekomendacji trzymaj dla Grupy Stelmet oraz pozostawiamy bez zmian cenę docelową 7,95 PLN/akcja.

Cena bieżąca

6,35 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

7,95 PLN

+25,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	7,95 PLN	2019-07-03

Podstawowe dane			STL PW	vs. WIG
Ticker	STL PW	Zmiana 1M	-12,4%	-10,0%
ISIN	PLSTLMT00010	Zmiana YTD	-12,3%	-14,3%
Liczba akcji (mln)	29,4	Średni obrót 1M	0,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	186,5	Średni obrót 6M	0,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	341,4	EV/EBITDA 12M fwd	4,7	-30,1%
Free float	15,0%	EV/EBITDA 5Y avg	6,8	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	538	553	591	606	624
EBITDA	58	69	69	67	68
marża EBITDA	10,7%	12,4%	11,6%	11,1%	10,9%
EBIT	21	27	27	25	25
Zysk netto	19	10	20	19	19
P/E	9,6	19,5	9,4	9,9	9,8
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	6,4	5,3	5,0	4,7	4,3
DPS	0,00	0,00	0,08	0,41	0,45
DYield	0,0%	0,0%	1,3%	6,4%	7,1%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
DAO (PLN/m3)			0,0%	0,0%	0,0%
DAO vol (tys. m3)			0,0%	0,0%	0,0%
Drewno (PLN/m3)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Sprzedaż DAO (PL)	19	22	25	26	26
Sprzedaż DAO (UK)	158	137	124	127	130
Sprzedaż DAO (FR)	120	107	110	112	115
Sprzedaż DAO (DE)	101	113	141	147	153
Sprzedaż Pellet	68	89	101	104	108
Przepływy oper.	39	32	56	60	61
Amortyzacja	37	41	42	42	43
Kapitał obrotowy	-2	-30	-9	-4	-4
Przepływy inw.	-62	-24	-29	-18	-27
CAPEX	62	23	29	18	27
Przepływy fin.	76	-9	-31	-35	-36
Dywidenda/buyback	0	0	-2	-12	-13
FCF	-11	9	27	42	34
FCF/EBITDA	-18%	13%	39%	63%	50%
CFO/EBITDA	68%	46%	82%	90%	89%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	821	816	815	805	794
Aktywa trwałe	554	522	509	486	470
Kapitał własny	454	461	479	486	492
Udział mniejszości	0	0	0	0	0
Dług netto	182	176	155	128	110
Dług netto/EBITDA (x)	3,2	2,6	2,3	1,9	1,6
Dług netto/kap. wł. (x)	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	8,4	7,8	8,1	5,1	3,1	4,1
Maksimum	217,5	49,1	16,4	17,5	16,3	10,0
Mediana	20,4	12,3	10,3	7,9	6,4	6,0
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
DAO (PLN/m3)	1 784	1 800	1 823	1 848	1 873	1 898	1 924	1 950	1 977	2 004	2 031
DAO vol (tys. m3)	254	259	264	267	270	273	276	279	282	285	288
Drewno (PLN/m3)	260	266	271	276	282	288	293	299	305	311	317
Przychody	591	606	624	639	654	670	686	702	718	735	753
EBITDA	69	67	68	68	68	68	68	67	66	65	63
marża EBITDA	11,6%	11,1%	10,9%	10,7%	10,5%	10,2%	9,9%	9,6%	9,2%	8,8%	8,3%
EBIT	27	25	25	25	25	24	22	20	18	17	15
Podatek	3,5	3,1	3,0	2,9	2,3	1,7	1,4	1,1	0,8	0,4	0,1
CAPEX	-29	-18	-27	-30	-32	-35	-38	-41	-45	-47	-48
Kapitał obrotowy	-8,7	-3,5	-4,3	-3,5	-3,6	-3,7	-3,6	-3,7	-3,8	-4,1	-4,2
FCF	27	42	34	32	30	28	25	21	18	16	13
PV FCF	27	39	29	25	22	19	16	12	10	8	6
WACC	6,7%	6,9%	7,1%	7,2%	7,4%	7,5%	7,6%	7,7%	7,7%	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	2,0%
Zdykontowana wartość FCF	207
Dług netto	182
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	4,91

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	10,04
DCF	50%	4,91
Cena wynikowa		7,47
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		7,95

Deweloperzy

Atal

akumuluj (bez zmian)

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

Zaraportowana przez Atal dynamika sprzedaży mieszkań w 2Q była najlepsza w historii Spółki (o 57% lepsza R/R i o 27% Q/Q), a zarazem kształtuje się zdecydowanie powyżej giełdowej średniej. Tym samym nasza prognoza wolumenu sprzedaży – zakładająca wzrost +14% R/R w 2019 – jest już wykonana w 59%. Razem z dobrze przygotowaną i urozmaiconą ofertą wspiera nasze prognozy dobrych i relatywnie stabilnych wyników w latach 2019-21. Na koniec 1Q'19 Atal posiadał w ofercie rekordowe 4,4 tys. mieszkań, o 51% więcej R/R i 49% więcej lokali w budowie. W porównaniu do poziomu sprzedaży liczba mieszkań w nowych rozpoczętych inwestycjach w ostatnich 12M była 70% wyższa niż przeciętny wolumen sprzedaży w 2017-18. W 2Q'19 Atal kontynuowała rozbudowę oferty (od kwietnia do lipca wprowadzono kolejne 900 lokali), w tym rozbudowano ofertę w mniejszych rynkach – Łodzi (+331 lokali) i na Śląsku (+255). Po stronie popytowej, zwracamy uwagę, że nasze prognozy implikują konserwatywny scenariusz utrzymania relatywnie niskiego tempa sprzedaży (<20% vs. średnio 24% w 2015-18). Sam potencjał ofertowy jest natomiast znacznie wyższy. W szczególności zakładamy, że z inwestycji zakończonych w 2020 r. (95% w budowie) 670 szt. zostanie rozliczone w wynikach 2020+, a z zakończonych w 2021 r. ponad 1,1 tys. przejdzie w wyniki kolejnych lat (85% w budowie). Fundamenty Spółki są zdrowe, a Spółka posiada stabilne podstawy by generować przynajmniej wyniki około 170-190 mln PLN w 2019-21, co przekłada się na P/E'19-21=7,7x oraz średnio DY=12%. Nie zmieniamy naszej pozytywnej rekomendacji akumuluj dla Atalu i przy obecnej cenie widzimy potencjał +15% wzrostu kursu akcji (w wycenie uwzględniona została już wpływ odcięcia dywidendy).

Rachunek wyników i bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przekazane lokale (szt.)	2 308	2 678	2 574	2 819	2 874
Przychód (tys. PLN)/lokal	375	394	379	354	386
SG&A	28	31	32	34	36
SG&A/przychody	3,3%	2,9%	3,3%	3,4%	3,2%
Marża EBIT	25,6%	24,6%	24,1%	22,8%	22,7%
Marża zysku netto	19,8%	19,0%	18,5%	17,3%	17,3%
Gotówka	266	192	242	214	207
Dług netto	214	333	451	480	476
Dług netto/kap. włas.	27%	39%	37%	40%	39%
Zapasy	1 342	1 487	1 638	1 658	1 697
Zapasy/przychody	155%	141%	155%	153%	143%
Zaliczki	365	225	314	294	302
Zaliczki/zapasy	27%	15%	19%	18%	18%
Kapitał własny	795	858	857	865	899
ROE	24,9%	25,3%	21,1%	20,1%	22,1%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Przychody	975	999	1 110	936	879	896	914	932	951	970	989
EBITDA	237	229	254	194	166	169	172	176	179	183	186
marża EBITDA	24,3%	23,0%	22,9%	20,7%	18,9%	18,9%	18,9%	18,9%	18,8%	18,8%	18,8%
Amortyzacja	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
EBIT	235	227	252	192	164	167	170	174	177	181	184
Podatek	45	43	48	36	31	32	32	33	34	34	35
NOPLAT	190	184	204	155	133	135	138	141	144	146	149
CAPEX	10	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2
Kapitał obrotowy	34	-36	-43	12	58	-9	-8	-5	-5	-5	-5
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	235	148	161	167	191	127	130	136	139	141	144
PV FCF	227	132	134	129	136	84	80	77	73	69	
WACC	7,8%	7,7%	7,7%	7,7%	7,8%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

*dług netto skorygowany o dywidendę 182 mln PLN (DPS PLN 4,7, dzień ustalenia prawa 2019-06-26)

Cena bieżąca

36,90 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

41,89 PLN

+13,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	41,89 PLN	2019-07-03

Podstawowe dane			1AT PW	vs. WIG
Ticker	1AT PW	Zmiana 1M	+0,5%	+3,0%
ISIN	PLATAL000046	Zmiana YTD	+43,9%	+41,8%
Liczba akcji (mln)	38,7	Średni obrót 1M		0,1 mln PLN
MC (mln PLN)	1 428,6	Średni obrót 6M		0,4 mln PLN
EV (mln PLN)	1 747,2	EV/EBITDA 12M fwd	7,5	-5,2%
Free float	11,6%	EV/EBITDA 5Y avg	7,9	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	866	1 055	975	999	1 110
ZBNS	248	284	266	262	288
marża ZBNS	28,6%	26,9%	27,3%	26,2%	26,0%
EBIT	222	260	235	227	252
Zysk netto	171	201	181	172	192
P/E	8,3	7,1	7,9	8,3	7,5
P/BV	1,8	1,7	1,7	1,7	1,6
EV/EBITDA	7,3	6,7	7,4	7,7	7,0
DPS	1,68	3,54	4,70	4,26	4,06
DYield	4,6%	9,6%	12,7%	11,5%	11,0%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
Przychody		0,0%	0,0%	0,0%	
MBNS		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	
EBIT		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Przekazane lokale		0,0%	0,0%	0,0%	

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	198	38	199	152	166
Amortyzacja	1	1	2	2	2
Kapitał obrotowy	-13	-194	34	-36	-43
CF inwestycyjny	1	1	14	4	3
CAPEX	-1	-1	-2	-2	-2
CF finansowy	-121	-113	-164	-183	-176
Dywidenda	-65	-137	-182	-165	-157

Analiza porównawcza

	P/BV			P/E		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	0,69	0,65	0,62	5,1	5,7	6,7
Maksimum	1,84	1,79	1,83	8,6	8,5	9,2
Mediana	0,99	0,97	0,98	5,5	7,6	8,5
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	2 338
Skor. dług netto*	515
Inne korekty	-1
Wycena DCF na akcję (PLN)	47,12

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	27,86
DYield-porównawcza	17%	39,31
DCF	50%	47,12
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		41,89

Dom Development trzymaj (bez zmian)

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

Dynamika sprzedaży mieszkań w 2Q w Dom Development (+4,2%) była porównywalna do dynamiki sprzedaży deweloperów GPW oraz lepsza niż dla rynku 6M (Reas). Lekkie osłabienie sprzedaży względem 1Q w Trójmieście było efektem niższej oferty (-22% R/R w III'19), która od tego czasu została mocno rozbudowana. Uruchomiono m.in. kolejne etapy Bauforta, Zielony Południk czy 2 inwestycje w Rumii, a także wprowadzono do oferty nowe projekty: osiedle Cis i Dawna Poczta) - będzie to z pewnością wspierać sprzedaż w kolejnych kwartałach w Trójmieście, gdzie DOM wykazuje ponadprzeciętną efektywność sprzedaży (45% w 2Q'19). Z drugiej strony oczekujemy, że w 2H wzrost ten zostanie skompensowany dalszym spadkiem wolumenu w Warszawie (niższa dywersyfikacja inwestycji i 20% spadek wprowadzeń R/R). Po 1H wykonanie naszej prognozy sprzedaży (3493 lokale, -3% R/R) wynosi 50% i jest zgodne z naszymi oczekiwaniami. Lecz biorąc pod uwagę spory potencjał w gruntach kontrolowanych (w tym na kluczowym rynku w Warszawie) oczekujemy, że jego finalizacja przełoży się na odbudowę i urozmaicenie oferty w Warszawie już w 2020 r. Wraz z rekordowym planem wprowadzenia 3,9 tys. lokali do oferty w tym roku, która jest wyższa 6% od bieżącej sprzedaży, będzie wspierało poziom przekazania w 2020-21P (średnio zakładamy 3,6 tys. vs. 3,5 tys. w '19P). Wyniki 2Q generują relatywnie słabsze *momentum* wyników z uwagi na wysoką bazę przekazania w 2Q'18, lecz po całym 1H wykonanie wynosi mocne 47%.

