

piątek, 6 kwietnia 2018 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: kwiecień 2018

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

Obecny spadek cen akcji traktujemy jako okazję do kupna w perspektywie kilku najbliższych miesięcy. Wojna handlowa przeniesie się z mediów do „kuluarów”, a inwestorzy skoncentrują się na makro i wynikach spółek.

Ze spółek

Finanse

Oczekujemy dalszego szumu medialnego związanego z ustawą wsparcia kredytobiorców hipotecznych, co negatywnie wpłynie na banki z ekspozycją na CHF. Podtrzymujemy nasze zalecenie przeważenia banków bez ekspozycji na hipoteczne kredyty walutowe z wyjątkiem BZ WBK, gdzie nawet w przypadku wprowadzenia ustawy widzimy potencjał wzrostu. Z zagranicznych banków preferujemy Komercni Banka, zaś ze spółek finansowych – PZU.

Chemia

Dobre wyniki i rewizja w górę konsensusu Ciech powinny pozytywnie wpływać na wyniki chemicznej spółki.

Paliwa

Podtrzymujemy negatywny scenariusz dla sektora downstream z uwagi na drożącą ropę i perspektywę nowych mocy. Temat fuzji PKN/LTS powinien tracić siłę rażenia ze względu na odległy harmonogram pełnej integracji. Alternatywą dla rafinerii zarówno z uwagi na czynniki makro, jak i mikro pozostaje PGN.

Energetyka

Indeks WIG-Energia kolejny miesiąc z rzędu odchylił się in minus od europejskich spółek „utilities”, co było pochodną kolejnych komunikatów resortu energii. Przy obecnych wycenach widzimy szansę na mocniejsze odreagowanie i w ramach sektora preferujemy akcje ENG, PGE i ENA. Obniżamy rekomendację dla CEZ.

Telekomunikacja, media, IT

W kwietniu'18 największy potencjał do wzrostu mają naszym zdaniem: OPL i AGO. Podwyższamy zalecenie dla CMR z/w na zbyt wysoki spadek kursu w ostatnich tygodniach. Po wzroście notowań CPS, obniżamy rekomendację do trzymaj. Pozostajemy negatywni na ACP. Wśród spółek o mniejszej kapitalizacji naszym zdaniem niedowartościowane są ATD, ASE i WAS.

Przemysł, metale

Naszymi top-pickami pozostają Amica, Cognor, Famur, Pfeiderer i Pozbud. Nadal podtrzymujemy my nasze pozytywne nastawienie do spółek surowcowych (JSW i KGHM). Unikilibyśmy akcji Mangata i Ursus.

Budownictwo

Sezon publikacji wyników wypadł pomyślnie dla sektora budowlanego, który YTD zachowuje się wyraźnie lepiej niż WIG. Podtrzymujemy top-picki ze strategii: Erbud, Elektrobudowa, Budimex, oferujące najwyższy DYield.

Deweloperzy

Pierwsze dane nt. sprzedaży mieszkań w 1Q potwierdzają nasz optymizm w stosunku do sektora. Podtrzymujemy przeważenie deweloperów. Aż 5 spółek oferuje DYield powyżej 8% (i2D, ECH, LCC, DOM, 1AT).

Handel

Naszym zdaniem największy potencjał do wzrostu kursu w kwietniu mają: CCC, Dino, Jeronimo Martins, LPP, Monnari oraz Bytom. Efekt Świąt Wielkanocnych powinien wspierać wyniki 1Q'18 raportowane przez spółki z sektora handlu spożywczego.

Kluczowe rekomendacje

Pozytywne: ALR, AMC, AGO, ASE, ATD, CCC, COG, CRM, DOM, DNP, ECH, ELB, ERB, ENA, ENG, EUR, FMF, JMT, JSW, KGH, LCC, LPP, OPL, PFL, PGE, PGN, POZ, PZU, TXM, WAS

Negatywne: ACP, CEZ, MIL, MNG, PKN

Indeksy	Kurs bieżący	1M	YTD
WIG	59 244	-2,6%	-7%
ATX	3 483	+2,6%	+2%
BUX	38 065	+2,5%	-3%
PX	1 130	+1,5%	+5%
Indeksy sektorowe WIG		1M	YTD
WIG20	2 244	-3,7%	-9%
mWIG40	4 637	-0,6%	-4%
sWIG80	14 261	-1,2%	-2%
Banki	7 784	-6,0%	-8%
Budownictwo	2 777	-0,1%	-1%
Chemia	13 562	+1,0%	-11%
Energia	2 446	-5,9%	-18%
Górnictwo	3 682	-10,7%	-16%
Informatyka	1 982	-1,8%	-3%
Media	4 969	+0,8%	+4%
Nieruchomości	2 205	+0,9%	+0%
Odzież	7 237	+3,4%	-4%
Paliwa	6 235	-3,4%	-13%
Spożywczy	3 802	+1,2%	+5%
Telekomunikacja	741	+4,3%	-1%

Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
Agora	kupuj ▶	18,40 PLN ▼
AmRest	redukuj ▼	426,00 PLN ▲
Atal	akumuluj ▶	47,00 PLN ▼
Budimex	akumuluj ▼	234,00 PLN ▼
Capital Park	kupuj ▶	8,35 PLN ▼
CCC	kupuj ▶	295,00 PLN ▲
CD Projekt	sprzedaj ▶	90,80 PLN ▼
CEZ	redukuj ▼	449,51 CZK ▼
Ciech	kupuj ▶	85,40 PLN ▼
Comarch	kupuj ▶	166,50 PLN ▶
Cyfrowy Polsat	trzymaj ▼	25,30 PLN ▲
Echo	kupuj ▶	6,13 PLN ▼
Elektrobudowa	kupuj ▶	116,00 PLN ▲
Enea	kupuj ▶	11,78 PLN ▼
Energia	kupuj ▶	14,91 PLN ▼
Erbud	kupuj ▶	29,60 PLN ▲
Eurocash	kupuj ▶	30,70 PLN ▼
Famur	kupuj ▶	7,06 PLN ▼
Grupa Kęty	trzymaj ▼	357,21 PLN ▼
GTC	trzymaj ▼	9,60 PLN ▼
Handlowy	kupuj ▶	94,00 PLN ▶
Jeronimo Martins	akumuluj ▶	16,40 EUR ▼
JSW	kupuj ▶	108,14 PLN ▼
LC Corp	kupuj ▶	3,50 PLN ▼
Lotos	trzymaj ▼	51,73 PLN ▼
LPP	akumuluj ▶	9500 PLN ▶
Millennium	redukuj ▲	7,00 PLN ▶
MOL	trzymaj ▼	2898,00 HUF ▼
Netia	sprzedaj ▼	4,30 PLN ▼
Orange Polska	kupuj ▶	7,60 PLN ▲
PBKM	trzymaj ▶	76,83 PLN ▲
PCM	kupuj ▶	33,00 PLN ▼
PGE	kupuj ▶	12,89 PLN ▲
PGNiG	kupuj ▶	7,96 PLN ▲
PKN Orlen	redukuj ▲	76,89 PLN ▼
PKO BP	trzymaj ▼	38,00 PLN ▼
Play	trzymaj ▶	33,50 PLN ▼
Tauron	trzymaj ▶	2,73 PLN ▼
Unibep	kupuj ▶	10,10 PLN ▼
Wirtualna Polska	akumuluj ▶	56,40 PLN ▲

Spis treści

1. Rynek akcji	3
2. Sektory	5
3. Prognozy i rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku na tle konsensusu	9
4. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku	10
5. Statystyki rekomendacji	13
6. Kalendarium wydarzeń	14
7. Makroekonomia	15
8. Finanse	17
8.1. Alior Bank	17
8.2. BZ WBK	18
8.3. Getin Noble Bank	19
8.4. Handlowy	20
8.5. ING BSK	21
8.6. Millennium	22
8.7. Pekao	23
8.8. PKO BP	24
8.9. Komerční Banka	25
8.10. Erste Bank	26
8.11. OTP Bank	27
8.12. PZU	28
8.13. GetBack	29
8.14. Kruk	30
8.15. Prime Car Management	31
8.16. Skarbiec Holding	32
9. Chemia	33
9.1. Ciech	33
9.2. Grupa Azoty	34
9.3. Polwax	35
10. Paliwa	36
10.1. Lotos	36
10.2. MOL	37
10.3. PGNiG	38
10.4. PKN Orlen	39
11. Energetyka	40
11.1. CEZ	40
11.2. Enea	41
11.3. Energa	42
11.4. PGE	43
11.5. Tauron	44
12. Telekomunikacja, media, IT	45
12.1. Netia	45
12.2. Orange Polska	46
12.3. Play	47
12.4. Agora	48
12.5. Cyfrowy Polsat	49
12.6. Wirtualna Polska	50
12.7. Asseco Poland	51
12.8. CD Projekt	52
12.9. Comarch	53
13. Przemysł, surowce	54
13.1. Famur	54
13.2. Grupa Kęty	55
13.3. JSW	56
13.4. Kernel	57
13.5. KGHM	58
13.6. Stelmet	59
14. Budownictwo	60
14.1. Budimex	60
14.2. Elektrobudowa	61
14.3. Erbud	62
14.4. Unibep	63
15. Deweloperzy	64
15.1. Atal	64
15.2. Capital Park	65
15.3. Dom Development	66
15.4. Echo Investment	67
15.5. GTC	68
15.6. LC Corp	69
16. Handel	70
16.1. AmRest	70
16.2. CCC	71
16.3. Dino	72
16.4. Eurocash	73
16.5. Jeronimo Martins	74
16.6. LPP	75
16.7. TXM	76
17. Inne	77
17.1. PBKM	77

Rynek akcji

Ryzyko wojny handlowej, afera związana z wyciekami danych z Facebooka i nieco słabsze dane makro przedłużyły korektę spadkową na globalnym rynku akcji. Uważamy, że to tylko korekta, a nie wejście rynków w trend spadkowy, o czym pisaliśmy w Strategii inwestycyjnej 2018. Uważamy, że w kolejnych tygodniach temat „wojny handlowej” przeniesie się z mediów do kuluarów spotkań polityków i negocjatorów. Inwestorzy powrócą do analizowania makro i wyników spółek za 1Q, które jak na razie w USA zaskakują silnie pozytywnie (dotychczas ponad 40% dynamika wzrostu EPS r/r). Według obecnych prognoz P/E na 2019 rok dla S&P500 wynosi 15,3x – dobre wyniki spółek podtrzymują wiarę w te prognozy. W pierwszych miesiącach roku światowa gospodarka nieznacznie wyhamowała nieprzeciętnie wysokie tempo wzrostu notowane w 2017 roku, co spowodowało obniżenie (urealnienie) oczekiwań szczególnie dla Europy. Pozwoli to na pozytywne zaskoczenia. Pogorszenie sentymentu wśród inwestorów oddaliło ryzyko technicznego przełamania oporu na cenach obligacji 10Y w USA (Yield 3,2%). Wreszcie, w 2018 roku amerykańskie firmy przeznaczają na skup akcji własnych rekordowe 800 mld USD, co będzie wspierać wyceny akcji. Obecny spadek cen akcji traktujemy jako okazję do kupna akcji w perspektywie kilku najbliższych miesięcy. Dotyczy to również GPW, która będzie reagowała na zmianę globalnego sentymentu.

Jak nie wybory to wojna handlowa...

W ostatnich miesiącach giełdy europejskie negatywnie reagowały na potencjalnie negatywne wyniki wyborów parlamentarnych we Włoszech. Pomimo niezbyt korzystnego wyniku dziś już nikt nie zaprzęta sobie nimi głowy, bo rynki żyją wojną handlową pomiędzy USA a resztą świata – czyt. Chinami, bo praktycznie wszyscy sojusznicy USA zostali z niej wyłączeni już na początku lub zgodzili się na warunki USA (stal, aluminium). W ostatniej odsłonie USA zapowiedziały wprowadzenie taryf celnych (25%) na ok. 1300 chińskich produktów (głównie high-tech), a Chińczycy ogłosili, że odpowiedzą adekwatnie do propozycji USA... jeżeli negocjacje zakończą się niepowodzeniem. Zapowiedź dotyczy 106 amerykańskich produktów, m.in. soja, samochody, chemia, samoloty – łącznie 50 mld USD). W odpowiedzi Trump zapowiedział kolejne 100 mld USD ceł Naszym zdaniem zapowiedzi obu stron w mediach należy traktować jako przygotowanie „frontu” pod przyszłe negocjacje. Propozycje USA nie są wsparte żadnym aktem wykonawczym i jeżeli w ogóle wejdą w życie to nie wcześniej niż za kilka miesięcy (najwcześniej w czerwcu, harmonogram procesu wynikający z Section 301, który w tym przypadku jest podstawą wprowadzenia zmian taryf celnych). Jeżeli USA nie odpowiedzą na ostatni ruch Chin kolejną eskalacją (najbardziej prawdopodobne, Chiny jako „drugi wistujący” zawsze będzie przebiegał stawkę), rozmowy przeniosą się do kuluarów, a rynki finansowe „odpoczną” od tematu koncentrując się na makro i wynikach spółek.

Makro nadal wspierające dla rynku akcji, przed nami pozytywne zaskoczenia

Wskaźniki wyprzedzające wskazują na nieznaczne spowolnienie tempa wzrostu (spadek ISM do 59,3 pkt z 60,8 pkt), co biorąc pod uwagę wysoki poziom wskaźnika w ujęciu historycznym nie powinno dziwić (zwracaliśmy uwagę na takie ryzyko w Strategii inwestycyjnej 2018). Naszym zdaniem wskaźnik będzie się lekko obniżał w kolejnych miesiącach (efekt ryzyka wojny handlowej), jednakże pozostanie w strefie (powyżej 57 pkt) zapowiadającej szybki wzrost gospodarczy. Takie prognozy płyną również z oceny stanu gospodarki przez FED (komunikat z ostatniego posiedzenia). Jedną z ważniejszych informacji płynących z ISM jest systematyczny wzrost cen produkcji, co uzasadnia rosnące oczekiwania na podwyżki stóp procentowych (4, a nie 3 w 2018 r.). Na obecną chwilę nieznaczne przeszerzenie celu inflacyjnego w 2019 roku jest scenariuszem bazowym, uwzględnionym w projekcji stóp procentowych. Wraz z poprawą sentymentu na rynku kapitałowym i publikacją dobrych danych makro należy oczekiwać powrotu spadków cen obligacji i dalszego wywłaszczania krzywej dochodowości (10Y-2Y). Każda próba przełamania poziomu 3,1-3,2% na 10Y będzie dla rynku akcji czynnikiem ryzyka.

Jednym z największych negatywnych zaskoczeń w ostatnich tygodniach były odczyty europejskich PMI. W przemyśle zagregowany wskaźnik obniżył się z 58,6 do 56,6 punktów, a w usługach z 56,2 do 55,0. Spadki „rozlały się” praktycznie na wszystkie większe gospodarki Strefy i dotyczyły m.in. subindeksu nowych zamówień. Wyraźnie widać również problemy firm europejskich z terminową realizacją zamówień. Poza zmniejszeniem zamówień eksportowych (szczególnie z Chin) to właśnie ograniczenia podaży w okresie szybkiego wzrostu mogą być jedną z przyczyn spowolnienia. W kolejnych miesiącach oczekujemy, że wskaźniki wyprzedzające będą stabilizowały się na obecnych poziomach, co oznacza wolniejsze tempo wzrostu, ale nadal relatywnie (do średniej z poprzednich kilku lat) szybką ekspansję gospodarczą.

Wyniki spółek w USA; 15,3x P/E na 2019

Spółki w USA rozpoczęły okres raportowania wyników za 1Q. Na dzień przygotowana raportu wyniki opublikowało 21 spółek z indeksu S&P500. Wzrost EPS wyniósł 41,2% przy 12,3% wzroście przychodów, 12 spółek (61%) zaskoczyło analityków pozytywnie. Należy zwrócić uwagę, że ponad połowa przyrostu zysków wynika z efektu obniżonych podatków, tym niemniej rekordowe zyski będą podstawą do wypłaty dywidend i skupów akcji własnych. Dobry 1Q utwierdzi inwestorów w przekonaniu, że prognozy na najbliższe dwa lata są realne. Na ich bazie wskaźnik P/E dla S&P500 spada z obecnych 21,3x do 15,3x w 2019 roku.

Skupy akcji własnych w USA

Znacząco wyższe zyski amerykańskich korporacji, przy nadal niskiej skłonności do inwestycji, będą skutkować znaczącym zwiększeniem wypłat dla akcjonariuszy – również w postaci skupu akcji własnych. Według szacunków Evertcore ISI w br. spółki przeznaczają na ten cel rekordową kwotę ok. 800 mld USD, tj. ponad dwa razy więcej niż w poprzednim roku. Warto wspomnieć, że w latach 2014-2016 spółki przeznaczały na skup akcji 570 mld USD średniorocznie. Taka skala popytu będzie istotnie wpływać na rynek, w negatywnym scenariuszu ograniczając potencjał spadkowy akcji.

Michał Marczak

tel. +48 22 438 24 01

michal.marczak@mbank.pl

Sektory

Finanse

- Zgodnie z naszymi przewidywaniami prace nad ustawą frankową ruszyły na przełomie lutego oraz marca i obecnie nabierają tempa. Z doniesień prasowych wynika, że Przewodniczący komisji sejmowej preferowałby nawet wyższe kontrybucje do funduszu niż obecnie to przewiduje ustawa. Ze względu na koniec 1Q uważamy, że jedynie 3 składki kwartalne byłyby możliwe do pobrania w roku obecnym, co nieco ogranicza negatywny wpływ ustawy na konsensus. Podtrzymujemy nasz pogląd, iż jedynie wycena BZ WBK w pełni dyskontuje skutki ustawy w jej najwyższym wymiarze.
- Kwiecień powinien być szczególnie interesujący w odniesieniu do spółki GetBack. 6 kwietnia wznowione będzie NWZA, które ma za zadanie zatwierdzić także emisję 50 mln akcji. Ponadto spółka opublikuje sprawozdanie finansowe za 4Q'17, które rozwieje wątpliwości rynku odnośnie sytuacji zadłużenia spółki.
- Podnosimy naszą rekomendację dla PKO BP do trzymaj. Uważamy, że wycena rynkowa obecnie odzwierciedla wartość spółki szczególnie biorąc pod uwagę coraz bardziej odległe podwyżki stóp procentowych. Jednocześnie uważamy, że ucieczką przed płaskim środowiskiem stóp procentowych mogą być kolejne akwizycje lub fuzje.
- Podtrzymujemy naszą rekomendację kupowania walerów Komerčni Banka. Na wskaźniku 2018 P/E Komerčni Banka notowane jest z 26% dyskontem do PKO BP, pomimo znacznie wyższego ROE (13% wobec 9%) oraz dywidendy (1% wobec 5%). Ponadto, wyniki KB będą wspierane przez podwyżki stóp procentowych, które rozpoczęły się już w 2017 roku, kiedy podwyżki w Polsce prognozowane są dopiero na maj 2019 roku.
- **Kluczowe rekomendacje:** Alior Bank (kupuj), Bank Millennium (redukuj), PZU (kupuj), Komerčni Banka (kupuj).

Chemia

- Podobnie jak w przypadku indeksów spółek przemysłowych również indeksy MSCI Chemicals dla świata i dla Europy w marcu kontynuowały korektę notowań (około 5-7% m/m). Obecnie są notowane z niewielkim dyskontem do swoich trzyletnich średnich na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA.
- Negatywnie na sentyment do spółek chemicznych przekłada się obserwowane umocnienie EUR do USD oraz wzrost cen surowców energetycznych (ropa, węgiel, gaz, energia).
- Niezmiennie uważamy, że najbardziej atrakcyjny w sektorze pozostaje Ciep (EBITDA w 4Q'17 najwyższa w historii; szansa na pozytywne rewizje konsensusu w nadchodzących tygodniach; pozytywne nastawienie Zarządu do kontraktacji na 2018 rok).
- **Kluczowe rekomendacje:** Ciep (kupuj).

Paliwa

- Sentyment na rynku ropy uległ w marcu wyraźnej poprawie, czego ilustracją jest wzrost spekulacyjnych pozycji na Brent do rekordowych poziomów. Inwestorzy pozytywnie reagowali na deklaracje OPEC o możliwym wydłużeniu porozumienia dotyczącego limitów produkcji, a także na pierwszy od wielu tygodni, większy spadek liczby aktywnych wiertni w USA. W efekcie ceny Brent zbliżyły się do granicy 70 USD/Bbl, nawet mimo widocznych wzrostów zapasów surowca w USA (zmiana raczej sezonowa, poziom 20% niższy r/r).

- Ceny gazu zarówno na europejskim jak i polskim rynku wzrosły w marcu średnio o 3-4%, a spread transgraniczny na kontraktach rocznych PL/DE utrzymał się powyżej 10 PLN/MWh. W ujęciu r/r cały 1Q'18 uplasował się nieznacznie poniżej 1Q'17.
- Marże rafineryjne w końcówce miesiąca odbiły z niskich poziomów w okolice 4-5 USD/Bbl, ale traktujemy to jako zjawisko krótkoterminowe i podtrzymujemy konserwatywny scenariusz cyklicznego pogorszenia rentowności przerobu. Podobnie oceniamy wyższy marcowy poziom dyferencjału Ural/Brent, który jest pochodną nasilenia remontów w rafineriach rosyjskich.
- Nadal zaskakująco dobrze prezentują się marże petrochemiczne w Europie, ale widoczna słabość cen etylenu w USA pozwala sądzić, że pogorszenie zyskowności w tym obszarze to kwestia najbliższych miesięcy (nowe moce, wyższe ceny surowca).
- W takim scenariuszu makro utrzymujemy negatywne nastawienie do rafinerii, a jako alternatywę wskazujemy akcje PGNiG, które skorzysta nie tylko na drożących węglowodorach, ale ma szansę na re-rating i ekspansję wskaźników wyceny (obecnie EV/EBITDA poniżej średniej dla polskich spółek energetycznych) w związku ze stabilizacją wyników w obrocie (liberalizacja, zmiana przepisów) i potencjalną wygraną w arbitrażu z Gazpromem. Katalizatorem mogą być również akwizycje na szelfie norweskim.
- **Kluczowe rekomendacje:** PGNiG (kupuj), PKN Orlen (redukuj).

Energetyka

- W marcu obserwowaliśmy kontynuację wzrostów ceny uprawnień do emisji, która przekroczyła już 13 EUR/t. W końcu zaczęło to mocniej przekładać się na notowania energii w Niemczech, gdzie roczny kontrakt powrócił powyżej 36 EUR/MWh. Przy niewielkim tylko spadku cen węgla ARA w przeliczeniu na EUR, marża wytwórcza elektrowni węglowych wciąż znajduje się jednak pod presją i relatywnie zyskują podmioty z czystym portfelem źródeł wytwórczych.
- Sektorowy indeks MSCI Utilities Europe zyskał w marcu prawie 8%, ale była to przede wszystkim reakcja inwestorów na komunikat o wymianie aktywów pomiędzy RWE, EON i Innogy, które mają duży udział w tym indeksie.
- Polskie spółki energetyczne nadal pozostawały pod presją (WIG-Energia -5%, a YTD już prawie -20%), a głównym katalizatorem spadków były kolejne wywiady ministra energii, który wypowiadał się o projektach inwestycyjnych (Ostrołęka, elektrownia atomowa, zgazowanie węgla w Enei) i sugerował, że kapitał własny w państwowych koncernach jest darmowy („elektrownia atomowa bez kredytów finansowana tylko z bilansów udziałowców ma być dzięki temu o połowę tańsza”). Taka retoryka płynąca z ministerstwa „uodparnia” inwestorów na dość korzystną perspektywę poprawy profilu przepływów w sektorze w najbliższych 4-5 latach (cykl inwestycyjny się kończy, a nowe większe projekty na razie nie będą infekować bilansów), która pozwoli na zwiększenie komponentu equity w ramach EV).
- Tymczasem na polskim rynku energii tendencje w marcu były raczej pozytywne i podobnie jak w lutym wysokie kwotowania spotowe podnosiły krzywą terminową. Cena w kontrakcie na rok 2019 zbliżyła się do 199 PLN/MWh, co implikuje już wyższy clean dark spread od tego zabezpieczonego w kontraktach na rok bieżący. Taki obraz z TGE neguje naszym zdaniem pojawiające się na początku roku tezy o destrukcyjnym wpływie wyższych CO₂ na rentowność sektora w krótkim terminie. W kontekście

prognoz na rok 2019 nie można też lekceważyć rosnącej rentowności źródeł odnawialnych (łącznie z biomasą to ponad 7 TWh produkcji przy wzroście cen energii r/r o 30 PLN/MWh i zielonych certyfikatach kwotowanych po 70 PLN/MWh vs. średnio 36 PLN w roku 2017). Widzimy więc potencjał do pozytywnego zaskoczenia i rewizji w górę.

- Polski sektor jest już wyceniany poniżej 4,0x EV/EBITDA'18. Naszym zdaniem po ostatnich spadkach najbardziej atrakcyjne są akcje Energi, PGE i Enei. Neutralne nastawienie utrzymujemy w przypadku relatywnie „najdroższego” obecnie Tauronu. W przypadku CEZ uwzględniając konserwatywny przekaz Zarządu obniżamy prognozy i wycenę, co skutkuje zmianą rekomendacji na redukcję.
- **Kluczowe rekomendacje:** CEZ (redukcja), Energa (kupuj), Enea (kupuj), PGE (kupuj).

Telekomunikacja, media, IT

- Na rynku telekomunikacyjnym widać wyraźne zainteresowanie graczy mobilnych aktywami stacjonarnymi. Na początku grudnia Cyfrowy Polsat przejął 32% udziałów w Netii i ogłosił chęć wezwania do progu 66%. Głównym motywem przejęcia jest infrastruktura stacjonarna Netii, a także możliwe synergie w segmencie B2B jak i B2C. Jeszcze w grudniu Orange Polska poinformowało o negocjacjach usługi BSA na sieci FTTH dla T-Mobile. Konsolidacja sektora i współpracy graczy należy naszym zdaniem interpretować pozytywnie.
- W kontekście przejęcia Netii przez Cyfrowy Polsat oraz współpracy T-Mobile i Orange Polska, Play może w ciągu roku zostać jedynym, z wielkiej czwórki MNO, graczem bez nogi stacjonarnej w obszarze B2C miasta. Pojawia się pytanie o przejęcie Play przez UPC. Uważamy, że taka transakcja jest mało prawdopodobna. UPC świadczy już usługi mobilne, a usługa stacjonarnego Internetu jest uważana za „trzon” oferty. Podkreślamy też, że UPC Austria zostało sprzedane do Deutsche Telekom, co szef grupy DT skomentował jako krok w stronę w pełni konwergentnego operatora. Stąd T-Mobile może być zainteresowane UPC Polska. Sama sprzedaż UPC Austria mogła być podyktowana słabo rozwiniętą częścią mobilną (brak Vodafone w Austrii), co przypomina nam sytuację na rynku polskim.
- Dynamika wydatków na reklamę w Polsce po słabym 2017 r. nie będzie wysoka także w 2018 r. Agencja Zenith spodziewa się w przyszłym roku wzrostu rynku o 1,9%, a Starcom o +2,5%.
- Według szacunków Zenith w 2018 r. pierwszy raz od 4 lat zmniejszą nakłady na reklamę TV (-0,2% R/R), w kolejnych latach ten spadek będzie się pogłębiał. Niższe wydatki na reklamę TV to efekt spadku czasu oglądania telewizji. Z kolei wydatki reklamowe w Internecie w br. urosną o +12,1% R/R, w radiu będą spadać o 1,2% R/R. Branża outdoorowa coraz bardziej odczuwa skutki porządkowania przestrzeni publicznej w wielu miastach powodującej m.in. zmniejszenia liczby dużych nośników. Reklama kinowa zyska +3,8%, a reklama w dziennikach straci 16,9%.
- W marcu'18 WIG INFO spadł o 2,4%, ale od początku roku wzrósł o 0,9% (vs. spadki -6,1% i -7,6% WIG odpowiednio). Dobry performance WIG Info wynika częściowo z umocnienia się notowań ACP (największa waga w indeksie). Mediana P/E 12M fwd dla spółek IT wynosi obecnie 16,1x, jest o 5,9% wyższa niż historyczna średnia z 3 lat, tym samym poziom premii spadł o blisko 7% w ciągu dwóch miesięcy.
- Sezon wyników za 4Q'17 przebiegał pozytywnie dla małych spółek IT: wynik EBITDA wzrósł w przypadku każdej z nich (średnio o 47,4%), podobnie jak wynik netto (średnio o 41,6%). Każda z przewidywanych przez nas spółek zaraportowała dobre wyniki.