Cena bieżąca	77,40 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	79,80 PLN	+3,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	79,80 PLN	2019-07-03

Podstawowe dane			DOM PW	vs. WIG
Ticker	DOM PW	Zmiana 1M	+1,0%	+3,5%
ISIN	PLDMDVL00012	Zmiana YTD	+43,5%	+41,4%
Liczba akcji (mln)	25,1	Średni obrót 1M	0,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 940,3	Średni obrót 6M	0,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	2 277,4	EV/EBITDA 12M fwd	7,1	-22,1%
Free float	25,2%	EV/EBITDA 5Y avg	9,1	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	1 405	1 654	1 688	1 806	1 781
ZBNS	386	455	446	485	466
marża ZBNS	27,5%	27,5%	26,4%	26,9%	26,2%
EBIT	235	282	277	309	283
Zysk netto	191	227	222	247	225
P/E	10,1	8,5	8,7	7,9	8,6
P/BV	1,9	1,8	1,9	1,8	1,9
EV/EBITDA	8,2	6,9	7,9	7,2	8,1
DPS	5,05	7,60	9,05	8,87	9,84
DYield	6,5%	9,8%	11,7%	11,5%	12,7%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
MBNS			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Przekazane lokale			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przekazane lokale (szt.)	2 929	3 633	3 537	3 401	3 794
Przychód (tys. PLN)/lokal	480	455	477	531	469
SG&A	138	162	164	170	177
SG&A/przychody	9,9%	9,8%	9,7%	9,4%	10,0%
Marża EBIT	16,8%	17,1%	16,4%	17,1%	15,9%
Marża zysku netto	13,6%	13,7%	13,2%	13,7%	12,7%
Gotówka	331	317	198	169	203
Dług netto	64	78	337	381	447
Dług netto/kap. włas.	6%	7%	32%	36%	43%
Zapasy	1 989	2 114	2 574	2 588	2 582
Zapasy/przychody	142%	128%	153%	143%	145%
Zaliczki	568	625	734	662	614
Zaliczki/zapasy	29%	30%	29%	26%	24%
Kapitał własny	1 002	1 046	1 046	1 070	1 049
ROE	20,5%	22,7%	21,3%	23,6%	21,1%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Przychody	1 688	1 806	1 781	1 676	1 609	1 641	1 674	1 708	1 742	1 776	1 812
EBITDA	287	318	292	230	209	211	215	219	223	228	232
marża EBITDA	17,0%	17,6%	16,4%	13,7%	13,0%	12,9%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%
Amortyzacja	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
EBIT	277	309	283	220	199	201	205	209	214	218	222
Podatek	53	59	54	42	38	38	39	40	41	41	42
NOPLAT	224	250	229	179	161	163	166	170	173	177	180
CAPEX	-9	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10
Kapitał obrotowy	-238	-71	-47	23	23	-9	-9	-9	-9	-9	-9
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	-13	179	182	201	184	154	157	161	164	168	171
PV FCF	-12	159	151	155	131	102	97	92	87	82	
WACC	7,9%	7,8%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	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%

*dług netto skorygowany o dywidendę 227 mln PLN (DPS PLN 9,05, dzień ustalenia prawa 2019-06-18)

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
CF operacyjny	198	233	-15	192	195
Amortyzacja	7	10	13	12	12
Kapitał obrotowy	-9	-1	-238	-71	-47
CF inwestycyjny	-213	-43	-45	0	-10
CAPEX	-8	-11	-9	-10	-10
CF finansowy	-120	-187	-85	-211	-151
Dywidenda	-126	-190	-227	-222	-247

Analiza porównawcza

	P/BV			P/E		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	0,69	0,65	0,62	5,1	5,7	6,7
Maksimum	1,66	1,64	1,58	7,9	8,5	9,2
Mediana	0,99	0,97	0,98	5,5	7,8	7,4
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	2 519
Skor. dług netto*	304
Inne korekty	227
Wycena DCF na akcję (PLN)	88,33

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	52,70
DYield-porównawcza	17%	80,01
DCF	50%	88,33
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		79,80

Handel

AmRest

kupuj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Spółka opublikowała wstępne szacunkowe dane sprzedażowe za 2Q'19, w których dynamika sprzedaży R/R wyniosła 32,5% R/R do 483 mln EUR, a wzrost oczyszczony o akwizycję wzrósł o 18,3% R/R (najwyższa dynamika od 1Q'17). Zwracamy uwagę na dynamiczny wzrost w segmencie nieulokowane (+69% R/R) napędzany przede wszystkim przez działalność platformy pizzaportal.pl. Opublikowana wartość sprzedaży jest 2% powyżej sprzedaży szacowanej przez nas w prognozach kwartalnych. W prognozie zakładamy, że marża EBITDA zmniejszy się o 0,2 p.p. R/R do 10,9%, a dynamika EBITDA wyniesie 28% R/R. Zakładamy, że odpisy na restaurację wzrosną R/R o 3 mln EUR do 8 mln EUR w 2Q'19. Kurs spółki pozytywnie zareagował na opublikowane wyniki sprzedażowe. Oczekujemy, że wysokie tempo poprawy wyników w kolejnych kwartałach powinno wspierać zachowanie się kursu spółki. Zarząd AmRest zapowiedział otwarcie w 2019 roku przynajmniej 400 restauracji netto (po uwzględnieniu zamknięć). W każdym z kolejnych dwóch lat AmRest planuje otworzyć więcej niż 400 restauracji, a wzrost będzie w większym zakresie napędzany otwarciem franczyzowych placówek. Taki model ekspansji wymaga niższych nakładów kapitałowych, zmniejsza ryzyko dla spółki oraz powinien pozwolić na stopniowe zmniejszanie zadłużenia. Biorąc pod uwagę oczekiwane przyspieszenie tempa poprawy EBITDA R/R względem 1Q'19 w kolejnych kwartałach oraz solidne fundamenty do wzrostu wyników R/R w średnim terminie, uważamy AmRest za jedną z ciekawszych opcji inwestycyjnych z sektora.

Cena bieżąca

40,75 PLN

potencjał zmiany**Cena docelowa**

48,00 PLN

+17,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	48,00 PLN	2019-04-02

Podstawowe dane			EAT PW	vs. WIG
Ticker	EAT PW	Zmiana 1M	+7,8%	+10,2%
ISIN	ES0105375002	Zmiana YTD	+1,9%	-0,2%
Liczba akcji (mln)	219,6	Średni obrót 1M	1,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	8 946,8	Średni obrót 6M	3,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	11 473,4	EV/EBITDA 12M fwd	11,0	+2,2%
Free float	31,1%	EV/EBITDA 5Y avg	10,8	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	5 270	6 657	8 554	9 990	11 314
EBITDA	606	711	880	1 093	1 342
marża EBITDA	11,5%	10,7%	10,3%	10,9%	11,9%
EBIT	275	315	385	509	696
Zysk netto	191	191	234	320	449
P/E	45,3	46,7	38,3	28,0	19,9
P/BV	6,6	4,9	4,4	3,8	3,2
EV/EBITDA	16,7	15,9	13,0	10,4	8,2
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Sprzedaż/rest.			0,0%	0,0%	0,0%
marża EBITDA			0 p.p.	0 p.p.	0 p.p.
Liczba rest.			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA (PL)	199	207	192	221	250
EBITDA (WE)	201	247	375	477	591
EBITDA (ES)	209	230	265	307	332
EBITDA (RU)	71	93	104	127	149
EBITDA (CZ)	116	151	184	210	240
Przepływy oper.	635	705	784	1 011	1 191
Amortyzacja	330	396	495	584	646
Kapitał obrotowy	74	51	63	115	104
Przepływy inw.	-980	-1 812	-937	-927	-807
CAPEX	-584	-757	-937	-927	-807
Przepływy fin.	588	1 041	40	60	0
Wpływy/spłaty pożyczek	764	1 217	40	60	0
FCF	-405	-1 162	-112	124	425
FCF/EBITDA	-67%	-163%	-13%	11%	32%
CFO/EBITDA	105%	99%	89%	93%	89%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
marża EBITDA (PL)	11,8%	9,9%	9,9%	9,9%	9,8%
marża EBITDA (WE)	10,6%	13,4%	13,4%	14,3%	15,6%
marża EBITDA (ES)	22,3%	22,1%	22,1%	21,9%	21,9%
marża EBITDA (RU)	11,0%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
marża EBITDA (CZ)	21,5%	20,5%	20,5%	19,5%	19,4%
Dług netto	1 422	2 338	2 491	2 408	2 024
Dług netto/EBITDA (x)	2,3	3,3	2,8	2,2	1,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	7,7	7,4	7,0	6,3	5,9	5,5
Maksimum	56,9	45,2	37,3	27,9	23,3	20,1
Mediana	25,1	22,6	20,1	13,2	12,0	10,9
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Sprzedaż/rest.	885	921	918	917	918	918	918	917	917	917	917
marża EBITDA	10,7%	10,3%	10,9%	11,9%	12,5%	12,7%	12,7%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%
Liczba rest.	2 121	2 525	2 919	3 252	3 536	3 777	3 981	4 176	4 360	4 536	4 536
Przychody	8 554	9 990	11 314	12 468	13 422	14 238	14 966	15 660	16 321	16 951	16 951
EBITDA	880	1 093	1 342	1 552	1 707	1 815	1 911	2 003	2 091	2 175	2 175
marża EBITDA	10,3%	10,9%	11,9%	12,5%	12,7%	12,7%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%
EBIT	385	509	696	880	1 032	1 155	1 258	1 350	1 438	1 522	1 522
Podatek	118	156	214	270	317	355	387	415	442	467	467
CAPEX	-937	-927	-807	-709	-625	-554	-653	-653	-653	-653	-653
Kapitał obrotowy	63	115	104	87	67	54	45	40	36	32	32
FCF	-112	124	425	660	832	960	916	975	1 032	1 086	1 086
PV FCF	-101	103	328	472	550	586	517	508	496	482	
WACC	7,8%	7,8%	8,0%	8,0%	8,1%	8,2%	8,3%	8,3%	8,4%	8,4%	8,4%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana wartość FCF	11 328
Dług netto	2 338
Inne korekty	43
Wycena DCF na akcję (PLN)	42,18

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	47,97
DCF	50%	42,18
Cena wynikowa		45,07
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		48,00

CCC trzymaj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Całe wzrosty kursu akcji spółki w końcówce czerwca zostały wymazane w lipcu 2019. Zwracamy uwagę, że pomimo wysokiej dynamiki sprzedaży w czerwcu, rezultaty spółki w 2Q'19 będą słabe ze względu na niską sprzedaż w miesiącach kwiecień-maj (najważniejsze pod względem rentowności) oraz utrzymanie wysokiej bazy kosztowej (koszty Volege, Gino Rossi, DeeZee oraz Sponsoring CCC Team). W rezultacie oczekujemy pogorszenia wyniku o 48% R/R do 129,5 mln PLN w 2Q'19. Słabe wyniki spółki od 3Q'18 powinny przełożyć się na wzrost wskaźnika dług netto do EBITDA powyżej poziomu 3x na koniec 2Q'19. Od lipca spółka przestaje raportować dane miesięczne, a kolejną istotną dla kursu akcji publikacją będą szacunkowe dane kwartalne za 2Q'19 (publikowane na początku sierpnia). Wysoka baza kosztowa wynikająca z konsolidacji Gino Rossi, DeeZee oraz sponsoring CCC Team będzie ograniczała tempa poprawy wyników CCC w kolejnych kwartałach. Kluczowym czynnikiem dla rezultatów spółki w 2H'19 będzie przyjęcie przez klientów nowej, rozbudowywania oferty produktowej w kolekcji jesień-zima'19 (oczekujemy, że proces ten będzie trwał również w 2020 roku). Zgodnie z naszymi założeniami, poprawa wyników w 2H'19 powinna pozwolić spółce na wygenerowanie wyniku EBITDA (bez MSSF 16) na poziomie 421 mln PLN (płasko R/R).

Cena bieżąca	144,80 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	161,00 PLN	+11,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	161,00 PLN	2019-06-06

Podstawowe dane	CCC PW	Zmiana 1M	CCC PW	vs. WIG
Ticker	PLCCC0000016	Zmiana YTD	-17,3%	-14,8%
ISIN			-25,1%	-27,1%
Liczba akcji (mln)	41,1	Średni obrót 1M	15,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	5 955,2	Średni obrót 6M	22,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	7 127,7	EV/EBITDA 12M fwd	7,6	-49,3%
Free float	59,4%	EV/EBITDA 5Y avg	15,0	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	4 194	4 726	5 969	6 914	8 020
EBITDA skor.	499	328	421	623	807
marża EBITDA	11,9%	6,9%	7,1%	9,0%	10,1%
EBIT	405	372	259	445	442
Zysk netto	287	15	110	267	302
P/E	20,8	-	54,1	22,3	19,7
P/BV	5,4	5,8	5,3	4,6	4,4
EV/EBITDA	12,9	7,4	7,4	5,8	5,6
DPS	2,47	2,30	0,48	2,00	2,00
DYield	1,7%	1,6%	0,3%	1,4%	1,4%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
MBNS		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	
Sprzedaż det/mkw.		0,0%	0,0%	0,0%	
SG&A/mkw.		0,0%	0,0%	0,0%	

Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Sprzedaż (stacjoname)	3 588	3 747	4 568	5 120	7 085
EBITDA (stacjoname)	381	225	290	443	379
Sprzedaż (eobuwie.pl)	606	979	1 463	1 902	2 378
EBITDA (eobuwie.pl)	86,2	103,0	130,8	179,5	248,2
MBNS	51,3%	50,1%	51,5%	50,9%	50,4%
Przepływy oper.	78	598	197	365	325
Amortyzacja	93	133	708	778	828
Kapitał obrotowy	-588	244	-103	-138	-218
Przepływy inw.	-222	-621	-523	-212	-200
CAPEX	-245	-439	-379	-212	-200
Przepływy fin.	515	-515	-112	-540	-982
Dywidenda/buyback	101	95	20	82	82
FCF	-420	147	-192	169	140
FCF/EBITDA	-90%	45%	-46%	27%	22%
CFO/EBITDA	17%	182%	47%	59%	52%

*szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Sprzedaż det/mkw.	523	534	568	591	589	582	575	627	635	638	
SG&A/mkw.	255	237	331	337	332	325	319	332	351	354	
Powierzchnia	727	798	857	914	969	1 021	1 073	1 002	1 019	1 044	
Przychody	5 969	6 914	8 020	8 782	9 495	10 157	10 788	11 429	12 125	12 899	13 222
EBITDA	421	623	627	923	1 010	1 036	1 059	1 081	1 120	1 187	1 217
marża EBITDA	7,1%	9,0%	7,8%	10,5%	10,6%	10,2%	9,8%	9,5%	9,2%	9,2%	9,2%
EBIT	245	429	426	718	802	823	850	883	931	1 002	1 027
Podatek	70	86	85	137	152	156	161	168	177	190	195
CAPEX	423	212	200	206	1 163	237	106	111	117	170	170
Kapitał obrotowy	-103	-138	-218	-201	-157	-148	-140	-139	-147	-162	-162
FCF	-192	169	140	402	-439	517	678	690	707	693	711
PV FCF	-185	150	115	306	-310	337	407	380	357	321	
WACC	8,0%	8,1%	8,1%	8,3%	7,8%	8,1%	8,6%	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%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Polska (sprzedaż/mkw.)	744	633	679	686	680
CEE (sprzedaż/mkw.)	538	464	495	503	500
WE (sprzedaż/mkw.)	396	276	0	0	0
eobuwie.pl (% sprzedaży)	14,4%	20,7%	24,5%	27,5%	29,6%
Środki pieniężne	512	376	481	694	480
Dług netto	406	641	1 052	1 039	1 052
Dług netto/EBITDA (x)	0,8	1,3	1,1	0,8	0,8

Analiza porównawcza

	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	8,4	8,0	7,0	7,0	6,5	5,2
Maksimum	34,5	29,0	25,2	25,2	22,7	19,8
Mediana	26,3	17,2	13,1	13,1	12,6	11,6
waga	10%	20%	20%	10%	20%	20%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdyskontowana wartość FCF	6 948
Dług netto	641
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	153,40

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	149,70
DCF	50%	153,40
Cena wynikowa		151,55
Koszt kapitału 9M		6,5%
Cena docelowa za 9M		161,00

Dino sprzedaj (obniżona)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Kurs Dino kontynuował pozytywny trend i osiągnął rekordowy poziom ceny w lipcu 2019. Spółka powinna powrócić do wysokiej dynamiki lfl w 2Q'19 wspieranej przez efekt bazy oraz efekt kalendarzowy (szacujemy lfl na poziomie +16,5% w 2Q'19). Biorąc pod uwagę fakt, że Dino konsoliduje wyniki zakładów przetwórstwa mięsnego Agro-Rydzyna, wzrost ceny mięsa wieprzowego o 25% R/R w 2Q'19 może wywierać presję na marżę brutto na sprzedaży spółki (przez ostatnie 6 kwartałów rentowność spółki była wspierana przez spadek cen mięsa wieprzowego R/R). W 2Q'19 oczekujemy obniżenia marży EBITDA o 0,1 p.p. R/R do 8,7% oraz poprawy EBITDA o 34% R/R. W kolejnych kwartałach dynamika lfl powinna być wspierana przez efekt niskiej bazy oraz utrzymujący się wysoki odsetek sklepów działających poniżej 3 lat (sklepy będące w okresie dążenia do docelowej efektywności sprzedaży). Oczekujemy, że wzrost cen mięsa wieprzowego może wywierać presję na rentowność sprzedaży w kolejnych kwartałach. Jednocześnie oczekujemy utrzymania się presji kosztowej oraz widzimy ograniczony potencjał do dalszej poprawy cyklu konwersji gotówki w 2019 roku (spółka istotnie poprawiła ten wskaźnik w 2018 roku). Pomimo oczekiwanej poprawy wyników w kolejnych kwartałach, uważamy że obecna wycena dyskontuje zbyt optymistyczną ścieżkę wzrostu wyników spółki w kolejnych latach. Po ostatnich wzrostach ceny akcji Dino, obniżamy naszą rekomendację z redukuje do sprzedaj bez zmiany ceny docelowej.

Cena bieżąca

143,80 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

112,70 PLN

-21,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	sprzedaj	112,70 PLN	2019-08-02	
poprzednia	redukuj	112,70 PLN	2019-04-02	
Podstawowe dane			DNP PW	vs. WIG
Ticker	DNP PW	Zmiana 1M	+6,9%	+9,3%
ISIN	PLDINPL00011	Zmiana YTD	+50,0%	+48,0%
Liczba akcji (mln)	98,0	Średni obrót 1M	18,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	14 098,2	Średni obrót 6M	21,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	14 738,1	EV/EBITDA 12M fwd	17,6	+10,8%
Free float	48,9%	EV/EBITDA 5Y avg	15,9	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	4 463	5 839	7 742	9 622	11 172
EBITDA	389	541	715	884	1 028
marża EBITDA	8,7%	9,3%	9,2%	9,2%	9,2%
EBIT	303	429	561	697	806
Zysk netto	214	308	404	520	619
P/E	66,0	45,8	34,9	27,1	22,8
P/BV	15,6	11,6	8,7	6,6	5,1
EV/EBITDA	37,5	27,1	20,6	16,4	13,7
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz					
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Liczba sklepów			0,0%	0,0%	0,0%
sprzedaż/mkw/			0,0%	0,0%	0,0%
marża EBITDA			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.