- Wśród spółek IT o mniejszej kapitalizacji naszym faworytami są ASEE, Atende i Wasko. Neutralne nastawienie mamy do Ailleronu i Asseco BS.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Orange Polska (kupuj), Asseco Poland (redukcja), Agora (kupuj), Atende (przeważaj), Wasko (przeważaj), Asseco SEE (przeważaj).

Przemysł i metale

- W marcu indeksy MSCI Industrials dla Europy i dla świata kontynuowały spadki (oba -5% m/m). Obecnie są one notowane z niewielkimi premiami do swoich średnich na wskaźniku P/E oraz na poziomie trzyletnich średnich na wskaźniku EV/EBITDA. Obserwowane od początku roku umocnienie EUR do USD (słabsza pozycja konkurencyjna europejskich eksporterów) oraz spadek wskaźników wyprzedzających PMI w dwóch ostatnich miesiącach nie poprawia sentymentu do rynku akcji.
- W trwającym sezonie wyników (za 4Q'17) oczekujemy, że dobre wyniki mogą mieć miejsce jeszcze w Aluminum i Elemental. Jak na razie na 6 przedstawionych rezultatów 4 okazały się lepsze od oczekiwań (Amica, Famur, Kernel, Stelmet), a 2 poniżej oczekiwań (Ergis, Grupa Kęty).
- Ze średnich spółek wśród naszych top picków niezmiennie wymienilibyśmy spółki Amica (podwyżki cenników w 3Q'17, atrakcyjna wycena na tle sektora – patrz strona 8), Famur (rosnący portfel zamówień; podwyżki cenników w nowych kontraktach) oraz Pfeleiderer Group (wyraźny trend wzrostu cen płyty drewnopochodnej w Europie). Z mniejszych natomiast Cognor (możliwe wkrótce porozumienie z bankami w sprawie uruchomienia kredytu na poczet restrukturyzacji drogiego zadłużenia) oraz Pozbud (4x P/E na 2019 rok; na przełomie III/IV podpisanie kontraktu na ponad 700 mln PLN).
- Z uwagi na obserwowane umocnienie PLN do USD z ostrożnością podchodzimy do wyceny Ursus (obawy o rentowność na kontraktach eksportowych do Afryki).
- Obniżyliśmy pod koniec marca nasze pozycjonowanie z neutralne do niedoważaj dla Mangata (dawniej Zetkama). Duży udział eksportu przy aprecjacji PLN, inflacja po stronie kosztów surowców i kosztów pracy. Mangata obecnie notowana jest z premiami do innych polskich spółek przemysłowych.
- Aktualnie polskie spółki przemysłowe są notowane na wskaźnikach P/E'18 11,8x oraz EV/EBITDA'18 7,5x. Naszym zdaniem nie jest to szczególnie atrakcyjny poziom, biorąc pod uwagę niską płynność oraz ograniczone możliwości przenoszenia kosztów na klienta.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Amica (przeważaj), Famur (kupuj), Mangata (niedoważaj), Pfeleiderer Group (przeważaj), Pozbud (przeważaj), Stelmet (kupuj).

Wydobycie

- W 2018 roku pozytywnie na sentyment do miedziowych producentów wpływają informacje o możliwych przestojach produkcyjnych. Według nich w bieżącym roku na świecie około 30-38 układów pracowniczych w kopalniach miedzi może być przedmiotem renegotiacji. Kopalnie w których odbędą się rozmowy płacowe odpowiadają za 5-7 mln ton produkcji miedzi w skali roku (25-35% górniczej miedzi w skali roku). Dla porównania, w latach 2011-16 średnia wielkość zagrożonego wydobycia w efekcie renegotiacji porozumień płacowych wynosiła 1,7 mln ton (wydobycia w skali roku). Większość z negocjacji będzie mieć miejsce w Chile i Peru, które odpowiadają za około 40% światowej produkcji miedzi.
- Rosnąca liczba rejestracji samochodów elektrycznych pozytywnie przekłada się na notowania miedzi.

Samochody o tym napędzie wykorzystują 4-krotnie więcej surowca niż spalinowe, co powoduje, że w perspektywie 2030 roku popyt na miedź ze strony branży samochodowej wzrośnie o 2,5-3 mln ton (łącznie bieżąca światowa produkcja, to 23-24 mln ton).

- Według ICSG produkcja rafinowanej miedzi w 2017 roku spadła o 0,5% r/r, a jej wykorzystanie wzrosło o 0,6% r/r. Deficyt surowca w całym roku wyniósł 195 tys. ton. Rynek oczekuje, że w obliczu czasowych przerw w wydobyciu miedzi deficyt miedzi na świecie może się zwiększyć w 2018 roku.
- W obliczu planowych zamknięć nieefektywnych kopalni Chiny ograniczyły produkcję węgla kamiennego o około 440 mln ton w okresie 2016 i 2017 roku (dla porównania wykorzystanie węgla koksowego na poczet hut wyniesie około 450 mln ton). W efekcie użycie węgla koksowego importowanego do Chin w I-XI'17 według naszych szacunków zaspokajało 15,2% potrzebnych dostaw, wobec 13,4% w analogicznym okresie 2016 roku. Zwiększenie zależności Chin od importu węgla koksowego spowodowało, że ceny zaczęły być bardzo wrażliwe na wszelkiego rodzaju utrudnienia w jego transporcie.
- Wysoka produkcja stali na świecie (duża ilość globalnie prowadzonych projektów infrastrukturalnych) oraz zwiększające się obciążenie mocy produkcyjnych pozytywnie przekłada się na ceny stali. Obecnie marże na produkcji podstawowych wyrobów dla producentów wielkopiecowych (BOF) są na najwyższym od trzech lat poziomie (brak ryzyka presji na koszty wsadów – koks i rudy).
- Wprowadzane od 2016 roku cła na import wyrobów stalowych do UE (39 ceł importowych) pozytywnie przełożyły się na rentowność europejskiego sektora stalowego. W efekcie zminimalizowano ryzyko zamykania hut stali na Starym Kontynencie. Obecnie JSW zaspokaja około 18-22% europejskiego zapotrzebowania na węgiel koksujący.
- W końcu lutego ceny stali reagowały wzrostami na informację o planowanym ograniczeniu produkcji stali w regionie Tangshan (Chiny) w okresie 16'III-14'XI (nawet po okresie przestojów zimowych). Region Tangshan odpowiada za 12% produkcji stali w Chinach. Zapowiedzi ograniczenia mocy pozytywnie wpływały na notowania wyrobów ze stali.
- Głównym wyzwaniem dla spółek wydobywczych w 2018 roku będzie presja po stronie wynagrodzeń (przywrócenie przywilejów pracowniczych w JSW, 6% wzrost wynagrodzeń w KGHM, trudne negocjacje płacowe w Sierra Gorda w 2H'18 przy odnowieniu porozumienia ze związkami). Z drugiej strony polskim spółkom górniczym nie sprzyja umacniająca się PLN do USD (metale notowane w USD).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** KGHM (kupuj), JSW (kupuj).

Budownictwo

- Relatywnie dobre zachowanie WIG-Budownictwo w II-III'18 ma swoje uzasadnienie w fundamentach: (1) wyniki wielu spółek okazały się lepsze od oczekiwań, (2) osłabły obawy o wojnę cenową i presję kosztową, (3) sytuacja płynnościowa sektora pozostaje dobra, choć widać oznaki pogorszenia struktury bilansów, (4) kursy akcji są bliskie minimów.
- Wyniki 4Q'17: Większość monitorowanych przez nas spółek pozytywnie zaskoczyła wynikami (wyjątkami są Torpol i Trakcja). Na szczególne wyróżnienie zasługuje Elbudowa, która nie tylko wypracowała najwyższy kwartalny ZN w historii (28 mln PLN), lecz również utrzymała bardzo silną pozycję gotówkową netto (115 mln PLN) oraz zaproponowała najwyższą dywidendę w sektorze (8 PLN, DYield=8,6%). Pozytywnie zaskoczyła również Ulma.

- Budownictwo kolejowe: Pod koniec marca obniżyliśmy prognozy ZN'18-20 Trakcji i Toroplu o średnio 15% i jednocześnie w podobnym zakresie podnieśliśmy prognozy dla spółki ZUE. Pozostawiamy neutralne rekomendacje dla tej grupy spółek, preferując podmioty (1) mniej uzależnione od jednego zamawiającego, (2) posiadające wyższą zdolność dywidendową.
- W parze Erbud - Unibep preferowaną spółką pozostaje ta pierwsza, która według nas posiada bezpieczniejszą strukturę portfela zamówień.
- W bieżącym przeglądzie miesięcznym o 5-6% obniżamy TP na Budimex i Unibep oraz o 1-3% podnosimy prognozy na Elbudowę i Erbud. Zmiany wynikają głównie z aktualizacji wyceny porównawczej.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Erbud (kupuj), Elektrobudowa (kupuj), Budimex (akumuluj).

Deweloperzy

- Indeks WIG-Nieruchomości kolejny miesiąc zachowywał się lepiej niż rynek. Wyceny w sektorze pozostają atrakcyjne. Podtrzymujemy przeważanie deweloperów, w szczególności preferując spółki dywidendowe.
- Sprzedaż mieszkań 1Q'18: Zgodnie z oczekiwaniami wszyście spółki, które opublikowały dotychczas dane, zaprezentowały wyższą sprzedaż r/r. Powtórzenie sprzedaży z rekordowego 4Q'17 wydaje się jednak poza zasięgiem.
- Wyniki 4Q'17: Oczyszczony ZN deweloperów wzrósł w 4Q o 55% r/r, a w całym '17 o 10% r/r. Marża deweloperska na działalności mieszkaniowej wzrosła w 4Q o 3 p.p. r/r do 28%. Podobnej skali poprawa miała miejsce w całym '17. Lokum okazał się rewelacją minionego roku (i samego 4Q), osiągając I marżę równą 40% i bijąc nasze prognozy ZN'17 o 67%. W pozostałych spółkach odchylenia od prognoz nie były znaczące.
- Dywidenda w '18: Jak dotąd Zarządy sześciu spółek z sektora zarekomendowały dywidendę (średnio DYield=7,4%). Najwyższa stopa dywidendy występuje w ECH (9,6%), DOM (8,9%) i LCC (9,0%). Jeszcze wyższej stopy dyw. oczekujemy w I2D (11,8%). LKD aktualizował politykę podnosząc payout do 50% od przyszłego roku (DYield'19=8,8%).
- W bieżącym przeglądzie miesięcznym obniżamy TP dla sześciu spółek o średnio 3%. Korekta wynika z głównie z aktualizacji wyceny porównawczej.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Dom Development (kupuj), Echo Investment (kupuj), LC Corp (kupuj), Lokum Deweloper (przeważaj), Archicom (przeważaj), i2 Development (przeważaj).

Handel

- Od marca 2018 roku obowiązuje ustawa zakazu handlu w niedzielę. W 2018 roku sklepy będą mogły być otwarte w dwie niedziele miesiąca, w 2019 roku w jedną niedzielę w miesiącu, a w 2020 wszystkie niedziele będą wolne. Wprowadzenie zakazu handlu w niedzielę początkowo może mieć negatywny wpływ na sprzedaż porównywalną spółek odzieżowych i obuwniczych. W średnim terminie popyt powinien zostać dostosowany, a spółki powinny uzyskać korzyści po stronie kosztów SG&A (dostosowanie harmonogramów pracy). Zamknięcie centrów handlowych w niedzielę może mieć lekko negatywny wpływ na biznes restauracyjny AmRest w Polsce (według naszych szacunków około 50% restauracji spółki znajduje się w centrach handlowych, a negatywny efekt zamknięcia restauracji w co drugą niedzielę wyniósłby 1,1% sprzedaży AmRest). Ograniczenie handlu powinno mieć niski wpływ na sprzedaż spółek z handlu spożywczego, gdzie niedziela stanowi niski udział w tygodniowej sprzedaży, a popyt powinien się szybko dostosować.

Niedziela w sektorze spożywczym jest dniem, który w wielu przypadkach nie generuje zysku.

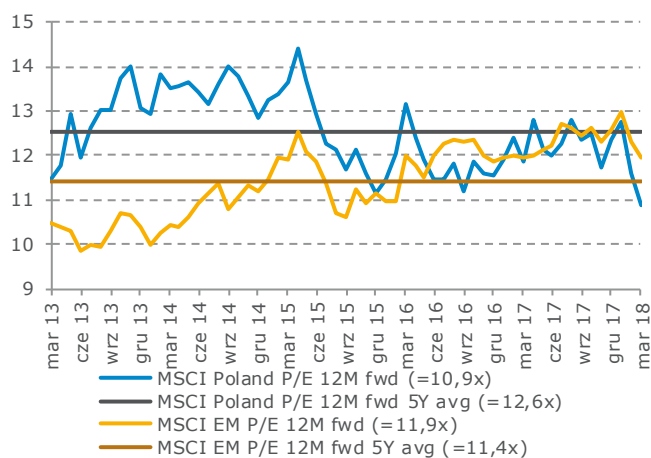
- Zakaz handlu w niedzielę w III'18 miał umiarkowany wpływ na wyniki Bytom i Vistula (obie spółki odnotowały wzrost sprzedaży porównywalnej). Istotny spadek sprzedaży r/r w III'18 odnotowało CCC, jednak wpływ na taki stan rzeczy miały przede wszystkim niekorzystne warunki pogodowe.
- Deprecjacja USDPLN r/r w 4Q'17 (średnio 15% r/r) powinna pozytywnie wpłynąć na koszty zakupu kolekcji wiosna-lato'17 w spółkach odzieżowych i obuwniczych. Największymi beneficjentami powinny być: LPP oraz Monnari (około 85% COGS rozliczane w USD), CCC (około 45% COGS) oraz Vistula i Bytom (około 30% COGS) oraz TXM (około 20% COGS). Pozytywny wpływ na rentowność sprzedaży powinien być widoczny w okresie III-VIII'18. Największa część zakupów kolekcji wiosna lato jest dokonywana w okresie grudzień-styczeń. Utrzymanie kursu na podobnym poziomie powinno pozytywnie wpływać na rentowność spółek odzieżowych w 2H'18 (korzystne koszty zakupu kolekcji jesień-zima).
- Naszym zdaniem atrakcyjnie wycenione jest CCC, które pomimo słabych wyników w 1Q'18 (naszym zdaniem zdyskontowane przez kurs spółki), oferuje atrakcyjne perspektywy wzrostu w średnim terminie rozwijając dynamicznie kanał e-commerce (platforma eobuwie.pl).
- Dalsza poprawa lfl, sprzyjający kurs USDPLN oraz dynamiczny rozwój e-commerce powinny pozytywnie wpływać na dynamikę wyników LPP w 2018 roku.
- Efekt Świąt Wielkanocnych powinien wspierać wyniki spółek z sektora handlu spożywczego. Naszym zdaniem dobre wyniki w 1Q'18 opublikują Dino, Jeronimo Martins oraz Eurocash.
- Uważamy, że z mniejszych spółek potencjał do wzrostu mają Monnari (beneficjent osłabienia się USDPLN r/r), Bytom (powrót do skutecznej strategii cenowej oraz korzyści związane z FX) oraz TXM (oczekujemy odbudowy efektywności sprzedaży przy utrzymaniu relatywnie stabilnych kosztów SG&A).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Dino (kupuj), Eurocash (kupuj), CCC (kupuj), TXM (kupuj), JMT (akumuluj), LPP (akumuluj), Bytom (przeważaj), Monnari (przeważaj).

Zmiana prognozowanego zysku netto na 2018 rok dla spółek wchodzących w skład indeksu WIG30

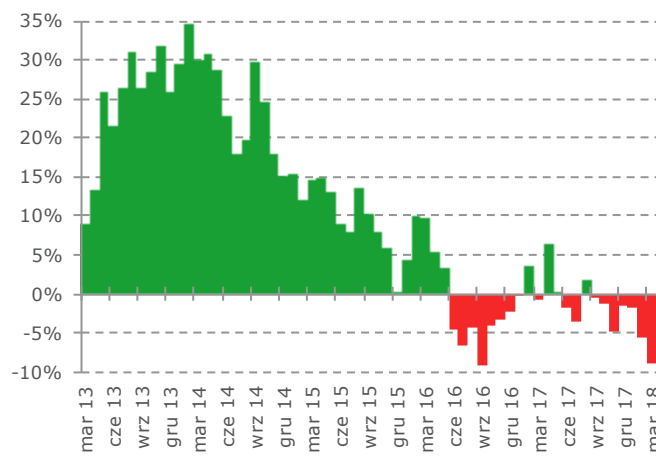
mar 17=0	WIG30		Finanse		Paliwa		Energetyka		Handel		TMT		Chemia		Surowce	
	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM	Kons.	mDM
kwi 17	+2%	-0%	+0%	+0%	+8%	+0%	+1%	+0%	-0%	+0%	-7%	-1%	+0%	+0%	+8%	+0%
maj 17	+4%	-0%	+1%	+0%	+8%	+0%	+2%	+0%	-2%	+0%	-6%	-1%	-2%	+0%	+18%	+0%
cze 17	+5%	+5%	+3%	+0%	+11%	+0%	+7%	+40%	-1%	+1%	-6%	+2%	+2%	+3%	+8%	+0%
lip 17	+5%	+6%	+3%	+0%	+14%	+0%	+7%	+43%	-1%	+1%	-7%	+1%	+8%	+3%	+4%	+0%
sie 17	+10%	+7%	+4%	+2%	+15%	+5%	+13%	+45%	+0%	-4%	+47%	+3%	+8%	-3%	+9%	-11%
wrz 17	+12%	+7%	+5%	+2%	+18%	+9%	+14%	+36%	+2%	-6%	+44%	+3%	+7%	+15%	+16%	-10%
paź 17	+11%	+5%	+5%	+2%	+17%	+9%	+18%	+36%	+3%	-6%	+36%	+3%	+20%	+15%	+17%	-10%
lis 17	+11%	+1%	+5%	-0%	+17%	+6%	+18%	+32%	+6%	-14%	+31%	+3%	+25%	+15%	+19%	-33%
gru 17	+10%	+2%	+6%	-0%	+16%	+6%	+14%	+32%	+4%	-2%	+30%	+10%	+24%	+6%	+12%	-25%
sty 18	+10%	+13%	+6%	-2%	+15%	+7%	+14%	+25%	+6%	-10%	+29%	+67%	+24%	-6%	+21%	+88%
lut 18	+12%	+11%	+5%	-2%	+15%	+9%	+14%	+19%	+5%	-14%	+31%	+67%	+24%	-6%	+31%	+88%
mar 18	+11%	+8%	+6%	-2%	+16%	+8%	+13%	+24%	+4%	-23%	+30%	+71%	+25%	-6%	+27%	+51%

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; od sty'18 „Surowce mDM” uwzględniają JSW, a „TMT mDM” Play

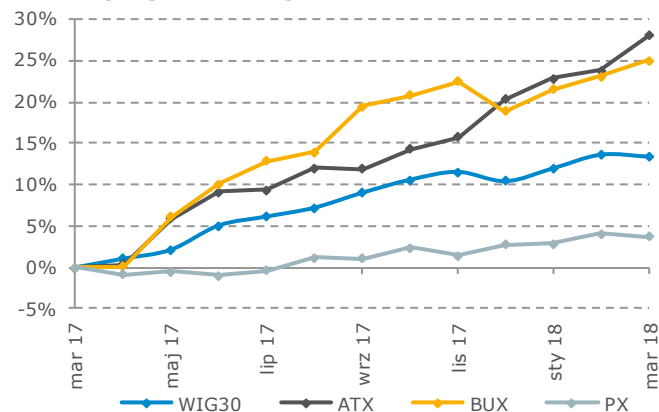
P/E 12M fwd dla MSCI Polska i Emerging Markets oraz premia/dyskonto wskaźnika dla Polski wobec krajów EM



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

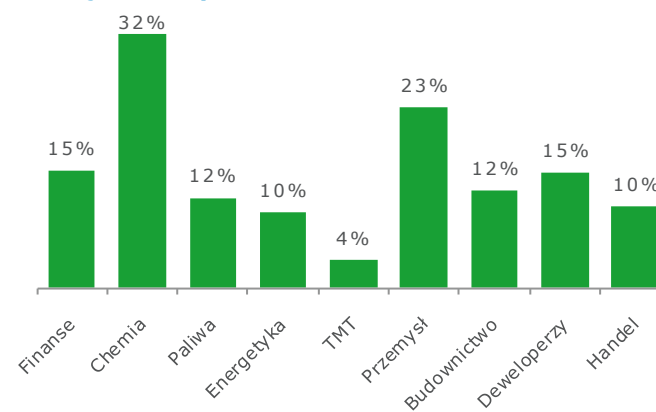


Zmiana prognozowanego EPS 12M fwd



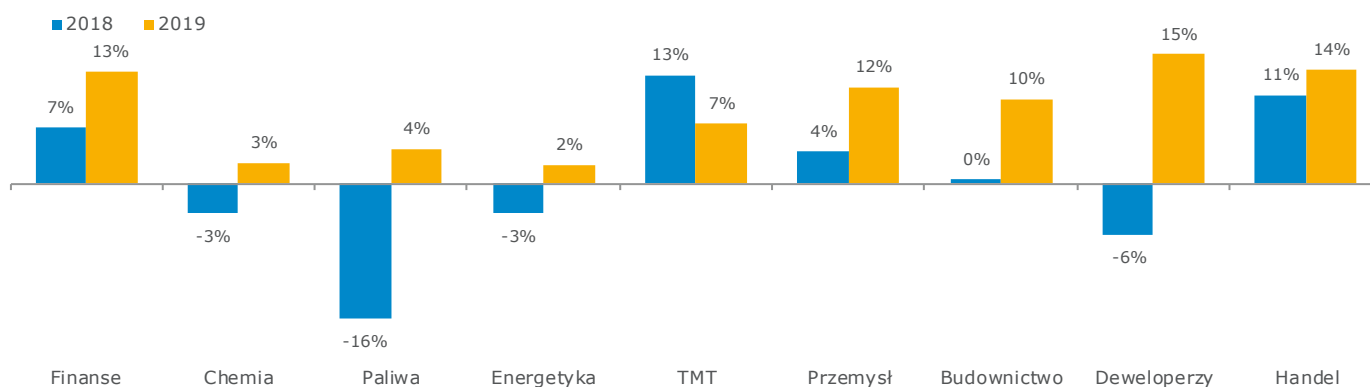
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

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 2018-19



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
			▲	►	▼			2018	2019	2020	2018	2019	2020	
Finanse														
Alior Bank	kupuj	109,00	14	3	1	94,92	+14,8%	+20%	+13%	-				16
BZ WBK	kupuj	430,00	4	12	2	421,66	+2,0%	+2%	+7%	+9%				15
Getin Noble Bank	trzymaj	1,50	1	4	4	1,45	+3,2%	-	-33%	-				8
Handlowy	kupuj	94,00	2	8	1	84,57	+11,2%	-0%	+5%	-				12
ING BSK	akumuluj	212,00	4	5	5	207,32	+2,3%	-3%	-4%	-3%				13
Millennium	redukuj	7,00	3	3	8	8,47	-17,3%	-5%	-11%	-				9
Pekao	kupuj	157,00	13	11	1	148,43	+5,8%	-5%	-2%	-				17
PKO BP	trzymaj	38,00	2	13	8	40,11	-5,3%	-5%	+0%	-				16
Komercni Banka	kupuj	1 111,0	13	5	2	1 051,4	+5,7%	+11%	+25%	-				17
Erste Bank	trzymaj	40,00	13	13	2	42,60	-6,1%	+0%	-1%	-				17
OTP Bank	akumuluj	12 090	12	2	3	11 936	+1,3%	-2%	-1%	-				13
PZU	kupuj	50,58	8	3	1	49,22	+2,8%	-2%	-7%	-				9
GetBack	kupuj	33,38	1	1	1	7,60	+339,2%	+23%	+21%	+54%				2
Kruk	kupuj	300,94	4	2	3	261,82	+14,9%	+0%	+5%	+3%				3
Prime Car Management	kupuj	33,00	1	1	0	34,15	-3,4%	-14%	-10%	-5%				6
Chemia														
Ciech	kupuj	85,40	5	4	1	66,72	+28,0%	+29%	+38%	+39%	+19%	+19%	+21%	8
Grupa Azoty	trzymaj	67,13	5	2	5	65,69	+2,2%	-13%	-18%	-15%	-4%	-3%	-0%	6
Paliwa														
Lotos	trzymaj	51,73	5	6	2	65,20	-20,7%	-36%	-32%	-44%	-14%	-15%	-15%	7
MOL	trzymaj	2 898,0	7	4	0	3 375,9	-14,2%	-26%	-33%	-29%	-11%	-11%	-7%	9
PGNiG	kupuj	7,96	4	5	1	6,67	+19,4%	+18%	+15%	+10%	+12%	+11%	+13%	5
PKN Orlen	redukuj	76,89	2	7	10	98,44	-21,9%	-37%	-39%	-30%	-24%	-24%	-16%	14
Energetyka														
CEZ	redukuj	449,51	7	6	7	522,45	-14,0%	+1%	+14%	+1%	-2%	+1%	-2%	11
Enea	kupuj	11,78	4	5	1	13,40	-12,1%	+7%	-8%	-17%	+7%	+2%	+0%	4
Energia	kupuj	14,91	5	4	1	13,04	+14,3%	+6%	+3%	-3%	+3%	+2%	-0%	5
PGE	kupuj	12,89	6	4	3	12,98	-0,7%	+5%	-6%	-4%	+4%	+1%	-2%	6
Tauron	trzymaj	2,73	2	6	4	3,09	-11,6%	+13%	-1%	-9%	+3%	+0%	-1%	7
TMT														
Netia	sprzedaj	4,30	1	4	3	4,67	-8,0%	-9%	-27%	-44%	-2%	-2%	-6%	3
Orange Polska	kupuj	7,60	5	9	4	6,23	+22,0%	+153%	+115%	+57%	+2%	+5%	-	11
Play	trzymaj	33,50	9	3	2	39,30	-14,8%	+5%	-4%	-6%	-2%	-8%	-2%	8
Agora	kupuj	18,40	4	2	0	15,85	+16,1%	+45%	+35%	+36%	+3%	+1%	+0%	4
Cyfrowy Polsat	trzymaj	25,30	9	6	0	27,88	-9,2%	+0%	+5%	+5%	+5%	+3%	-1%	8
Wirtualna Polska	akumuluj	56,40	6	1	0	55,70	+1,3%	+0%	+0%	-0%	-1%	+1%	-0%	3
Asseco Poland	redukuj	41,20	2	6	1	51,68	-20,3%	-9%	-9%	-8%	-0%	+3%	+3%	3
Asseco BS	równoważ	-	2	2	0	30,20	-	+2%	+1%	-0%	+0%	+1%	-0%	2
Asseco SEE	przeważaj	-	3	0	0	17,30	-	+1%	+1%	+3%	-1%	-0%	+2%	3
Wasko	przeważaj	-	2	0	0	-	-	-0%	+0%	-0%	+0%	+0%	+0%	1
CD Projekt	sprzedaj	90,80	5	2	2	120,90	-24,9%	+25%	-19%	+7%	+23%	-17%	-4%	5
Comarch	kupuj	166,50	3	3	0	170,48	-2,3%	-10%	-1%	-2%	-4%	+2%	+1%	2
Przemysł														
Alumetal	równoważ	-	2	3	0	60,70	-	-8%	-14%	-	-5%	-12%	-	4
Amica	przeważaj	-	2	1	1	-	-	+25%	+16%	-	+8%	+11%	-	4
Apator	równoważ	-	1	2	1	23,10	-	+11%	+9%	-	+5%	+4%	-	2
Elemental	równoważ	-	1	1	0	-	-	+22%	+25%	-	+6%	+9%	-	2
Famur	kupuj	7,06	2	0	1	7,49	-5,7%	+15%	-2%	-6%	+1%	-6%	-9%	2
Forte	równoważ	-	3	4	1	53,82	-	-6%	-23%	-	-0%	-15%	-	6
Kemel	trzymaj	53,46	6	3	0	65,66	-18,6%	-22%	+16%	+19%	-9%	+6%	+8%	7
Grupa Kęty	trzymaj	357,21	5	4	1	401,94	-11,1%	+11%	+5%	-1%	+4%	-1%	-6%	7
Pfleiderer Group	przeważaj	-	7	1	1	45,93	-	+5%	+6%	-	-2%	-3%	-	5
JSW	kupuj	108,14	3	5	4	104,18	+3,8%	+16%	+39%	-3%	+8%	+20%	-2%	6
KGHM	kupuj	115,43	3	9	6	106,29	+8,6%	-18%	+6%	+3%	-18%	-3%	-7%	12
Budownictwo														
Budimex	akumuluj	234,00	1	2	5	204,58	+14,4%	+0%	+15%	+21%	+2%	+13%	+20%	4
Elektrobudowa	kupuj	116,00	3	2	1	102,64	+13,0%	-2%	-7%	-8%	+1%	-8%	-9%	5
Erbud	kupuj	29,60	4	1	0	29,85	-0,8%	+7%	+7%	+6%	+6%	+6%	+7%	2
Unibep	kupuj	10,10	3	2	0	12,58	-19,7%	-9%	-4%	-3%	-7%	+2%	+1%	2
Torpol	równoważ	-	2	1	1	16,04	-	-17%	-32%	-0%	-6%	-18%	-0%	3
Trakcja	równoważ	-	3	4	1	7,61	-	-33%	-6%	+8%	-13%	-0%	+4%	3
Deweloperzy														
Atal	akumuluj	47,00	3	1	0	45,07	+4,3%	+4%	-1%	-2%	+2%	-2%	+2%	3
Capital Park	kupuj	8,35	3	0	0	7,66	+9,0%	-20%	-19%	-23%	-1%	-1%	-13%	1
Dom Development	kupuj	103,10	6	2	1	90,63	+13,8%	+4%	+5%	+6%	+5%	+4%	+5%	6
Echo	kupuj	6,13	4	3	0	5,83	+5,1%	+32%	+5%	-13%	+80%	+33%	+1%	4
GTC	trzymaj	9,60	8	2	1	10,70	-10,3%	+4%	+4%	+30%	+6%	+7%	+17%	4
LC Corp	kupuj	3,50	3	1	0	3,52	-0,6%	-1%	+2%	-4%	-9%	-1%	-3%	2
Polnord	równoważ	-	1	2	0	9,50	-	+17%	-11%	+25%	-3%	-18%	-12%	5
Ronson	równoważ	-	1	2	2	1,50	-	+12%	+4%	-0%	+10%	+3%	-0%	4
Handel														
AmRest	redukuj	426,00	7	4	0	462,74	-7,9%	-23%	-30%	-29%	-8%	-7%	-5%	7
CCC	kupuj	295,00	10	5	3	278,36	+6,0%	-27%	-1%	+5%	-15%	-0%	+5%	14
Dino	kupuj	103,50	8	5	2	88,78	+16,6%	+10%	+15%	+18%	+7%	+9%	+9%	12
Eurocash	kupuj	30,70	11	9	2	29,81	+3,0%	-19%	-15%	-6%	-5%	-5%	-7%	17
Jeronimo Martins	akumuluj	16,40	10	13	6	16,47	-0,4%	+5%	+1%	-6%	+4%	+4%	+2%	18
LPP	akumuluj	9 500,0	1	6	12	7 880,2	+20,6%	+13%	+16%	+1%	+7%	+8%	+3%	14
Bytom	przeważaj	-	2	2	0	2,96	-	+8%	+8%	-	+11%	+9%	-	4
Gino Rossi	równoważ	-	1	1	1	3,00	-	-62%	-45%	-	-19%	-16%	-	5
Monnari	przeważaj	-	5	0	0	10,80	-	+11%	+13%	-	+7%	+8%	-	4
Vistula	równoważ	-	2	2	0	5,19	-	+5%	+3%	-	+5%	+4%	-	5