Wyniki i przepływy operacyjne (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Liczba sklepów	775	977	1 221	1 453	1 613
Powierzchnia	295	376	474	570	638
Średnia powierzchnia skl.	381	385	388	392	396
MBNS	23,3%	24,2%	24,4%	24,4%	24,4%
Sklepów/centrum dystryb.	258	244	305	291	269
Przepływy oper.	497	634	785	1 019	1 058
Amortyzacja	86	112	154	187	222
Kapitał obrotowy	131	116	162	256	177
Przepływy inw.	-402	-634	-817	-747	-597
CAPEX	-411	-636	-817	-747	-597
Przepływy fin.	41	82	-159	-249	-237
Wpływy/spłaty pożyczek	31	174	-100	-200	-203
FCF	50	-64	-52	254	446
FCF/EBITDA	13%	-12%	-7%	29%	44%
CFO/EBITDA	128%	117%	110%	115%	103%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Liczba sklepów	1 221	1 453	1 613	1 773	1 933	2 033	2 133	2 233	2 333	2 433	2 433
Sprzedaż/mkw.	1 518	1 537	1 541	1 539	1 530	1 515	1 507	1 507	1 506	1 506	1 506
narzut SG&A	17,2%	17,2%	17,2%	17,3%	17,4%	17,4%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%
Przychody	7 742	9 622	11 172	12 439	13 661	14 614	15 415	16 305	17 210	18 131	18 131
EBITDA	705	874	1 017	1 116	1 204	1 282	1 329	1 393	1 458	1 524	1 534
marża EBITDA	9,1%	9,1%	9,1%	9,0%	8,8%	8,8%	8,6%	8,5%	8,5%	8,4%	8,5%
EBIT	561	697	806	884	957	1 023	1 063	1 125	1 187	1 250	1 250
Podatek	112	139	161	177	191	205	213	225	237	250	1 094
CAPEX	-817	-747	-597	-493	-501	-400	-338	-327	-318	-303	-303
Kapitał obrotowy	162	256	177	144	139	108	91	101	103	105	105
FCF	-52	254	446	601	660	796	879	953	1 016	1 085	1 102
PV FCF	-47	212	345	428	435	484	493	493	486	480	
WACC	8,2%	8,3%	8,4%	8,4%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,2%	8,2%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(dni)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Cykl konw. zapasów	39,3	36,7	34,2	31,5	31,5
Cykl konw. należności	3,1	1,4	1,4	1,4	1,4
Cykl konw. zobowiązań	86,5	94,2	88,2	88,2	88,2
Cykl konw. gotówki	-44,1	-56,1	-52,6	-55,3	-55,3
Narzut SG&A	16,6%	16,9%	17,2%	17,2%	17,2%
Dług netto (mln PLN)	485	549	640	418	-9
Dług netto/EBITDA (x)	1,2	1,0	0,9	0,5	0,0

Analiza porównawcza

	PEG			P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	0,5	0,5	0,4	12,3	10,7	8,1	4,9	4,7	4,4
Maksimum	23,4	24,6	24,2	31,9	17,9	19,2	8,3	7,6	7,2
Mediana	1,0	0,9	0,8	15,3	13,4	11,8	6,1	5,6	5,1
waga	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,5%
Zdyskontowana wartość FCF	7 230
Dług netto	549
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	106,99

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	104,90
DCF	50%	106,99
Cena wynikowa		105,95
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		112,70

Eurocash trzymaj (podwyższona)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Kurs Eurocash był pod presją w lipcu 2019. W 2Q'19 oczekujemy poprawy wyniku EBITDA o 4% R/R, który powinien być napędzany przez poprawę wyników w segmencie hurtu i detal. Negatywnie na dynamikę wyników powinno wpłynąć zwiększenie straty R/R w segmentach projekty oraz inne. Na rezultaty osiągane w segmencie detalu pozytywnie powinno wpłynąć przyspieszenie poprawy sprzedaży porównywalnej w 2Q'19 wspieranej przez efekt bazy i efekt kalendarzowy. Oczekujemy wysokiej dynamiki poprawy lfl w zmodernizowanych sklepach Eko. Niemniej, wynik w segmencie detal powinien być obciążony przez dodatkowe koszty restrukturyzacji w 2019 roku. Zgodnie z najnowszą wersją ustawy o podatku od sprzedaży detalicznej, spółki detaliczne będą składały miesięczne deklaracje. Pomimo wysokiego udziału hurtu w sprzedaży Eurocash, potencjalna kwota podatku płacona od sprzedaży detalicznej wyniosłoby około 30 mln PLN, co stanowi około 7,2% naszej prognozy EBITDA dla 2020P roku. Prowadzone działania restrukturyzacyjne, utrzymująca się presja kosztowa i utrata kontraktu z PKN Orlen powinny przełożyć się na brak poprawy wyniku w 2019 roku R/R. Biorąc pod uwagę korektę na kursie akcji, podnosimy naszą rekomendację z redukuj do trzymaj bez zmiany ceny docelowej.

Cena bieżąca

18,60 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

18,10 PLN

-2,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	18,10 PLN	2019-08-02	
poprzednia	redukuj	18,10 PLN	2019-06-03	
Podstawowe dane			EUR PW	vs. WIG
Ticker	EUR PW	Zmiana 1M	-9,5%	-7,1%
ISIN	PLEURCH00011	Zmiana YTD	12,0%	10,0%
Liczba akcji (mln)	139,2	Średni obrót 1M		3,3 mln PLN
MC (mln PLN)	2 588,4	Średni obrót 6M		5,1 mln PLN
EV (mln PLN)	2 915,0	EV/EBITDA 12M fwd	7,0	-31,3%
Free float	53,0%	EV/EBITDA 5Y avg	10,2	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	20 814	22 833	23 640	23 711	24 135
EBITDA skor.	440	361	374	375	401
marża EBITDA	2,1%	1,6%	1,6%	1,6%	1,7%
EBIT	38	214	158	181	217
Zysk netto	-59	110	72	102	144
P/E	-	23,6	36,0	25,4	17,9
P/BV	2,5	2,5	2,5	2,3	2,1
EV/EBITDA	13,7	7,2	7,8	6,9	5,8
DPS	0,80	0,76	1,00	0,26	0,37
DYield	4,3%	4,1%	5,4%	1,4%	2,0%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Hurt (EBITDA)			0,0%	0,0%	0,0%
Detal (EBITDA)			0,0%	0,0%	0,0%
Projekty (EBITDA)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Hurt (S)	17 794	17 606	17 789	17 833	17 856
Detal (S)	5 018	5 277	5 518	5 643	5 664
Projekty (S)	680	680	680	680	680
Inne (EBITDA)	-82	-82	-82	-82	-82
Przepływy oper.	494	582	710	715	770
D&A	183	204	217	220	226
D&A (leasing)			330	328	330
Kapitał obrotowy	247	196	31	16	36
Przepływy inv.	-336	-462	-148	-148	-150
CAPEX	-307	-445	-148	-148	-150
Przepływy fin.	-117	-126	-630	-613	-616
Dywidenda/buyback	-111	-106	-139	-36	-51
FCF	-271	446	200	211	266
FCF/EBITDA	-123%	107%	53%	53%	60%
CFO/EBITDA	223%	139%	190%	178%	174%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Hurt (EBITDA)	401	413	417	418	418	419	419	420	420	420	420
Detal (EBITDA)	107	123	161	193	222	251	251	251	251	251	251
Projekty (EBITDA)	-51	-53	-54	-55	-55	-55	-55	-55	-55	-55	-55
Przychody	23 640	23 711	24 135	24 304	24 347	24 371	24 389	24 403	24 417	24 432	24 432
EBITDA	375	401	442	474	503	532	533	533	533	534	534
marża EBITDA	1,58%	1,69%	1,83%	1,95%	2,07%	2,18%	2,18%	2,18%	2,18%	2,18%	2,18%
EBIT	140	163	198	227	256	284	285	285	304	304	304
Podatek	40	40	44	46	49	53	52	52	55	55	55
CAPEX	-148	-148	-150	-151	-153	-154	-156	-157	-159	-229	-229
Kapitał obrotowy	31	16	36	22	16	15	14	14	14	14	14
FCF	200	211	266	281	299	320	321	319	333	263	263
PV FCF	191	187	218	213	210	209	193	178	173	126	
WACC	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
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%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Cykl konwersji zapasów	26,3	23,6	23,8	23,8	23,8
Cykl konwersji należności	29,5	21,5	21,3	21,1	20,9
Cykl konwersji zobowiązań	78,4	69,8	69,8	69,8	69,8
Cykl konwersji gotówki	-22,7	-24,7	-24,7	-24,9	-25,1
Narzut SG&A	11%	12%	12%	12%	12%
Dług netto	370	382	350	195	-10
Dług netto/EBITDA (x)	1,7	0,9	0,9	0,5	0,0

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	12,8	11,9	10,6	5,4	4,7	4,5
Maksimum	28,5	21,8	17,4	17,8	13,9	11,3
Mediana	16,1	13,1	11,9	7,8	6,5	6,2
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	3 559
Dług netto	521
Inne korekty	61
Wycena DCF na akcję (PLN)	21,39

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	12,77
DCF	50%	21,39
Cena wynikowa		17,08
Koszt kapitału 9M		5,7%
Cena docelowa za 9M		18,10

Jeronimo Martins trzymaj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Kurs Jeronimo Martins pozytywnie zareagował na publikację wyników za 2Q'19. Spółka poprawiła sprzedaż porównywalną we wszystkich biznesach. Sieć Biedronka odnotowała przyspieszenie poprawy lfl względem poprzednich kwartałów do 8,6% w 2Q'19, co było wspierane przez efekt bazy oraz efekt kalendarzowy. Marża brutto na sprzedaży JMT obniżyła się nieznacznie R/R, na co wpływ miała zwiększona aktywność promocyjna w sieci Biedronka oraz w sieci Ara. Wzrost efektywności sprzedaży we wszystkich biznesach pozwolił spółce na nieznaczną poprawę marży EBITDA Grupy pomimo utrzymującej się presji kosztowej. Biorąc pod uwagę efekt bazy oraz dobre otoczenie makroekonomiczne, oczekujemy istotnej poprawy sprzedaży porównywalnej w kolejnych kwartałach. Marża EBITDA w sieci Biedronka powinna ulec nieznacznej poprawie R/R w 2H'19. Po 2Q'19, zarząd spółki podtrzymał oczekiwania dotyczące rozwoju sieci Biedronka o 110 sklepów netto oraz nakładów inwestycyjnych Grupy na poziomie 700-750 mln EUR. Naszym zdaniem wprowadzenie podatku od sprzedaży detalicznej w obecnej formule (deklaracje podatkowe od września oraz płatność podatku 3 miesiące po uprawnieniu się podatku) może spowodować przejściowe lepsze wyniki spółek spożywczych (systematyczne podwyższanie cen w celu skompensowania podatku). Naszym zdaniem obecny kurs JMT odpowiednio dyskontuje perspektywy rozwoju spółki.

Cena bieżąca

14,75 EUR

potencjał zmiany

Cena docelowa

14,30 EUR

-3,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	14,30 EUR	2019-05-09

Podstawowe dane		JMT PL	vs. WIG
Ticker	JMT PL	Zmiana 1M	+1,4% +3,8%
ISIN	PTJMT0AE0001	Zmiana YTD	+47,2% +45,2%
Liczba akcji (mln)	629,3	Średni obrót 1M	10,5 mln EUR
MC (mln EUR)	9 278,9	Średni obrót 6M	11,7 mln EUR
EV (mln EUR)	9 673,4	EV/EBITDA 12M fwd	8,8 -6,4%
Free float	43,8%	EV/EBITDA 5Y avg	9,4 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln EUR)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	16 276	17 336	18 440	20 039	21 251
EBITDA	922	960	1 055	1 146	1 210
marża EBITDA	5,7%	5,5%	5,7%	5,7%	5,7%
EBIT	577	588	651	710	744
Zysk netto	386	401	443	494	518
P/E	24,0	23,1	20,9	18,8	17,9
P/BV	5,2	5,2	4,8	4,4	4,0
EV/EBITDA	10,2	10,0	9,2	8,4	7,8
DPS	0,69	0,64	0,27	0,29	0,30
DYield	4,7%	4,3%	1,9%	1,9%	2,0%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Biedronka (s/mkw. r/r)		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	
Pingo Doce (s/mkw. r/r)		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	
Recheio (s/mkw. r/r)		0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.	