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

Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Potencjał zmiany	P/E		EV/EBITDA	
							2018	2019	2018	2019
Finanse						+15,0%	12,6	11,1		
Alior Bank	kupuj	2018-02-01	85,50	109,00	71,25	+53,0%	9,7	8,1		
BZ WBK	kupuj	2018-03-05	357,80	430,00	352,40	+22,0%	13,9	11,4		
Getin Noble Bank	trzymaj	2018-03-05	1,45	1,50	1,34	+11,9%	-	8,2		
Handlowy	kupuj	2018-04-06	77,50	94,00	77,50	+21,3%	16,0	13,2		
ING BSK	akumuluj	2018-03-05	198,00	212,00	198,40	+6,9%	16,4	14,5		
Millennium	redukuj	2018-04-06	8,35	7,00	8,35	-16,2%	14,0	12,8		
Pekao	kupuj	2018-02-01	135,90	157,00	123,00	+27,6%	14,8	12,2		
PKO BP	trzymaj	2018-04-06	39,74	38,00	39,74	-4,4%	15,0	12,5		
Komercni Banka	kupuj	2017-12-01	899,00	1 111 CZK	955,00	+16,3%	12,2	10,4		
Erste Bank	trzymaj	2018-02-02	40,64	40,00 EUR	41,23	-3,0%	12,6	11,7		
OTP Bank	akumuluj	2018-02-02	11 560	12 090 HUF	11 590	+4,3%	11,7	10,8		
PZU	kupuj	2018-03-05	41,55	50,58	41,81	+21,0%	10,7	10,5		
GetBack	kupuj	2017-11-30	23,00	33,38	6,30	+429,8%	1,7	1,5		
Kruk	kupuj	2018-02-02	222,20	300,94	258,20	+16,6%	13,7	11,7		
Prime Car Management	kupuj	2018-04-06	23,60	33,00	23,60	+39,8%	7,8	6,8		
Skarbiec Holding	kupuj	2018-02-02	30,60	56,30	30,00	+87,7%	7,2	6,0		
Chemia						+32,5%	7,6	7,9	5,9	5,7
Ciech	kupuj	2018-04-06	57,00	85,40	57,00	+49,8%	7,6	7,9	4,6	4,8
Grupa Azoty	trzymaj	2018-03-05	56,55	67,13	56,20	+19,4%	13,3	13,3	5,9	5,7
Polwax	kupuj	2018-02-02	11,05	18,80	10,60	+77,4%	5,6	5,0	6,3	6,8
Paliwa						+11,4%	12,0	11,1	5,5	5,1
Lotos	trzymaj	2018-04-06	54,60	51,73	54,60	-5,3%	14,7	11,0	6,2	5,4
MOL	trzymaj	2018-04-06	2 864	2 898 HUF	2 864	+1,2%	10,9	11,1	4,8	4,8
PGNiG	kupuj	2018-04-06	5,71	7,96	5,71	+39,4%	7,8	7,4	3,8	3,5
PKN Orlen	redukuj	2018-04-06	89,52	76,89	89,52	-14,1%	13,0	13,7	7,1	7,2
Energetyka						+9,3%	5,0	5,1	3,8	3,9
CEZ	redukuj	2018-04-06	519,50	449,51 CZK	519,50	-13,5%	19,4	18,4	8,1	7,7
Enea	kupuj	2018-04-06	9,10	11,78	9,10	+29,5%	4,1	4,3	3,8	3,9
Energa	kupuj	2018-04-06	9,96	14,91	9,96	+49,7%	5,0	5,1	3,6	3,5
PGE	kupuj	2018-04-06	9,81	12,89	9,81	+31,4%	6,2	7,1	3,7	3,8
Tauron	trzymaj	2018-04-06	2,38	2,73	2,38	+14,7%	3,6	4,0	4,4	4,7
Telekomunikacja, media, IT						+3,6%	20,6	16,2	6,9	6,5
Netia	sprzedaj	2018-04-06	5,27	4,30	5,27	-18,4%	48,0	57,9	6,1	6,4
Orange Polska	kupuj	2018-04-06	5,83	7,60	5,83	+30,4%	25,5	14,0	4,7	4,3
Play	trzymaj	2018-04-06	32,70	33,50	32,70	+2,4%	9,0	8,7	6,3	6,5
Agora	kupuj	2018-04-06	14,50	18,40	14,50	+26,9%	27,5	29,9	5,0	5,2
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2018-04-06	24,84	25,30	24,84	+1,9%	12,7	10,8	6,9	6,3
Wirtualna Polska	akumuluj	2018-04-06	52,20	56,40	52,20	+8,0%	20,6	16,7	10,7	9,1
Asseco Poland	redukuj	2018-03-27	45,20	41,20	45,56	-9,6%	15,5	16,2	8,8	8,3
CD Projekt	sprzedaj	2018-04-06	114,90	90,80	114,90	-21,0%	55,3	16,6	43,7	12,5
Comarch	kupuj	2018-04-06	131,50	166,50	131,50	+26,6%	18,9	13,9	7,5	6,5
Przemysł, surowce						+23,1%	11,6	7,2	7,5	5,3
Famur	kupuj	2018-04-06	6,04	7,06	6,04	+16,9%	17,3	13,5	8,3	7,2
Grupa Kęty	trzymaj	2018-04-06	346,00	357,21	346,00	+3,2%	11,8	12,1	8,5	8,5
JSW	kupuj	2018-04-06	86,78	108,14	86,78	+24,6%	4,7	6,3	2,5	2,9
Kemel	trzymaj	2018-03-05	48,80	53,46	50,40	+6,1%	11,5	6,0	7,5	5,0
KGHM	kupuj	2018-04-04	88,00	115,43	90,24	+27,9%	7,5	5,6	4,4	3,3
Stelmet	kupuj	2018-03-05	17,15	27,72	16,60	+67,0%	11,7	8,0	7,6	5,6
Budownictwo						+12,4%	9,9	10,9	5,0	4,7
Budimex	akumuluj	2018-04-06	215,00	234,00	215,00	+8,8%	13,3	13,9	6,4	6,7
Elektrobudowa	kupuj	2018-04-06	96,40	116,00	96,40	+20,3%	11,0	13,0	4,5	5,1
Erbud	kupuj	2018-04-06	21,60	29,60	21,60	+37,0%	8,9	8,8	4,5	4,4
Unibep	kupuj	2018-04-06	7,50	10,10	7,50	+34,7%	8,6	7,4	5,6	4,4
Deweloperzy						+14,7%	8,8	9,1	8,2	8,0
Atal	akumuluj	2018-04-06	43,40	47,00	43,40	+8,3%	8,7	9,0	7,4	7,9
Capital Park	kupuj	2018-04-06	5,95	8,35	5,95	+40,3%	11,8	9,9	18,2	17,4
Dom Development	kupuj	2018-03-20	85,80	103,10	85,40	+20,7%	8,9	9,1	7,2	7,5
Echo	kupuj	2018-04-06	5,23	6,13	5,23	+17,2%	7,1	6,6	7,9	8,2
GTC	trzymaj	2018-04-06	9,39	9,60	9,39	+2,2%	11,6	10,0	15,5	14,6
LC Corp	kupuj	2018-04-06	2,70	3,50	2,70	+29,6%	6,5	5,8	8,4	7,6
Handel						+10,5%	25,6	19,9	14,1	12,0
AmRest	redukuj	2018-04-06	449,50	426,00	449,50	-5,2%	47,4	37,2	15,5	12,4
CCC	kupuj	2018-04-06	257,40	295,00	257,40	+14,6%	33,6	19,9	19,0	13,2
Dino	kupuj	2018-04-04	85,10	103,50	86,90	+19,1%	26,7	20,0	16,7	12,9
Eurocash	kupuj	2018-04-06	24,41	30,70	24,41	+25,8%	25,6	19,8	8,3	7,1
Jeronimo Martins	akumuluj	2018-04-06	14,90	16,40 EUR	14,90	+10,1%	20,1	18,8	8,9	8,0
LPP	akumuluj	2018-04-06	8 900	9 500	8 900	+6,7%	25,5	21,7	14,1	12,0
TXM	kupuj	2018-02-02	2,36	5,41	2,36	+129,2%	13,2	4,9	6,8	3,6
Inne						-0,2%	11,3	10,2	7,5	6,9
PBKM	trzymaj	2018-04-06	77,00	76,83	77,00	-0,2%	11,3	10,2	7,5	6,9