Wyniki i przepływy operacyjne (bez MSSF 16)

(mln EUR)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA Biedronka	808	850	913	989	1 033
EBITDA Pingo Doce	187	188	192	197	196
EBITDA Recheio	50	53	55	57	58
EBITDA Pozostałe	-85	-80	-56	-46	-28
CCC w dniach	-71	-67	-65	-65	-65
Przepływy oper.	909	849	1 267	1 500	1 522
Amortyzacja	345	372	404	437	467
Kapitał obrotowy			303	322	340
Przepływy inv.	292	-43	85	213	162
CAPEX	-658	-700	-725	-732	-739
Przepływy fin.	-229	-273	-605	-670	-704
Dywidenda/buyback	435	401	173	181	189
FCF	397	62	234	430	426
FCF/EBITDA	43%	6%	22%	38%	35%
CFO/EBITDA	99%	88%	120%	131%	126%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln EUR)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Biedronka (sklepy)	3 004	3 114	3 174	3 234	3 294	3 354	3 414	3 474	3 534	3 594	3 534
Pingo Doce (sklepy)	440	440	440	440	440	440	440	440	440	440	440
Ara (sklepy)	681	941	1 101	1 261	1 421	1 541	1 621	1 661	1 701	1 741	1 701
Przychody	18 440	20 039	21 251	22 152	22 959	23 731	24 439	25 084	25 714	26 356	26 817
EBITDA	1 055	1 146	1 210	1 285	1 356	1 429	1 471	1 512	1 554	1 597	1 694
marża EBITDA	5,7%	5,7%	5,7%	5,8%	5,9%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,1%	6,3%
EBIT	651	710	744	795	851	918	958	1 001	1 046	1 090	1 135
Podatek	181	197	207	221	236	255	266	278	291	303	315
CAPEX	-725	-732	-739	-665	-599	-539	-512	-486	-462	-507	-507
Kapitał obrotowy	85	213	162	121	108	103	95	86	84	86	84
FCF	234	430	426	520	628	739	788	834	886	873	901
PV FCF	223	377	345	388	434	471	464	453	445	405	
WACC	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln EUR)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
MBNS	21,2%	21,7%	22,0%	22,1%	22,1%
narzut SG&A	17,6%	18,2%	18,5%	18,5%	18,6%
Biedronka (s/mkw. r/r)	9,0%	1,0%	1,9%	3,1%	0,4%
Pingo Doce (s/mkw. r/r)	0,5%	3,2%	2,1%	1,4%	1,4%
Recheio (s/mkw. r/r)	5,7%	2,8%	1,0%	-0,7%	-0,7%
Dług netto*	-144	93	156	58	-20
Dług netto/EBITDA (x)*	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,0

*bez MSSF 16

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	14,1	12,9	11,7	5,4	5,1	4,7
Maksimum	33,4	23,4	18,3	8,9	7,9	7,2
Mediana	15,2	13,1	12,3	8,2	7,2	6,8
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln EUR)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,8%
Zdyskontowana wartość FCF	10 365
Dług netto	93
Inne korekty	225
Wycena DCF na akcję (PLN)	15,96

Wycena

(EUR)	waga	cena
Porównawcza	50%	10,98
DCF	50%	15,96
cena wynikowa		13,47
koszt kapitału 9M		6,2%
cena docelowa za 9M		14,30

LPP

akumuluj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

W lipcu kurs spółki odnotował nieznaczne wzrosty. W zaraportowanych szacunkowych danych za 2Q'19, spółka poprawiła EBIT o 5,9% R/R do 330 mln PLN. Główną przyczyną spowolnienia poprawy wyniku w kwartale R/R była niska dynamika sprzedaży na poziomie +8,3% R/R (negatywny efekt bazy +20% R/R w 2Q'18). LPP zdołało ograniczyć skalę spadku marży brutto na sprzedaży względem poprzedniego kwartału R/R pomimo sprzedaży towaru kupionego po znacznie wyższym kursie USD/PLN (prawdopodobnie pozytywny wpływ niższych odpisów na zapasy R/R). Wynikiem w 2Q'19 pomagało utrzymanie dobrej dyscypliny kosztowej (koszty SG&A/mkw. zmniejszyły się o 0,8% R/R). Pomimo efektu bazy oraz niesprzyjającej pogody w okresie kwiecień-maj, spółka zdołała poprawić wynik R/R. Zwracamy uwagę na bardzo dobre perspektywy spółki do poprawy wyników w 2H'19, które powinny być napędzane przez wzrost sprzedaży porównywalnej (efekt niskiej bazy w miesiącach wrzesień-październik) oraz bardziej sprzyjający kurs USD/PLN przy zakupie kolekcji jesień-zima vs. kolekcja wiosna-lato.

Cena bieżąca

7 790,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

8 500,00 PLN

+9,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	8 500,00 PLN	2019-07-03

Podstawowe dane		LPP PW	vs. WIG
Ticker	LPP PW	Zmiana 1M	+0,8% +3,3%
ISIN	PLPP0000011	Zmiana YTD	0,0% -2,0%
Liczba akcji (mln)	1,9	Średni obrót 1M	13,7 mln PLN
MC (mln PLN)	14 430,4	Średni obrót 6M	16,6 mln PLN
EV (mln PLN)	13 692,5	EV/EBITDA 12M fwd	9,5 -30,5%
Free float	69,5%	EV/EBITDA 5Y avg	13,7 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	7 029	8 047	9 172	10 375	11 623
EBITDA	872	1 106	1 268	1 408	1 569
marża EBITDA	12,4%	13,7%	13,8%	13,6%	13,5%
EBIT	578	757	851	916	999
Zysk netto	441	505	677	750	820
P/E	32,7	28,6	21,3	19,2	17,6
P/BV	5,9	5,0	4,2	3,6	3,0
EV/EBITDA	16,2	12,4	10,8	9,7	8,4
DPS	35,71	39,96	59,97	78,34	61,29
DYield	0,5%	0,5%	0,8%	1,0%	0,8%
Zmiana prognoz		2019P	2020P	2021P	
EBITDA		0,0%	0,0%	0,0%	
Zysk netto		0,0%	0,0%	0,0%	
Sprzedaż det/mkw.		0,0%	0,0%	0,0%	
SG&A/mkw.		0,0%	0,0%	0,0%	
Powierzchnia		0,0%	0,0%	0,0%	

Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Sprzedaż/mkw (Polska)	595	557	587	569	563
Sprzedaż/mkw (Rosja)	591	590	609	592	585
Sprzedaż/mkw (Czechy)	666	759	777	754	745
Sprzedaż/mkw (Niemcy)	502	500	530	514	508
MBNS	52,9%	54,7%	54,2%	54,1%	54,1%
Przepływy oper.	893	1 212	1 398	1 821	2 035
D&A	293	349	417	491	570
Dodatkowy D&A (MSSF 16)			575	640	700
Kapitał obrotowy	101	125	-24	-61	-55
Przepływy inw.	-384	-704	-702	-983	-823
Przepływy fin.	-360	21	-942	-808	-828
Dywidenda/buyback	66	73	110	144	112
FCF	358	92	112	154	464
FCF/EBITDA	41%	8%	9%	11%	30%
CFO/EBITDA	102%	110%	73%	84%	85%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2020P
Powierzchnia (Polska)	514	529	542	559	570
Powierzchnia (Rosja)	194	206	229	258	287
Powierzchnia (Czechy)	44	48	54	62	68
Powierzchnia (Niemcy)	45	46	46	47	47
Środki pieniężne	515	1 045	805	834	1 218
Dług netto*	-316	-753	-738	-792	-1 192
Dług netto/EBITDA (x)*	-0,4	-0,7	-0,6	-0,6	-0,8

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	21,7	17,8	14,7	10,6	8,9	7,5
Maksimum	24,0	21,7	20,2	14,8	11,0	10,3
Mediana	23,6	20,2	19,2	10,6	10,0	9,5
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Sprzedaż det/mkw.	641	660	671	682	689	693	691	689	689	685	685
SG&A/mkw.	287	291	296	304	307	311	309	307	306	305	305
Powierzchnia	1 091	1 223	1 354	1 488	1 592	1 695	1 804	1 918	2 037	2 161	2 161
Przychody	8 047	9 172	10 375	11 623	12 731	13 667	14 505	15 396	16 342	17 247	18 649
EBITDA	1 106	1 259	1 408	1 569	1 685	1 688	1 752	1 857	1 950	2 198	2 177
marża EBITDA	13,7%	13,7%	13,6%	13,5%	13,2%	12,4%	12,1%	12,1%	11,9%	12,7%	11,7%
EBIT	757	851	916	999	1 099	1 121	1 197	1 306	1 400	1 643	1 560
Podatek	228	182	174	190	209	213	227	248	266	312	296
CAPEX	-799	-870	-983	-823	-512	-518	-540	-562	-584	-605	-617
Kapitał obrotowy	-14	103	97	93	84	70	63	67	71	68	72
FCF	92	112	154	464	880	887	922	980	1 030	1 213	1 192
PV FCF	0	107	135	376	657	610	585	573	555	602	
WACC	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdyskontowana wartość FCF	13 820
Dług netto	-753
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	7 900

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	8 300
DCF	50%	7 900
Cena wynikowa		7 980
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		8 500

VRG kupuj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Naszym zdaniem wzrosty kursu w lipcu można uzasadnić dyskontowaniem przez inwestorów dobrego wyniku spółki w 2Q'19. Zgodnie z opublikowanymi raportami miesięcznymi oczekujemy wzrostu sprzedaży o 39% R/R w 2Q'19. Zwracamy uwagę na poprawę marży brutto na sprzedaży o 1,6 p.p. R/R do 53,7% w 2Q'19, pomimo wyższego kursu istotnie wyższego kursu USDPLN R/R podczas kupowania kolekcji wiosna-lato'19. Jest to efekt między innymi nowej polityki cenowej w segmencie odzieżowym oraz zmniejszenia w sprzedaży zegarków w czerwcu 2019. Oczekujemy, że pozytywny trend w poprawie marży brutto na sprzedaży powinien być wspierany w H2 2019 przez dodatkowe synergii zakupowe oraz korzystną relację kursu USDPLN R/R względem kursu podczas zakupu kolekcji wiosna-lato'19. W 2H'19 oczekujemy odwrócenia negatywnego trendu w sprzedaży/mkw. w marce Bytom ze względu na lepsze zatowarowanie. Dodatkowo oczekujemy utrzymania dodatniej sprzedaży porównywalnej w segmencie jubilerskim. Zwracamy uwagę za istotną poprawę generowanych przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej (OCF) spółki w 2018 roku i oczekujemy utrzymania tendencji również w 2019 roku.