Aktualne pozycjonowania Domu Maklerskiego mBanku

Spółka	Pozycjonowanie	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena bieżąca	Zmiana ceny od wydania	P/E		EV/EBITDA	
						2018	2019	2018	2019
Spółki IT						15,3	11,4	6,2	5,4
Ailleron	równoważ	2018-03-28	16,20	15,70	-3,1%	18,7	16,2	8,5	7,0
Asseco BS	równoważ	2018-03-28	28,00	27,90	-0,4%	16,2	14,7	10,8	9,9
Asseco SEE	przeważaj	2018-03-28	12,95	12,95	+0,0%	11,3	10,8	5,2	4,8
Atende	przeważaj	2018-03-28	4,25	4,23	-0,5%	8,9	8,1	5,7	5,4
Wasko	przeważaj	2018-03-28	2,25	2,15	-4,4%	15,3	11,4	6,2	5,4
Spółki przemysłowe						11,5	10,8	6,5	6,1
Alumetal	równoważ	2017-07-31	46,99	53,90	+14,7%	11,6	12,0	8,7	8,7
Amica	przeważaj	2018-01-05	130,00	130,00	+0,0%	7,0	7,8	5,7	5,3
Apator	równoważ	2018-02-28	24,00	22,20	-7,5%	11,5	11,1	7,0	6,7
Boryszew	równoważ	2017-11-30	9,85	9,00	-8,6%	11,5	10,5	7,5	7,0
Elemental	równoważ	2017-08-31	2,55	1,88	-26,3%	5,8	5,0	5,0	4,3
Ergis	równoważ	2018-01-29	4,77	4,22	-11,5%	7,9	7,0	5,5	5,0
Forte	równoważ	2018-02-02	43,00	53,00	+23,3%	13,9	12,8	10,8	10,3
Kruszwica	równoważ	2017-03-29	63,50	73,80	+16,2%	23,1	22,5	12,9	12,5
Mangata	niedoważaj	2018-03-29	95,60	92,20	-3,6%	12,5	11,9	7,2	6,9
Pfleiderer Group	przeważaj	2017-11-08	36,65	37,45	+2,2%	17,2	16,0	5,8	5,4
Pozbud	przeważaj	2017-11-13	2,98	3,57	+19,8%	6,4	3,7	5,4	2,3
Tarczyński	równoważ	2018-01-29	13,05	13,80	+5,7%	10,0	9,6	6,0	5,6
Budownictwo						12,4	9,9	5,1	4,7
Elektrotim	przeważaj	2017-11-16	7,61	8,46	+11,2%	9,7	11,6	4,8	5,3
Herkules	równoważ	2018-01-25	3,67	3,20	-12,8%	10,7	7,5	5,5	4,5
Torpol	równoważ	2018-03-29	7,50	7,52	+0,3%	12,1	8,6	4,8	4,3
Trakcja	równoważ	2018-03-29	6,75	6,70	-0,7%	23,0	11,1	7,2	5,4
Ulma	równoważ	2018-03-29	66,50	75,50	+13,5%	13,6	11,3	4,0	3,6
ZUE	równoważ	2018-03-29	6,12	6,00	-2,0%	12,8	8,1	5,7	4,9
Deweloperzy						7,6	7,0	8,9	6,0
Archicom	przeważaj	2018-01-25	15,75	15,60	-1,0%	7,3	5,4	7,1	5,6
BBI Development	równoważ	2018-02-02	0,70	0,69	-1,4%	16,4	7,6	13,5	5,9
i2 Development	przeważaj	2018-01-12	14,90	17,95	+20,5%	4,9	5,2	5,7	6,2
JWC	niedoważaj	2018-03-29	4,16	4,29	+3,1%	7,7	5,6	7,0	5,2
Lokum Deweloper	przeważaj	2018-03-29	17,80	17,50	-1,7%	5,8	6,6	4,4	5,0
PA Nova	równoważ	2018-03-29	23,30	23,00	-1,3%	7,5	8,7	10,8	12,1
Polnord	równoważ	2018-02-02	10,50	8,50	-19,0%	14,0	11,3	32,9	22,8
Ronson	równoważ	2018-04-03	1,32	1,31	-0,8%	9,4	7,5	10,7	9,3
Handel						14,0	12,5	8,2	7,2
Bytom	przeważaj	2017-11-28	2,50	2,95	+18,0%	13,4	12,2	8,3	7,4
Gino Rossi	równoważ	2017-11-28	1,29	1,05	-18,6%	27,9	14,6	8,0	7,1
Monnari	przeważaj	2017-11-28	8,21	8,54	+4,0%	10,8	9,8	5,7	4,4
Vistula	równoważ	2018-02-02	5,16	4,99	-3,3%	14,7	12,8	9,5	8,2

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Ailleron	równoważ	równoważ	- -	2018-03-28
Asseco BS	równoważ	równoważ	- -	2018-03-28
Asseco Poland	redukuj	redukuj	41,20 PLN	2018-03-27
Asseco SEE	przeważaj	przeważaj	- -	2018-03-28
Atende	przeważaj	przeważaj	- -	2018-03-28
BZ WBK	kupuj	trzymaj	430,00 PLN	2018-03-05
CCC	kupuj	trzymaj	286,00 PLN	2018-03-05
CEZ	trzymaj	trzymaj	506,40 CZK	2018-03-05
Ciech	kupuj	kupuj	85,87 PLN	2018-03-05
Comarch	trzymaj	trzymaj	166,50 PLN	2018-03-05
Cyfrowy Polsat	akumuluj	trzymaj	24,90 PLN	2018-03-05
Dino	kupuj	kupuj	103,50 PLN	2018-04-04
Dom Development	kupuj	kupuj	103,10 PLN	2018-03-20
Enea	kupuj	akumuluj	12,11 PLN	2018-03-05
Energa	kupuj	kupuj	14,71 PLN	2018-03-05
Erbud	kupuj	kupuj	29,40 PLN	2018-03-05
Eurocash	kupuj	kupuj	31,10 PLN	2018-03-05
Famur	kupuj	kupuj	7,28 PLN	2018-03-05
Getin Noble Bank	trzymaj	sprzedaj	1,50 PLN	2018-03-05
Grupa Azoty	trzymaj	trzymaj	67,13 PLN	2018-03-05
Grupa Kęty	trzymaj	trzymaj	379,66 PLN	2018-03-05
GTC	akumuluj	trzymaj	9,70 PLN	2018-03-05
ING BSK	akumuluj	trzymaj	212,00 PLN	2018-03-05
Jeronimo Martins	akumuluj	trzymaj	16,90 EUR	2018-03-05
JSW	kupuj	kupuj	120,71 PLN	2018-03-05
JWC	niedoważaj	równoważ	- -	2018-03-29
Kernel	trzymaj	trzymaj	53,46 PLN	2018-03-05
KGHM	kupuj	akumuluj	115,43 PLN	2018-04-04
Lokum Deweloper	przeważaj	przeważaj	- -	2018-03-29
Lotos	redukuj	redukuj	51,08 PLN	2018-03-05
LPP	akumuluj	trzymaj	9500,00 PLN	2018-03-05
Mangata	niedoważaj	równoważ	- -	2018-03-29
MOL	trzymaj	trzymaj	3027,00 HUF	2018-03-05
PA Nova	równoważ	równoważ	- -	2018-03-29
PGE	kupuj	akumuluj	12,61 PLN	2018-03-05
PGNiG	kupuj	kupuj	7,51 PLN	2018-03-05
PKN Orlen	sprzedaj	sprzedaj	80,55 PLN	2018-03-05
PKO BP	redukuj	sprzedaj	38,00 PLN	2018-03-05
PZU	kupuj	akumuluj	50,58 PLN	2018-03-05
Ronson	równoważ	niedoważaj	- -	2018-04-03
Stelmet	kupuj	kupuj	27,72 PLN	2018-03-05
Tauron	trzymaj	trzymaj	2,98 PLN	2018-03-05
Torpol	równoważ	równoważ	- -	2018-03-29
Trakcja	równoważ	równoważ	- -	2018-03-29
Ulma	równoważ	równoważ	- -	2018-03-29
Wasko	przeważaj	przeważaj	- -	2018-03-28
ZUE	równoważ	równoważ	- -	2018-03-29

Zmiany rekomendacji w przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Agora	kupuj	kupuj	18,40 PLN	2018-04-06
AmRest	redukuj	trzymaj	426,00 PLN	2018-04-06
Atal	akumuluj	akumuluj	47,00 PLN	2018-04-06
Budimex	akumuluj	kupuj	234,00 PLN	2018-04-06
Capital Park	kupuj	kupuj	8,35 PLN	2018-04-06
CCC	kupuj	kupuj	295,00 PLN	2018-04-06
CD Projekt	sprzedaj	sprzedaj	90,80 PLN	2018-04-06
CEZ	redukuj	trzymaj	449,51 CZK	2018-04-06
Ciech	kupuj	kupuj	85,40 PLN	2018-04-06
Comarch	kupuj	trzymaj	166,50 PLN	2018-04-06
Cyfrowy Polsat	trzymaj	akumuluj	25,30 PLN	2018-04-06
Echo	kupuj	kupuj	6,13 PLN	2018-04-06
Elektrobudowa	kupuj	kupuj	116,00 PLN	2018-04-06
Enea	kupuj	kupuj	11,78 PLN	2018-04-06
Energa	kupuj	kupuj	14,91 PLN	2018-04-06
Erbud	kupuj	kupuj	29,60 PLN	2018-04-06
Eurocash	kupuj	kupuj	30,70 PLN	2018-04-06
Famur	kupuj	kupuj	7,06 PLN	2018-04-06
Grupa Kęty	trzymaj	trzymaj	357,21 PLN	2018-04-06
GTC	trzymaj	akumuluj	9,60 PLN	2018-04-06
Handlowy	kupuj	akumuluj	94,00 PLN	2018-04-06
Jeronimo Martins	akumuluj	akumuluj	16,40 EUR	2018-04-06
JSW	kupuj	kupuj	108,14 PLN	2018-04-06
LC Corp	kupuj	kupuj	3,50 PLN	2018-04-06
Lotos	trzymaj	redukuj	51,73 PLN	2018-04-06
LPP	akumuluj	akumuluj	9500,00 PLN	2018-04-06
Millennium	redukuj	sprzedaj	7,00 PLN	2018-04-06
MOL	trzymaj	trzymaj	2898,00 HUF	2018-04-06
Netia	sprzedaj	redukuj	4,30 PLN	2018-04-06
Orange Polska	kupuj	kupuj	7,60 PLN	2018-04-06
PBKM	trzymaj	trzymaj	76,83 PLN	2018-04-06
PGE	kupuj	kupuj	12,89 PLN	2018-04-06
PGNiG	kupuj	kupuj	7,96 PLN	2018-04-06
PKN Orlen	redukuj	sprzedaj	76,89 PLN	2018-04-06
PKO BP	trzymaj	redukuj	38,00 PLN	2018-04-06
Play	trzymaj	trzymaj	33,50 PLN	2018-04-06
Prime Car Management	kupuj	kupuj	33,00 PLN	2018-04-06
Tauron	trzymaj	trzymaj	2,73 PLN	2018-04-06
Unibep	kupuj	kupuj	10,10 PLN	2018-04-06
Wirtualna Polska	akumuluj	akumuluj	56,40 PLN	2018-04-06

Statystyki rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Domem Maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	2	2,1%	2	4,1%
redukuj	5	5,2%	2	4,1%
niedoważaj	2	2,1%	0	0,0%
trzymaj	13	13,5%	7	14,3%
równoważ	21	21,9%	8	16,3%
akumuluj	7	7,3%	3	6,1%
kupuj	34	35,4%	26	53,1%
przeważaj	12	12,5%	1	2,0%

Kalendarium wydarzeń

Data		Wydarzenie
6 kwi	Archicom	Publikacja wyników za 2017 rok
6 kwi	Forte	Prezentacja nowego zakładu w Suwałkach
6 kwi	Pozbud	Publikacja wyników za 2017 rok
6 kwi 10:00	BSC Drukarnia	Konferencja wynikowa za 2017 (Hotel Sheraton, Warszawa)
6 kwi 12:00	Rafako	Konferencja wynikowa za 2017 (Hotel Polonia, Warszawa)
6 kwi	Fabryka Konstrukcji	Spotkania z Zarządem (Inner Value, ul. Wilcza 46, Warszawa) - wymagana rejestracja
9 kwi 10:00	i2 Development	Konferencja wynikowa za 2017 (Hotel Sheraton, Warszawa)
9 kwi 10:00	Lentex	Spotkanie z Zarządem (Radisson Blu, ul. Grzybowska 24, Warszawa)
10 kwi		Industrial Event (konferencja z udziałem przedstawicieli spółek: AC, Cognor, Ergis, JSW, Bilfinger, Dürr, Nordex, Senvion, thyssenkrupp, Vossloh; Sofitel Victoria, Warszawa) - wymagana rejestracja
10 kwi 12:00	Arctic Paper	Konferencja za 2017 rok (Hotel Radisson Blu, ul. Grzybowska 24, Warszawa)
10 kwi 09:30	Alumetal	Konferencja za 2017 rok (Centrum Konferencyjnym Zielna 37, 6 piętro, Warszawa)
11 kwi	Pfleiderer Group	Publikacja wyników za 2017 rok
11 kwi 10:30	Pfleiderer Group	Konferencja za 4Q'17 (GPW, ul. Książęca 4, Warszawa)
11 kwi	Pfleiderer Group	Spotkania z Zarządem (mBank, ul. Senatorska 18, Warszawa) - wymagana rejestracja
16 kwi	Gino Rossi	Publikacja wyników za 2017 rok
17 kwi	Mangata	Publikacja wyników za 2017 rok
18 kwi	BBI Development	Publikacja wyników za 2017 rok
18 kwi	Kernel	Publikacja danych wolumenowych za 1Q'18
19 kwi	Grupa Kęty	Publikacja wyników za 1Q'18
19 kwi	TXM	Publikacja wyników za 2017 rok
20 kwi	Stelmet	Site Visit w zakładzie w Grudziądzu - wymagana rejestracja
24 kwi	Impexmetal	Publikacja wyników za 2017 rok
24 kwi	BZ WBK	Publikacja wyników za 1Q'18
24 kwi	Emperia	Publikacja wyników za 2017 rok
24 kwi	Millennium	Publikacja wyników za 1Q'18
24 kwi	Monnari	Publikacja wyników za 2017 rok
24 kwi	Redan	Publikacja wyników za 2017 rok
25 kwi	Wojas	Publikacja wyników za 2017 rok
26 kwi	Boryszew	Publikacja wyników za 2017 rok
26 kwi	Dom Dev.	Publikacja wyników za 1Q'18
26 kwi	Elektrotim	Publikacja wyników za 2017 rok
26 kwi	Getin Noble	Publikacja wyników za 2017 rok
26 kwi	Jeronimo Martins	Publikacja wyników 1Q'18
26 kwi	Kruk	Publikacja wyników za 1Q'18
27 kwi	Elemental	Publikacja wyników za 2017 rok
27 kwi	Famur	Publikacja wyników za 2017 rok
27 kwi	GPW	Publikacja wyników za 1Q'18
27 kwi	Herkules	Publikacja wyników za 2017 rok
27 kwi	Polnord	Publikacja wyników za 2017 rok
27 kwi	Tarczyński	Publikacja wyników za 2017 rok
30 kwi	Bytom	Publikacja wyników za 2017 rok
30 kwi	Cognor	Publikacja wyników za 1Q'18

Makroekonomia

Produkcja przemysłowa

Produkcja przemysłowa wzrosła o 7,4% r/r, poniżej konsensusu rynkowego (8,1%) i blisko naszej prognozy (7,5%). Za spowolnienie w stosunku do stycznia odpowiada przede wszystkim mniej korzystna różnica dni roboczych (0 wobec +1 r/r miesiąc wcześniej), negatywnie wpływająca na wynik przetwórstwa przemysłowego. Spowolnienie produkcji przemysłowej byłoby głębsze, gdyby nie ostre przyspieszenie w produkcji energii (z 3,7% do 14,1% r/r – dodało to do całego agregatu 0,9 pkt. proc.), związane z gwałtownym pogorszeniem warunków pogodowych w lutym (najzimniejszy taki miesiąc od 2012 roku). Temu samemu czynnikowi należy również zawdzięczać solidne momentum produkcji przemysłowej, której wynik po odsezonowaniu, +1,3% m/m, jest z całą pewnością zawyżony przez produkcję energii (warto zauważyć, że marzec b.r. również jest relatywnie zimny). Momentum przetwórstwa najprawdopodobniej pozostało bliskie neutralnemu. Trend produkcji przemysłowej minął już maksimum. W marcu kombinacja wysokiej bazy i niekorzystnego efektu kalendarzowego zbije dynamikę produkcji w okolice 4% r/r, ale w kolejnych miesiącach produkcja przemysłowa będzie notować bardzo dobre wyniki. Można o tym wnioskować zarówno w oparciu o korzystne otoczenie zewnętrzne polskiej gospodarki, jak i ożywienie inwestycji oraz bardzo optymistyczne wyniki badań koniunktury w przemyśle.

Produkcja budowlano-montażowa wzrosła o 31,4% w ujęciu rocznym, bardzo blisko naszej prognozy i mocniej niż zakładał konsensus rynkowy. Po wyeliminowaniu czynników sezonowych, wskaźnik spadł względem znakomitego stycznia o 1%. Za to spowolnienie odpowiadają głównie efekt dni roboczych oraz kwestie pogodowe (najzimniejszy luty od 2012 r.). Skala spadku nie jest duża, w poprzednich latach korekta po odczytach wspieranych dobrymi warunkami pogodowymi była zazwyczaj rozłożona w czasie. Ogólny obraz agregatu nie ulega zmianie, wciąż głównym motorem napędowym pozostają inwestycje publiczne (głównie kolejowe i coraz bardziej drogowe). W najbliższych miesiącach spodziewamy się wciąż wysokich odczytów, jednak jeżeli niskie temperatury w marcu utrzymają się dłużej, to trend wzrostowy będzie zaburzony mocniej i dłużej. Po dwóch miesiącach można już pokusić się o bardziej precyzyjne szacunki PKB w I kwartale – nasze wstępne wnioski sformułowane miesiąc temu zostały bowiem potwierdzone przez dane. W pierwszych trzech miesiącach roku PKB wzrósł najprawdopodobniej o 4,9% r/r, a w ujęciu kwartał do kwartału zanotowano kolejny solidny wynik, który powinien rozwiać wątpliwości formułowane w oparciu o odsezonowaną dynamikę r/r. Średnia z kwartalnych dynamik przemysłu i budownictwa jest najwyższa od 2011 r.

Rynek pracy

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw przyrosło o 3,7% r/r – zgodnie z naszą prognozą. Oznacza to przyrost o 10 tys. w ujęciu miesięcznym. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, tempo kreacji nowych miejsc pracy nieznacznie spada, co pozostaje spójne z dłuższym poszukiwaniem pracowników przez pracodawców i postępującym zacieśnieniem rynku pracy. To normalna sytuacja w tej fazie cyklu i jej naturalną konsekwencją powinien być wzrost płac. Czynnikami łagodzącymi efekty coraz większych ograniczeń w podaży pracy mogłoby być dalszy wzrost współczynników aktywności zawodowej wśród krajowej siły roboczej i/lub wzrost migracji zarobkowej. Będziemy monitorować oba aspekty na bieżąco. Coraz wyższe płace powinny sprzyjać uruchomieniu wspomnianych „mitygantów” i w średnim terminie prowadzić do zmniejszania nierównowag na rynku pracy. W krótkim okresie należy jednak postawić na pewne ograniczenie dynamiki zatrudnienia i silniejszy wzrost płac.

Przeciętne wynagrodzenie wzrosło w lutym o 6,8% r/r, nieznacznie poniżej konsensusu rynkowego (7,2% r/r) i bliżej naszej prognozy (7,0% r/r). Podejrzewamy, że za spowolnienie w stosunku do styczniowego wyniku (7,3% r/r) odpowiadało wahanie wynagrodzeń w energetyce, spowolnienie płac w budownictwie w następstwie kombinacji niekorzystnego układu kalendarza i gorszych warunków atmosferycznych oraz wolniejszy wzrost wynagrodzeń w handlu (wygłuszenie efektów dynamicznych fali podwyżek z początku 2017 roku). Niezależnie od tych frykcyj i ich przyczyn, trend dla dynamiki wynagrodzeń pozostaje jednoznacznie wzrostowy, a nierównowaga popytu i podaży na rynku pracy pozostaje najważniejszym argumentem za kontynuacją wzrostu płac. Dynamika funduszu płac pozostaje niezmiennie wysoka: w ujęciu nominalnym spadła z 11,4% do 10,8% r/r, w cenach stałych spadek był jedynie marginalny, z 9,5% do 9,4% r/r (pomogła niska inflacja w lutym). Nawet uwzględniając przeszacowanie związane ze specyfiką danych dla sektora przedsiębiorstw, baza dochodowa dla zatrudnienia rośnie w miarowym tempie i nie wykazuje oznak spowolnienia. Zapowiada to kontynuację wzrostów konsumpcji prywatnej w tempie ok. 4,5% r/r w najbliższych kwartałach.

Inflacja

Najnowszy „Raport o inflacji”, jak już wiedzieliśmy na podstawie komunikatu po ostatnim posiedzeniu RPP, maluje bardzo korzystny (z punktu widzenia polityki pieniężnej) obraz gospodarki. Wzrost PKB, zanotowawszy lokalny szczyt w IV kwartale 2017 r., będzie systematycznie spadał w kolejnych kwartałach wraz ze spowolnieniem inwestycji i na koniec horyzontu prognozy spotka się z powoli rosnącym tempem wzrostu produktu potencjalnego (tu, jak zawsze, działa magia coraz wyższego wkładu TFP). Stopa bezrobocia będzie systematycznie spadać, ale w ślad za nią spadnie również NAWRU (poziom bezrobocia nie powodujący wzrostu wynagrodzeń). W konsekwencji, luka popytowa i luka na bezrobociu ustabilizują się w horyzoncie projekcji i presja na wzrost wynagrodzeń (a tym samym na wzrost inflacji bazowej) nie będzie narastać – NBP spodziewa się wzrostu płac w GN w okolicy 7% przez najbliższe trzy lata. Inflacja bazowa zmierza do 3% na koniec 2019 i tam się ustabilizuje pod koniec horyzontu prognozy, a nakładka żywnościowo-energetyczna pozostanie na historycznie niskim poziomie (ok. 1,5 pkt. proc. wkładu do inflacji CPI). Co ciekawe, taki obraz rzeczywistości zupełnie nie przystoi do retoryki, jaka towarzyszyła prezentacji raportu. Pomimo prognozowanego przyspieszenia cen w kategoriach bazowych, analitycy NBP (a wraz z nimi również członkowie RPP) wydają się być bardzo sceptyczni co do mechanizmów stojących za i możliwości istotnego wzrostu inflacji bazowej. Bardzo dużo czasu i miejsca poświęcono bowiem: płaskiej krzywej Philipsa, niewrażliwości procesów cenowych na krajową lukę popytową, globalizacji i międzynarodowym aspektom kształtowania cen (tj. zależnościom między niską inflacją zagranicą i w kraju), słabej pozycji przetargowej pracowników, niskim oczekiwaniom inflacyjnym konsumentów, poduszce płynnościowej zapobiegającej natychmiastowemu przerzucaniu wyższych kosztów pracy na konsumentów, itp. Zapewne tylko mechanice NECMODu można zawdzięczać to, że ta litania czynników obniżających inflację relatywnie do poziomów przedkryzysowych, nie przełożyła się na całkowitą niewiarę w możliwość wzrostu inflacji w Polsce. Być może jednak to właśnie duch prognozy jest z punktu widzenia RPP ważniejszy od jej litery.

Brak wiary w inflację bazową ma swoje uzasadnienie w wieloletnich niepowodzeniach prognostycznych, które zresztą nie wyróżniają NBP spośród innych banków centralnych i

instytucji sektora publicznego i prywatnego. Biorąc to pod uwagę, nie sposób nie zakładać naturalnego ryzyka w dół dla prognozy ostro rosnącej inflacji bazowej. Z drugiej strony, można argumentować, że prognoza inflacji bazowej jest obecnie zaniżona z uwagi na przeszacowanie wzrostu produktywności pracy związane z niedoszacowaniem imigracji w danych BAEL – NBP jest świadomy istnienia tego problemu, ale żadne korekty z tego tytułu nie zostały poczynione. Wreszcie, warto zauważyć, że prognoza inflacji przy obecnej strukturze jest bardzo wrażliwa na zewnętrzne szoki – zmiana założeń co do kształtowania się cen surowców energetycznych lub cen żywności może z łatwością wypchnąć prognozowaną inflację daleko powyżej celu w horyzoncie projekcji. Jest to z punktu widzenia obecnej RPP mniejsze ryzyko, z uwagi na zmienioną funkcję reakcji i symetryczne traktowanie celu inflacyjnego. Nie sposób jednak nie zauważyć, że jej poprzedniczki rozpoczynały cykle zacieśnienia monetarnego dysponując niższymi prognozami inflacji i inflacji bazowej (przykładowo, projekcja inflacyjna z października 2010 r. zakładała inflację bazową na poziomie 2,3% na dwa lata do przodu). Projekcja „na ostrzu noża” niewątpliwie zwiększa szanse na zaskakiwanie RPP, ale póki co konsensus w łonie RPP wydaje się niezagrożony przez same tylko prognozy.

mBank Research

(Ernest 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 bez zmian naszą rekomendację kupuj dla Alior Banku oraz cenę docelową na poziomie 109,00 PLN na akcję. Ostatni słaby sentyment wynikał z ogłoszonej przez spółkę prognozy na 2018 rok, wpływu IFRS9 na kapitały oraz finalnie ze względu na rezygnację Prezesa Zarządu. Niemniej jednak uważamy, że prognoza wyników na 2018 jest zbyt konserwatywna szczególnie w obszarze kosztów i zostanie zrewidowana w górę wraz z wynikami za 1Q'18. Ponadto, nadal uważamy, że poprzednie założenia odnośnie strategii z ustalonym ROE na poziomie 14% w 2020 są ambitne, ale osiągalne. Finalna decyzja dotycząca połączenia Pekao oraz Alior Banku zostanie podjęta w 2Q'18 wspólnie przez PZU oraz PFR z czego ten ostatni był do tej pory sceptyczny. Obecnie uważamy, że realizacja strategii nawet w niższym wymiarze niż ROE na poziomie 16% jest nadal nie wyceniona przez rynek, co stwarza okazję inwestycyjną. Alior Bank notowany na 2019 P/E 8,7x oraz P/B 1,0x pozostaje jednym z najtańszych polskich banków. Dyskonto powinno się zawęzić ze względu na najwyższe ROE w polskim sektorze bankowym. Ponadto doceniamy starania Zarządu nad poprawą sytuacji kapitałowej banku, która była do tej pory piętą achillesową banku.

Cena bieżąca

71,25 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

109,00 PLN

+53,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	109,00 PLN	2018-02-01

Podstawowe dane			ALR PW	vs. WIG
Ticker	ALR PW	Zmiana 1M	-10,4%	-3,3%
ISIN	PLALIOR00045	Zmiana YTD	-10,4%	-3,3%
Liczba akcji (mln)	129,3	Średni obrót 1M	25,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	9 209,6	Średni obrót 6M	21,1 mln PLN	
		P/E 12M fwd	10,8	-23,9%
Free float	74,8%	P/E 5Y avg	14,2	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	1 946	3 601	3 157	3 500
WNDB	3 241	3 797	4 125	4 505
Koszty	-1 619	-1 930	-1 631	-1 688
Saldo rezerw	-800	-930	-1 046	-1 122
Zysk netto	618	515	948	1 130
P/E	12,4	19,1	10,4	8,7
P/BV	1,5	1,4	1,2	1,0
ROE	12,7%	7,9%	12,8%	13,0%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P
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)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	1 501	1 946	2 841	3 157	3 500
Wynik prowizyjny	332	331	453	466	490
Wynik handlowy	282	342	376	377	385
Pozostałe przychody netto	82	621	127	125	131
Wynik pozaodsetkowy	695	1 295	956	968	1 006
WNDB	2 196	3 241	3 797	4 125	4 505
Koszty operacyjne	1 138	1 619	1 930	1 631	1 688
Zysk operacyjny	1 058	1 622	1 867	2 494	2 818
Saldo rezerw	672	800	930	1 046	1 122
Udział w jednostkach zał	0	0	0	0	0
Wynik brutto	386	822	937	1 448	1 696
Podatek	77	73	221	275	322
Zyski mniejszościowych	-1	0	0	0	0
Podatek bankowy	0	131	201	225	243
Zysk netto	310	618	515	948	1 130

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Kredyty netto	30 907	46 278	51 267	55 378	59 710
Pozostałe aktywa	9 096	14 931	18 227	17 225	18 583
Aktywa razem	40 003	61 210	69 494	72 603	78 293
Depozyty	33 664	51 369	57 614	60 464	64 696
Pozostałe zobowiązania	2 825	3 638	5 117	4 139	4 241
Udziały mniejszościowe	1	1	1	1	1
Kapitały własne	3 513	6 202	6 761	8 000	9 355