Cena bieżąca

4,35 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

5,20 PLN

+19,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	5,20 PLN	2019-07-26

Podstawowe dane			VST PW	vs. WIG
Ticker	VST PW	Zmiana 1M	+8,6%	+11,0%
ISIN	PLVSTLA00011	Zmiana YTD	+7,5%	+5,5%
Liczba akcji (mln)	234,5	Średni obrót 1M		1,2 mln PLN
MC (mln PLN)	1 018,7	Średni obrót 6M		1,0 mln PLN
EV (mln PLN)	1 070,1	EV/EBITDA 12M fwd	7,0	-19,7%
Free float	46,5%	EV/EBITDA 5Y avg	8,8	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	689	806	1 035	1 133	1 239
EBITDA skor.	78	89	124	138	149
marża EBITDA	11,4%	11,1%	11,9%	12,2%	12,0%
EBIT	63	72	101	116	126
Zysk netto	43	54	74	85	94
P/E	17,5	19,0	13,8	12,0	10,8
P/BV	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA	10,9	12,1	8,6	7,3	6,5
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
MBNS			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
Sprzedaż det/mkw.			0,0%	0,0%	0,0%
SG&A/mkw.			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Segment odzieżowy (S)	420	483	660	720	784
Segment odzieżowy (EBIT)	32	35	53	64	72
Segment jubilerski (S)	271	323	369	413	455
Segment jubilerski (EBIT)	34,0	39,8	45,9	51,6	54,4
MBNS	52,2%	51,2%	51,9%	52,2%	52,0%
Przepływy oper.	21	54	119	167	169
D&A	16	17	22	23	23
Dodatkowy D&A (MSSF 16)			82	87	92
Kapitał obrotowy	-27	-21	-51	-28	-41
Przepływy inv.	-15	-19	-25	-24	-24
Przepływy fin.	-5	-18	-29	-99	-104
Kredyty/pozyczki	-8	8	54	-12	-12
FCF	19	37	29	65	60
FCF/EBITDA	25%	41%	24%	47%	40%
CFO/EBITDA	26%	60%	30%	58%	51%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Sprzedaż det/mkw.	1 612	1 651	1 699	1 719	1 720	1 725	1 740	1 756	1 771	1 787	1 787
SG&A/mkw.	677	691	709	716	725	732	734	741	748	755	755
Powierzchnia	55	59	63	66	69	72	75	79	82	86	86
Przychody	1 035	1 133	1 239	1 328	1 397	1 463	1 540	1 623	1 709	1 800	1 836
EBITDA	124	138	149	159	161	163	175	183	192	201	205
marża EBITDA	11,9%	12,2%	12,0%	12,0%	11,5%	11,2%	11,4%	11,3%	11,2%	11,1%	11,1%
EBIT	101	116	126	136	136	139	150	158	166	174	178
Podatek	18	22	24	26	26	26	28	30	31	33	34
CAPEX	25	24	24	25	26	26	27	27	28	26	27
Kapitał obrotowy	-51	-28	-41	-34	-28	-27	-32	-34	-36	-39	-39
FCF	29	65	60	74	80	83	88	92	96	102	104
PV FCF	28	57	49	55	55	52	50	49	47	46	
WACC	8,8%	9,1%	9,0%	9,0%	8,9%	8,9%	8,8%	8,8%	8,7%	8,7%	8,7%
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%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Sprz./mkw. (odzieżowy)	1 495	1 207	1 264	1 294	1 329
Sprz./mkw. (jubilerski)	2 602	2 814	2 951	3 061	3 178
SG&A/mkw. (odzieżowy)	618	420	530	541	553
SG&A/mkw. (jubilerski)	1 062	1 118	1 175	1 219	1 266
Środki pieniężne	16	34	99	143	183
Dług netto	99	63	51	-5	-57
Dług netto/EBITDA (x)	1,3	0,7	0,4	0,0	-0,4

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P
Minimum	6,4	6,4	5,9	4,8	4,5	4,2
Maksimum	25,4	22,6	21,2	15,4	12,3	11,4
Mediana	15,4	13,8	12,6	9,0	8,0	7,0
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 189
Dług netto	63
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	4,80

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	5,00
DCF	50%	4,80
Cena wynikowa		4,90
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		5,20

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

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

Rekomendacje Domu 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. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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

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

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

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

Sporządzanie nowych rekomendacji zakończyło się 2 sierpnia 2019 o godzinie 8:57.
Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 2 sierpnia 2019 o godzinie 8:57.

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

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: ABC Data, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BGŻ BNP Paribas, BoomBIT, Boryszew, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, CI Gmaes, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Erbud, Ergis, Erste Bank, Famur, Ferrum, Getin Holding, Getin Noble Bank, Globalworth Poland, Groclin, Heli SA, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Mangata, MCI Capital, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA I Dom Maklerski, Oponeo.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PEKABEX, Pfeiderer Group, PGE, PGNiG, PKO BP, Polenergia, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Prime Car Management, Primetech, Prochem, Projrzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawlplug, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnyti, Tarczyński, TOYA, Trakcja, Unibep, Uniwheels, Vistal Gdynia, YOLO, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pośredniczył w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji: ABC Data, BoomBIT, Centrum Nowoczesnych Technologii, CI Gmaes, Globalworth Poland, Heli SA, MCI Capital, Mostostal Warszawa, NWA I Dom Maklerski, Orbis, Pfeiderer Group, Polenergia, Prime Car Management, Primetech.

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

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonentową 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 Domu 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 Domu 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 Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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

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

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

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

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

Grupy porównawcze wykorzystywane w wycenie poszczególnych spółek

11 bit studios	Activision, Blizzard, CAPCOM, Take Two Interactive, Ubisoft Entertainment, Electronic Arts, Paradox Interactive
Agora	Axel Springer, Cinemark Holdings, Cineworld, Daily Mail&General, IMAX Corp, JC Decaux, Lagardere, Sanoma, Schibsted, Stroeer Media,
AmRest	Alsea, Autogrill, Chipotle Mexican, Collins Foods, Jack In The Box, McDonalds, Mitchells & Butlers, Panera Bread, Starbucks, Texas Roadhouse, Wendy's, Yum! Brands
Asseco Poland	Atos, CAP Gemini, Comarch, Computacenter, Fiserv, Indra Sistemas, Oracle, Sage Group, SAP, Software AG
Atal	Archicom, Dom Development, i2 Development, JWC, LC Corp, Lokum Deweloper, Polnord, Ronson
CCC	Adidas, Asos, Boohoo.com, Caleries, Crocs, Foot Locker, Geox, Nike, Steven Madden, Tod's, Voxx Net-a-Porter, Zalando
CD Projekt	Activision, Blizzard, CAPCOM, Take Two Interactive, Ubisoft Entertainment, Electronic Arts
CEZ, Enea, Energa, PGE, Tauron	CEZ, EDF, EDP, Endesa, Enea, Enel, Energa, EON, Innogy, PGE, RWE, Tauron
Ciech	Akzo Nobel, BASF, Bayer, Ciner Resources, Dow Chemical, GHCL, Hongda Xindye, Huntsman, MISR Chemical, OCI, Soda Samayii, Solvay, Shandong Haihua, Qingdao, Tata Chemicals, Tangshan Sanyou Chemical, Tessenderlo Chemie, Tronox, Wacker Chemie
Cognor	AK Steel, Alumetal, ArcelorMittal, Baoshan Iron & Steel, Commercial Metals, HeSteel, Hitachi Metals, Hyundai Steel, JFE Holdings, JSW Steel, Kloeckner & Co, Metalurgica Gerdau, Nippon Yakin Kogyo, Nucor, Olympic Steel, Outokumpu, POSCO, Salzgitter, SSAB, Steel Authority Of India, Steel Dynamics, Tata Steel, thyssenkrupp, United States Steel Corp, voestalpine
Comarch	Asseco Poland, Atos, CAP Gemini, Computacenter, Fiserv INC, Indra Sistemas, Oracle Corp, Sage Group, SAP, Software AG, Tieto
Cyfrowy Polsat	BT Group, Comcast, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Iliad, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Netia, O2 Czech, Orange, Orange Polska, Shaw Communications, Talktalk Telecom, Tele2, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
Dino	Carrefour, Dixy Group, Eurocash, Jeronimo Martins, Magnit, Metro, O'Key Group, Tesco, X5
Dom Development	Archicom, Atal, LC Corp, Lokum Deweloper, Echo
Eurocash	Carrefour, Dixy Group, Jeronimo Martins, Magnit, Metro, O'Key Group, Tesco, X5
Famur	Epiroc, Caterpillar, Duro Felguera, Komatsu, Sandvik
Grupa Azoty	Acron, Agrium, CF Industries, Israel Chemicals, K+S, Mosaic, Phosagro, Potash, Yara
Jeronimo Martins	Carrefour, Eurocash, Magnit, Tesco, X5
JSW	Alliance Resource Partners, Peabody Energy, Arch Coal, Semirara Mining and Power, Bukin Asam, Henan Shenhua, Shanxi Xishan Coal & Elec, Yanzhou Coal Mining, Banpu Public, LW Bogdanka, Shaanxi Heima, China Coal, Shougang Fushan Resources, Cokal, Teck Resources, Walter Energy, Stanmore Coal, Terracom, Cloud Peak Energy, Natural Resource Partners, Rio Tinto, BHP Billiton, Warrior Met Coal
Kernel	Astarta, Andersnons, ADM, Avangard, Bunge, China Agri Industries, Felda Global, Golden Agri Resources, GrainCorp, IMC, MHP, Milkiland, Nisshin Oillio Group, Ovostar, Wilmar
Kęty	Alcoa, Amag, Amcor, Bemis, Century Aluminium, China Hongoiao, Constelium, Impexmetal, 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, Hudbay, Lundin, MMC Norilsk Nickel, OZ Minerals, Rio Tinto, Sandfire Resources, Southern Copper, Vedanta Resources
Lotos, MOL	Aker BP, Bashneft, BP, ENI, Galp, Gazpromneft, Hellenic, Lotos, Lukoil, MOL, Motor Oil, Neste, OMV, OMV Petrom, PKN, Repsol, Rosneft, Saras, Shell, Statoil, Total, Tullow Oil, Tupras, Unipetrol
LPP	CCC, Gerry Weber, H&M, Hugo Boss, IC Companys, Inditex, Kappahl, Marks & Spencer, Next, Tom Tailor
Netia	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Mobile Telesystems, O2 Czech, Orange, Orange Polska, Rostelecom, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
Orange Polska	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Mobile Telesystems, Netia, O2 Czech, Orange, Rostelecom, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
PGNiG	A2A, BP, Centrica, Enagas, Endesa, Enea, Energa, Engie, ENI, EON, Galp Energia, Gas Natural, Gazprom, Hera, MOL, Novatek, OMV, Red Electrica, Romgaz, RWE, Shell, Snam, SSE, Statoil, Total
PKN Orlen	Braskem, Dow Chemical, Eastman, Galp, Hellenic, Huntsman, Indorama, Lotos, Lotte, Lyondellbasell, Mitsubishi, Mitsui, MOL, Motor Oil, Neste, OMV, OMV Petrom, Petronas, Saras, Tupras, Unipetrol, Westlake
Play	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Netia, O2 Czech, Orange, Orange Polska, Rostelecom, Telecom Italia, TalkTalk, Tele2, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vimpel, Vodafone Group
Skarbiec Holding	Affiliated Managers, AllianceBernstein, Ashmore Group, Blackrock, Brewin Dolphin, Eaton Vance Mgmt, Franklin Resources, GAM Holding, Invesco, Investec, Janus Henderson, Jupiter AM, Legg Mason, Liontrust AM, Och-Ziff Capital Mgmt., Schroders, Standard Life, T Rowe Price
Stelmet	AFG Arbonia, Canfor, Century Plyboards, Deceuninck, Duratex, Forte, Greenply Industries, Interfor, Inwido, Louisiana Pacific, Nobia, Pflaiderer, Rayonier, Uzin UTZ, Vanachai Group, Vilmarin, West Fraser
Wirtualna Polska	eBay, Facebook, Google, Mail.ru, Sina, Yahoo Japan, Yandex
VRG	H&M, Inditex, Kappahl, Marks & Spencer, Next, Hugo Boss, CCC, LPP, Tiffany, Pandora, Lao Feng, Chow Sang, Luk Fook, Chow Tai Fook, Lao Fen Xiang