Wskaźniki

(%)	2015	2016	2017	2018P	2019P
NIM	4,5%	4,1%	4,3%	4,9%	5,0%
C/I	51,8%	49,9%	50,8%	39,5%	37,5%
CoR	2,3%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%
NPL Ratio	9,3%	9,8%	10,8%	10,2%	10,3%
Tier 1	9,7%	11,3%	12,1%	12,5%	14,3%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2018-19)	0	0%
Korekta o PV	788	5%
Etap II (2020-34)	11 605	68%
Etap III (2035-54)	3 704	22%
Wartość rezydualna	938	6%
Wartość godziwa	17 036	100%
Liczba akcji (mln)	129	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	131,80	
Cena docelowa za 9M (PLN)	140,20	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	6 227	41%
Etap I (2017-19)	1 206	8%
Korekta o PV	94	1%
Etap II (2020-34)	5 798	38%
Etap III (2035-54)	1 749	12%
Wartość godziwa	15 074	100%
Liczba akcji (mln)	129	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	116,62	
Cena docelowa za 9M (PLN)	124,05	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	17 036
Zyski ekonomiczne	50%	15 074
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		16 055
Podatek bankowy		124,21
Wartość godziwa na akcję		-21,74
Koszt kapitału 9M		102,47
Cena docelowa za 9M (PLN)		109,00

BZ WBK kupuj (bez zmian)

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

Ostatnia przecena na walorach BZ WBK była wynikiem sprzedaży pierwszej z przynajmniej dwóch transzy akcji przez Deutsche Bank, które otrzyma od BZ WBK w ramach transakcji sprzedaży DB. Nasze prognozy uwzględniają fuzję BZ WBK oraz DB Polska, chociaż nie jest jeszcze ona odzwierciedlona w konsensusie, który ma szansę urosnąć o 7% w 2019 roku. Transakcja pozytywnie wpłynie na EPS spółki (4%-5% w latach 2019-21), zmniejszy efekt ustawy CHF oraz rozwdni udział kredytów hipotecznych CHF w portfelu, co zwiększy możliwości dywidendowe banku. Dodatkowo w 2018 roku BZ WBK może zaskoczyć pozytywnie rynek rozpoznaniem bad-will'u wynikającym z okazyjnej ceny zakupu aktywów DB. Ewentualna ustawa CHF spowodowałaby spadek zysku netto o maksymalnie 12% w pierwszym roku oraz skorygowałaby naszą wycenę o 20 PLN/akcję, co nadal pozostawia potencjał wzrostu. Zarząd poinformował także, iż otrzymał zalecenie KNF dotyczące zwiększenia funduszy własnych poprzez zatrzymanie zysku wypracowanego w 2017 roku, ale jednocześnie regulator nie zgłasza zastrzeżeń co do możliwości wypłaty przez spółkę dywidendy z zysku zatrzymanego za 2016 rok. W wyniku alokacji zysku za '16 rok kwotę 1041 mln PLN pozostawiono niepodzielną, a resztę przeznaczono na kapitał rezerwowy. Jeśli BZ WBK wypłaci 100% niepodzielnego zysku to DPS wyniesie 10,48 PLN, jeśli 50% to DPS wyniesie 5,24 PLN, a jeśli 30% to DPS wyniesie 3,14 PLN. Uważamy, że Spółka będzie skłonna do wypłaty 5,79 PLN/akcję co będzie stanowiło 30% zysku jednostkowego za '17 rok.

RZiS

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	4 770	5 277	5 852	6 943	7 587
Wynik prowizyjny	1 915	2 013	2 268	2 508	2 534
Wynik handlowy	780	323	339	356	374
Pozostałe przychody netto	141	151	154	157	160
Wynik pozaodsetkowy	2 836	2 487	2 761	3 021	3 067
WNDB	7 606	7 764	8 613	9 965	10 655
Koszty operacyjne	3 368	3 372	3 653	3 923	3 902
Zysk operacyjny	4 238	4 391	4 960	6 042	6 752
Saldo rezerw	785	690	746	871	928
Udział w jednostkach zał	55	58	58	58	58
Wynik brutto	3 509	3 759	4 272	5 229	5 883
Podatek	738	817	897	1 098	1 235
Zyski mniejszościowych	-217	-305	-350	-379	-408
Podatek bankowy	-387	-424	-465	-599	-645
Zysk netto	2 167	2 213	2 560	3 152	3 595

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2018-20)	2 393	5%
Korekta o PV	2 412	5%
Etap II (2021-35)	31 218	64%
Etap III (2036-55)	10 417	21%
Wartość rezydualna	2 118	4%
Wartość godziwa	48 557	100%
Liczba akcji (mln)	99	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	489,32	
Cena docelowa za 9M (PLN)	520,51	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	20 673	45%
Etap I (2018-20)	5 851	13%
Korekta o PV	290	1%
Etap II (2021-35)	15 282	33%
Etap III (2036-55)	4 339	9%
Wartość godziwa	46 435	100%
Liczba akcji (mln)	99	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	467,93	
Cena docelowa za 9M (PLN)	497,76	

Cena bieżąca 352,40 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 430,00 PLN **+22,0%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	430,00 PLN	2018-03-05

Podstawowe dane		BZW PW	vs. WIG
Ticker	BZW PW	Zmiana 1M	-11,1% -4,0%
ISIN	PLBZ000000044	Zmiana YTD	-11,1% -4,0%
Liczba akcji (mln)	99,2	Średni obrót 1M	27,0 mln PLN
MC (mln PLN)	34 970,2	Średni obrót 6M	20,7 mln PLN
		P/E 12M fwd	13,8 -8,1%
Free float	30,0%	P/E 5Y avg	15,1 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	4 770	5 277	5 852	6 943	7 587
WNDB	7 606	7 764	8 613	9 965	10 655
Koszty	-3 368	-3 372	-3 653	-3 923	-3 902
Saldo rezerw	-785	-690	-746	-871	-928
Zysk netto	2 167	2 213	2 560	3 152	3 595
P/E	17,0	16,7	14,6	12,0	10,6
P/BV	1,8	1,6	1,3	1,2	1,1
ROE	11,1%	10,6%	10,4%	11,1%	11,8%
DPS	21,33	5,40	6,69	12,55	15,46
DYield	6,1%	1,5%	1,9%	3,6%	4,4%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
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%	

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Kredyty netto	103 069	107 840	133 795	143 695	152 125
Pozostałe aktywa	47 031	44 835	47 701	50 530	53 562
Aktywa razem	150 100	152 674	181 496	194 225	205 687
Depozyty	112 522	111 481	130 240	140 790	152 227
Pozostałe zobowiązania	16 559	17 850	22 517	22 616	20 345
Udziały mniejszościowe	1 238	1 436	1 416	1 394	1 370
Kapitały własne	19 781	21 907	27 324	29 426	31 745

Wskaźniki

(%)	2015	2016	2017	2018P	2019P
NIM	3,4%	3,6%	3,7%	3,8%	3,9%
C/I	44,3%	43,4%	42,4%	39,4%	36,6%
CoR	0,8%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
NPL Ratio	6,6%	5,8%	5,0%	5,0%	5,0%
Tier 1	14,6%	15,3%	16,0%	16,0%	16,2%

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	48 557
Zyski ekonomiczne	50%	46 435
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		47 496
		478,62
Podatek bankowy		-74,39
Wartość godziwa na akcję		404,23
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		430,00

Getin Noble Bank trzymaj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Od naszego ostatniego raportu kurs akcji spadł o 24,7% obrazując obawy rynku o wyniki banku oraz ustawę CHF. Bank rozczarował nas w 2017 roku pod względem powrotu do rentowności i oczekujemy, że w 2018 roku sytuacja może pozostać napięta. Pomimo presji na koszty finansowania w sektorze oczekujemy poprawy marży w GNB ze względu na dalszą redukcję nisko marżowych aktywów. Nasze oczekiwania na lata 2018-19 znajdują się znacząco poniżej konsensusu. Uważamy, że GNB pozostanie zakładnikiem swojej ekspozycji na kredyty CHF oraz depozytów terminowych, które stanowią aż 77% depozytów ogółem. Finalnie, podwyższenie kapitału przez właściciela na łączną kwotę 240 mln PLN jest nadal zbyt małe, aby GNB choćby spełniał minimalne wskaźniki wypłacalności. Nasze prognozy nie uwzględniają efektu ustawy CHF, która staje się coraz bardziej prawdopodobna.

Cena bieżąca

1,34 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

1,50 PLN

+11,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	1,50 PLN	2018-03-05

Podstawowe dane			GNB PW	vs. WIG
Ticker	GNB PW	Zmiana 1M	-17,3%	-10,2%
ISIN	PLGETBK00012	Zmiana YTD	-17,3%	-10,2%
Liczba akcji (mln)	971,3	Średni obrót 1M	0,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 301,5	Średni obrót 6M	3,2 mln PLN	
		P/E 12M fwd	12,6	-2,9%
Free float	49,8%	P/E 5Y avg	13,0	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	1 317	1 308	1 335	1 427
WNDB	1 537	1 532	1 586	1 761
Koszty	-859	-884	-875	-861
Saldo rezerw	-660	-1 005	-843	-716
Zysk netto	-42	-301	-99	158
P/E	-	-	-	8,4
P/BV	0,2	0,2	0,3	0,3
ROE	-	-	-	3,1%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz	2018P	2019P	2020P	
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)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	1 196	1 317	1 308	1 335	1 427
Wynik prowizyjny	327	126	162	188	215
Wynik handlowy	209	177	218	142	152
Pozostałe przychody netto	-70	-83	-156	-79	-33
Wynik pozaodsetkowy	466	221	224	251	334
WNDB	1 662	1 537	1 532	1 586	1 761
Koszty operacyjne	1 193	859	884	875	861
Zysk operacyjny	469	678	648	710	900
Saldo rezerw	430	660	1 005	843	716
Udział w jednostkach zał	34	-3	12	13	13
Wynik brutto	73	16	-345	-120	197
Podatek	19	16	-45	-23	37
Zyski mniejszościowych	-10	-4	-1	-1	-1
Podatek bankowy	0	38	0	0	0
Zysk netto	44	-42	-301	-99	158

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Kredyty netto	49 225	46 666	43 827	41 726	40 733
Pozostałe aktywa	21 531	19 851	19 732	21 008	22 410
Aktywa razem	70 756	66 517	63 559	62 734	63 143
Depozyty	55 726	53 041	50 621	51 287	50 734
Pozostałe zobowiązania	9 866	8 362	8 043	6 461	7 265
Udziały mniejszościowe	0	7	0	0	0
Kapitały własne	5 164	5 108	4 894	4 986	5 144

Wskaźniki

(%)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
NIM	1,8%	2,0%	2,1%	2,2%	2,4%
C/I	71,8%	55,9%	57,7%	55,2%	48,9%
CoR	0,8%	1,3%	2,1%	1,9%	1,6%
NPL Ratio	13,2%	14,7%	13,6%	12,8%	12,6%
Tier 1	11,1%	12,3%	10,7%	11,4%	12,1%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2018-19)	-175	-5%
Korekta o PV	182	6%
Etap II (2020-34)	1 434	44%
Etap III (2035-54)	1 107	34%
Wartość rezidualna	696	21%
Wartość godziwa	3 242	100%
Liczba akcji (mln)	888	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	3,65	
Cena docelowa za 9M (PLN)	3,88	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	5 056	183%
Etap I (2017-19)	-1 312	-48%
Korekta o PV	17	1%
Etap II (2020-34)	-922	-33%
Etap III (2035-54)	-83	-3%
Wartość godziwa	2 757	100%
Liczba akcji (mln)	888	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	3,10	
Cena docelowa za 9M (PLN)	3,30	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	3 242
Zyski ekonomiczne	50%	2 757
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		3 000
Podatek bankowy		-1,97
Wartość godziwa na akcję		1,50
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		1,50

Handlowy kupuj (podwyższona)

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

Podwyższamy naszą rekomendację akumuluj do kupuj dla Banku Handlowego i oraz pozostawiamy bez zmian cenę docelową na poziomie 94,00 PLN na akcję. Oczekujemy, że w kolejnych dwóch latach wynik netto Banku Handlowego znacząco przyspieszy do +15% w 2018 roku oraz do +21,6% w 2019. Szacujemy, że Bank Handlowy jest najbardziej wrażliwym bankiem na podwyżki stóp procentowych, co będzie jego niewątpliwym atutem w 2019 roku kiedy oczekujemy wzrostu stóp na rynku o +75 p.b. Oczekujemy, że podwyżka stóp w 2019 roku spowoduje wzrost marży odsetkowej aż o 26 p.b., zaś wyniku odsetkowego o 17% R/R. Nasza prognoza na wynik odsetkowy znajduje się 13% powyżej średnich oczekiwań rynkowych na 2019 rok. Drugim atutem Banku Handlowego pozostaje wypłata dywidendy, która powinna pozostać na poziomie 100% przynajmniej przez kolejne 2 lata. Finalnie, Bank Handlowy powinien być beneficjentem rosnącego popytu na kredyty korporacyjne, które są jego głównym produktem i stanowią około 62% wszystkich kredytów.

RZiS

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	977	1 004	1 082	1 184	1 384
Wynik prowizyjny	631	561	581	606	630
Wynik handlowy	449	497	396	425	429
Pozostałe przychody netto	48	48	21	64	67
Wynik pozaodsetkowy	1 128	1 107	997	1 094	1 126
WNDB	2 104	2 111	2 079	2 278	2 509
Koszty operacyjne	1 331	1 231	1 192	1 266	1 302
Zysk operacyjny	774	879	888	1 012	1 208
Saldo rezerw	-17	46	103	86	94
Udział w jednostkach zał	0	0	0	0	0
Wynik brutto	791	834	785	926	1 114
Podatek	164	163	172	201	242
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	0	69	78	93	103
Zysk netto	626	602	536	632	769

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2018-19)	1 196	9%
Korekta o PV	606	5%
Etap II (2020-34)	8 552	64%
Etap III (2035-54)	2 399	18%
Wartość rezydualna	521	4%
Wartość godziwa	13 275	100%
Liczba akcji (mln)	131	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	101,60	
Cena docelowa za 9M (PLN)	108,08	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	8 106	67%
Etap I (2017-19)	104	1%
Korekta o PV	76