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku wydane w przeciągu ostatnich 12 miesięcy

11 bit studios

rekomendacja	kupuj
data wydania	2019-05-20
cena docelowa (PLN)	518,00
kurs z dnia rekomendacji	398,00

AC

rekomendacja	równoważ	przeważaj
data wydania	2019-03-22	2018-11-30
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	48,50	41,50

Agora

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2018-11-27	2018-09-14
cena docelowa (PLN)	16,00	15,40
kurs z dnia rekomendacji	9,50	8,48

Aiileron

rekomendacja	równoważ	niedoważaj
data wydania	2019-06-28	2019-01-31
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	8,40	11,75

Alior Bank

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-07-03	2019-06-03	2019-02-01	2018-12-05	2018-10-04
cena docelowa (PLN)	72,30	77,00	87,00	92,50	96,00
kurs z dnia rekomendacji	51,10	52,80	57,50	56,65	62,90

Alumetal

rekomendacja	niedoważaj	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2019-05-29	2019-04-15	2019-03-28	2018-08-23
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	51,00	51,00	51,00	51,00

Amica

rekomendacja	równoważ	przeważaj	przeważaj
data wydania	2019-04-29	2019-04-02	2018-09-13
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	130,00	143,00	112,80

AmRest

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2019-04-02	2019-03-05	2018-12-05	2018-11-05	2018-09-03
cena docelowa (PLN)	48,00	46,00	46,00	41,20	42,60
kurs z dnia rekomendacji	41,20	41,40	39,60	40,00	40,60

Apator

rekomendacja	równoważ	przeważaj	przeważaj	równoważ	niedoważaj
data wydania	2019-04-29	2019-03-05	2019-02-27	2019-01-30	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	25,80	26,50	25,80	25,40	24,20

Archicom

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	11,90

Asseco BS

rekomendacja	równoważ	przeważaj
data wydania	2019-03-29	2019-02-28
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	29,50	26,60

Asseco Poland

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2019-06-03	2019-03-05	2019-02-04	2018-12-05	2018-09-03
cena docelowa (PLN)	50,80	53,00	51,20	49,60	49,00
kurs z dnia rekomendacji	51,10	54,30	48,00	48,30	45,90

Asseco SEE

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2019-04-11
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	14,20

Atal

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2019-07-03	2019-06-06	2019-04-02
cena docelowa (PLN)	41,89	43,16	41,03
kurs z dnia rekomendacji	36,60	39,10	39,90

Atende

rekomendacja	równoważ
data wydania	2019-01-31
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	4,40

BBI Development

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	0,63

Boryszew

rekomendacja	niedoważaj	równoważ	równoważ
data wydania	2019-07-26	2019-04-29	2018-09-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,49	4,65	6,25

Budimex

rekomendacja	zawieszona	trzymaj
data wydania	2018-12-05	2018-08-02
cena docelowa (PLN)	-	125,00
kurs z dnia rekomendacji	119,40	122,60

Capital Park

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	4,60

CCC

rekomendacja	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-06-06	2019-04-02	2019-02-04	2018-12-05	2018-11-05
cena docelowa (PLN)	161,00	275,00	291,00	288,00	272,00
kurs z dnia rekomendacji	153,80	217,00	178,80	204,60	173,60

CD Projekt

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj	redukuj
data wydania	2019-05-09	2019-04-02	2019-02-04	2018-11-23	2018-10-16
cena docelowa (PLN)	237,50	221,00	217,70	170,40	136,60
kurs z dnia rekomendacji	215,00	204,00	190,00	139,00	158,60

CEZ

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2019-06-25	2019-04-02	2019-02-04	2018-11-05
cena docelowa (CZK)	597,80	565,50	537,80	518,72
kurs z dnia rekomendacji	544,00	540,50	568,00	549,00

Ciech

rekomendacja	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-07-03	2019-06-03	2019-05-09	2019-04-02	2019-02-04	2018-11-05	2018-08-02
cena docelowa (PLN)	41,72	55,00	68,11	68,66	75,82	77,05	82,52
kurs z dnia rekomendacji	41,60	42,65	44,85	54,80	52,40	42,58	56,95

Cognor

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	akumuluj	przeważaj	równoważ	niedoważaj	równoważ
data wydania	2019-07-25	2019-07-03	2019-06-14	2019-06-03	2019-05-09	2019-03-05	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	1,84	1,84	1,79	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,75	1,77	1,64	1,60	1,59	1,94	1,80

Comarch

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2019-07-25	2019-04-17	2019-03-05	2019-02-04	2018-12-05	2018-10-01
cena docelowa (PLN)	231,00	230,00	195,00	160,80	173,30	180,50
kurs z dnia rekomendacji	178,50	181,00	162,50	155,00	160,00	167,00

Cyfrowy Polsat

rekomendacja	redukuj	trzymaj
data wydania	2019-05-31	2018-11-26
cena docelowa (PLN)	24,15	23,20
kurs z dnia rekomendacji	26,00	22,50

Dino

rekomendacja	sprzedaż	redukuj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2019-08-02	2019-04-02	2019-02-04	2018-12-05	2018-11-05
cena docelowa (PLN)	112,70	112,70	105,90	106,30	103,50
kurs z dnia rekomendacji	143,80	126,10	100,30	100,40	84,70

Dom Development

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-07-03	2019-06-06	2019-04-02	2019-02-04	2018-12-05	2018-08-02
cena docelowa (PLN)	79,80	82,65	84,40	84,10	84,10	87,80
kurs z dnia rekomendacji	77,40	82,00	80,80	75,00	66,00	72,80

Echo

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	3,94

Elektrobudowa

rekomendacja	zawieszona	kupuj
data wydania	2018-12-05	2018-09-26
cena docelowa (PLN)	-	45,00
kurs z dnia rekomendacji	32,00	32,80

Elektrotim

rekomendacja	zawieszona	równoważ
data wydania	2018-12-05	2018-09-27
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,80	4,20

Elemental

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	1,17

Enea

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-06-25	2019-04-02	2019-02-04	2018-11-29
cena docelowa (PLN)	12,41	12,51	13,12	15,58
kurs z dnia rekomendacji	8,53	8,76	10,73	10,50

Energa

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-06-25	2019-04-02	2019-02-04	2018-11-29	2018-09-03
cena docelowa (PLN)	12,67	12,21	13,26	13,54	15,27
kurs z dnia rekomendacji	7,33	8,58	10,14	9,16	8,40

Erbud

rekomendacja	zawieszona	kupuj
data wydania	2018-12-05	2018-09-03
cena docelowa (PLN)	-	14,40
kurs z dnia rekomendacji	9,64	9,60

Ergis

rekomendacja	równoważ	przeważaj	przeważaj	niedoważaj
data wydania	2019-05-29	2019-04-29	2019-02-27	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,00	3,00	2,75	2,80

Erste Bank

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-02-04	2018-12-05	2018-08-02
cena docelowa (EUR)	43,72	46,18	43,00
kurs z dnia rekomendacji	31,00	34,41	37,14

Eurocash

rekomendacja	trzymaj	redukuj	redukuj	sprzedaj	redukuj	trzymaj	kupuj
data wydania	2019-08-02	2019-06-03	2019-05-09	2019-04-02	2019-02-04	2018-12-05	2018-10-01
cena docelowa (PLN)	18,10	18,10	18,90	18,90	17,90	18,20	26,40
kurs z dnia rekomendacji	18,60	19,31	21,00	22,58	20,13	18,00	18,08

Famur

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-08-02	2019-07-03	2019-06-03	2019-05-09	2019-02-04	2018-11-30	2018-08-02
cena docelowa (PLN)	6,71	6,96	6,67	6,90	6,61	6,41	6,56
kurs z dnia rekomendacji	4,47	5,24	4,85	4,82	4,98	5,58	5,20

Forte

rekomendacja	równoważ	równoważ
data wydania	2019-04-29	2018-10-31
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	40,60	40,60

Getin Noble Bank

rekomendacja	zawieszona	trzymaj
data wydania	2018-12-05	2018-10-04
cena docelowa (PLN)	-	1,00
kurs z dnia rekomendacji	0,33	0,53

Grupa Azoty

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj	trzymaj	trzymaj	kupuj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2019-08-02	2019-07-03	2019-06-03	2019-05-09	2019-03-05	2018-11-23	2018-11-05	2018-09-03	2018-08-02
cena docelowa (PLN)	45,93	45,93	44,42	45,39	43,20	33,00	31,47	41,13	42,13
kurs z dnia rekomendacji	42,30	42,10	39,86	35,92	43,88	32,36	24,00	38,00	42,20

GTC

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2019-03-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	9,03

Handlowy

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	kupuj	kupuj	trzymaj	redukuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2019-07-03	2019-06-03	2019-05-21	2019-05-09	2019-03-05	2019-02-01	2018-12-05	2018-10-04
cena docelowa (PLN)	59,45	61,00	61,00	65,50	65,50	65,50	76,00	90,00
kurs z dnia rekomendacji	53,60	53,70	52,40	52,80	65,90	69,10	71,10	76,90

Herkules

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	3,10

i2 Development

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	11,30

Impexmetal

rekomendacja	niedoważaj	równoważ
data wydania	2019-04-25	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,16	3,40

ING BSK

rekomendacja	trzymaj	redukuj	trzymaj	akumuluj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2019-08-02	2019-07-03	2019-02-01	2018-12-05	2018-11-05	2018-10-04	2018-08-02
cena docelowa (PLN)	191,80	191,80	191,80	199,63	200,00	200,00	212,00
kurs z dnia rekomendacji	189,80	203,50	191,40	183,60	166,00	181,00	190,00

Jerónimo Martins

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-05-09	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04	2018-12-05	2018-08-02
cena docelowa (EUR)	14,30	14,10	13,60	14,60	14,50	15,20
kurs z dnia rekomendacji	13,89	13,15	13,40	12,38	10,60	12,65

JSW

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	redukuj	trzymaj	redukuj	redukuj	sprzedaj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-07-03	2019-05-09	2019-03-25	2019-02-20	2019-02-04	2018-12-05	2018-11-26	2018-09-03	2018-08-02
cena docelowa (PLN)	50,02	54,80	54,80	60,68	60,68	59,14	59,14	98,00	108,69
kurs z dnia rekomendacji	47,00	49,86	62,50	59,96	68,30	71,20	72,56	77,00	79,50

JWC

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	2,58

Kernel

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-06-03	2019-03-05	2018-11-05
cena docelowa (PLN)	58,63	62,86	60,85
kurs z dnia rekomendacji	46,50	49,20	52,10

Grupa Kęty

rekomendacja	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	redukuj	sprzedaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2019-07-03	2019-06-03	2019-04-02	2019-01-18	2018-12-05	2018-10-29	2018-09-03	2018-08-02
cena docelowa (PLN)	345,32	326,37	341,33	324,30	309,30	367,45	367,45	355,61
kurs z dnia rekomendacji	337,00	347,50	324,00	336,50	343,00	365,50	387,50	321,50

KGHM

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-07-03	2019-06-03	2019-04-02	2019-02-04	2018-12-05	2018-10-15	2018-09-03	2018-08-02
cena docelowa (PLN)	98,35	91,71	105,57	92,41	84,56	87,99	104,21	111,08
kurs z dnia rekomendacji	101,70	95,00	109,40	94,16	92,60	85,40	90,80	96,00

Komerční Banka

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2019-08-02	2019-05-09	2018-12-05
cena docelowa (CZK)	1000,00	1000,00	1000,00
kurs z dnia rekomendacji	872,00	873,00	906,50

Kruk

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-04-02	2019-02-04	2018-12-05	2018-09-17
cena docelowa (PLN)	213,65	279,32	292,77	292,77
kurs z dnia rekomendacji	152,30	167,60	177,10	187,80

Kruszwica

rekomendacja	równoważ	równoważ	niedoważaj
data wydania	2019-04-02	2018-10-16	2018-08-02
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	43,90	43,90	65,40

LC Corp

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	2,55

Lokum Deweloper

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	17,40

Lotos

rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2019-08-02	2019-06-03	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04	2018-11-15	2018-09-03	2018-08-02
cena docelowa (PLN)	72,31	65,95	65,41	65,18	65,36	59,84	57,21	52,51
kurs z dnia rekomendacji	88,66	87,82	86,22	93,90	93,00	73,50	69,90	65,86

LPP

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	trzymaj	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-07-03	2019-06-03	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04	2018-12-05	2018-10-01
cena docelowa (PLN)	8500,00	8300,00	8400,00	9300,00	9300,00	9300,00	10200,00
kurs z dnia rekomendacji	7 745,00	7 335,00	8 405,00	7 990,00	8 370,00	7 730,00	8 625,00

Mangata

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	niedoważaj
data wydania	2019-05-29	2019-05-09	2019-04-29	2018-10-01	2018-09-13
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	69,50	69,00	71,00	65,40	91,20

Millennium

rekomendacja	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	redukuj	sprzedaj
data wydania	2019-08-02	2019-02-01	2018-11-14	2018-11-05	2018-10-04	2018-08-02
cena docelowa (PLN)	10,00	10,00	10,10	8,40	8,40	7,00
kurs z dnia rekomendacji	7,51	8,82	9,49	8,85	9,27	9,12

MOL

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj
data wydania	2019-08-02	2019-06-03	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04	2018-12-05	2018-11-15	2018-11-05	2018-09-03
cena docelowa (HUF)	3258,00	3223,00	3223,00	3423,00	3433,00	3280,00	3280,00	3296,00	3296,00
kurs z dnia rekomendacji	3 004,00	3 276,00	3 278,00	3 250,00	3 284,00	3 206,00	3 088,00	3 006,00	2 870,00

Monnari

rekomendacja	równoważ	niedoważaj
data wydania	2019-07-17	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,66	4,75

Netia

rekomendacja	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-11-26	2018-10-01
cena docelowa (PLN)	4,70	4,30
kurs z dnia rekomendacji	4,66	4,50

Orange Polska

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	kupuj
data wydania	2019-08-02	2019-06-19	2018-11-26
cena docelowa (PLN)	7,50	7,50	6,40
kurs z dnia rekomendacji	6,70	7,29	4,91

OTP Bank

rekomendacja	trzymaj	kupuj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2019-08-02	2019-07-03	2019-04-02	2018-12-05
cena docelowa (HUF)	13046,00	13046,00	13046,00	13046,00
kurs z dnia rekomendacji	12 080,00	11 790,00	12 600,00	11 810,00

PA Nova

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	17,25

PBKM

rekomendacja	zawieszona	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2019-05-09	2019-03-05	2018-12-05	2018-10-01
cena docelowa (PLN)	-	66,57	66,57	66,40
kurs z dnia rekomendacji	66,00	68,80	62,00	57,80

Prime Car Management

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2018-08-23
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	7,96

Pekao

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-08-02	2019-07-03	2019-05-30	2019-02-01	2018-12-05	2018-10-04
cena docelowa (PLN)	119,75	121,00	121,00	131,80	136,29	138,70
kurs z dnia rekomendacji	99,88	112,95	103,75	110,60	113,25	107,20

Pfleiderer Group

rekomendacja	niedoważaj	niedoważaj	równoważ	równoważ	równoważ	niedoważaj	równoważ	przeważaj
data wydania	2019-07-29	2019-07-26	2019-05-29	2019-04-16	2019-02-27	2019-01-30	2018-09-28	2018-08-08
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	28,00	28,00	20,40	25,50	28,40	32,60	36,45	37,30

PGE

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-06-25	2019-06-03	2019-05-09	2019-04-02	2019-03-26	2019-02-04	2018-11-29
cena docelowa (PLN)	13,26	13,39	13,38	13,66	13,77	14,47	14,82
kurs z dnia rekomendacji	9,00	9,23	8,61	10,10	9,88	11,86	11,47

PGNIG

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-08-02	2019-05-28	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04	2018-11-05	2018-09-03
cena docelowa (PLN)	6,33	6,47	6,92	7,08	7,72	7,72	7,86
kurs z dnia rekomendacji	5,62	5,58	6,31	6,58	7,63	6,35	5,82

PKN Orlen

rekomendacja	trzymaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	redukuj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2019-08-01	2019-06-03	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04	2018-11-15	2018-11-05	2018-09-03	2018-08-02
cena docelowa (PLN)	92,82	80,01	79,39	81,22	83,43	81,52	81,38	81,38	76,84
kurs z dnia rekomendacji	97,36	96,78	99,94	101,50	104,70	97,80	93,50	98,24	93,06

PKO BP

rekomendacja	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2019-08-02	2019-06-26	2019-05-09	2019-02-01	2018-12-05	2018-11-05	2018-10-04
cena docelowa (PLN)	47,17	47,17	40,92	40,92	45,00	47,00	47,00
kurs z dnia rekomendacji	39,34	42,20	37,78	39,51	41,96	40,39	42,55

Play

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	kupuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2019-08-02	2019-07-03	2019-05-31	2019-05-09	2019-04-12	2019-02-04	2018-11-26	2018-10-17	2018-08-30
cena docelowa (PLN)	34,20	29,00	29,00	25,25	26,70	21,30	21,30	21,50	22,60
kurs z dnia rekomendacji	31,22	33,34	25,08	24,42	24,08	22,80	16,54	17,14	21,90

Polnord

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	9,77

Polwax

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2018-09-14
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	7,70

Pozbud

rekomendacja	przeważaj	przeważaj
data wydania	2019-04-29	2018-09-04
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	2,37	3,57

PZU

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2019-07-03	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04	2018-12-05	2018-11-05	2018-08-02
cena docelowa (PLN)	43,38	43,38	46,50	46,50	46,50	47,50	47,50
kurs z dnia rekomendacji	44,35	40,79	42,00	44,66	43,80	40,60	42,00

Ronson

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	0,84

Santander Bank Polska

rekomendacja	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2019-08-02	2019-07-12	2019-06-03	2019-02-01	2018-12-05	2018-11-05	2018-10-04	2018-09-03
cena docelowa (PLN)	337,00	337,00	377,27	388,00	400,00	400,00	400,00	430,00
kurs z dnia rekomendacji	319,60	357,20	365,20	373,80	364,80	353,80	367,00	376,00

Skarbiec Holding

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-06-03	2018-12-05	2018-11-05	2018-08-31
cena docelowa (PLN)	28,17	31,36	31,02	36,86
kurs z dnia rekomendacji	16,50	23,50	21,70	25,30

Stelmet

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	kupuj
data wydania	2019-07-03	2019-03-05	2019-02-04	2018-11-05	2018-09-03
cena docelowa (PLN)	7,95	8,36	8,39	7,72	20,45
kurs z dnia rekomendacji	7,00	10,25	8,88	7,50	11,35

Tarczyński

rekomendacja	równoważ	niedoważaj	niedoważaj
data wydania	2019-05-29	2019-04-29	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	15,40	15,60	17,50

Tauron

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-06-25	2019-04-02	2019-02-04	2018-11-29	2018-09-03
cena docelowa (PLN)	2,52	2,89	3,12	3,06	2,77
kurs z dnia rekomendacji	1,57	2,03	2,37	2,21	2,00

TIM

rekomendacja	przeważaj	przeważaj
data wydania	2019-04-29	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	7,90	7,48

Torpol

rekomendacja	zawieszona	równoważ
data wydania	2018-12-05	2018-09-27
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,60	5,18

Trakcja

rekomendacja	zawieszona	niedoważaj
data wydania	2018-12-05	2018-09-27
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,75	3,47

TXM

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2018-10-16
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	0,59

Ulma

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	72,00

Unibep

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	4,81

VRG

rekomendacja	kupuj	przeważaj	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2019-07-26	2019-05-29	2019-03-28	2018-12-05	2018-11-08
cena docelowa (PLN)	5,20	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,20	3,90	4,29	3,83	4,06

Wasko

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	1,27

Wirtualna Polska

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2019-07-03	2019-02-04	2018-12-05	2018-09-03	2018-08-02
cena docelowa (PLN)	61,50	61,50	61,50	60,00	60,00
kurs z dnia rekomendacji	61,20	58,40	52,20	57,00	49,00

ZUE

rekomendacja	zawieszona	równoważ
data wydania	2018-12-05	2018-09-27
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,64	5,56

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz**Kamil Kliszcz**

dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak

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

Michał Konarski

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

Jakub Szkopek

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

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

Aleksandra Szklarczyk

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

Piotr Poniatowski

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

Mikołaj Lemańczyk

+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy****Piotr Gawron**

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

Krzysztof Bodek

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

Tomasz Jakubiec

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

Jędrzej Łukomski

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

Adam Prokop

+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Andrzej Sychowski

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

Tomasz Galanciak

+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik

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

Sprzedaż rynki zagraniczne**Marzena Łempicka-Wilim**

wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Bartosz Orzechowski

+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej**Kamil Szymański**

dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak

wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl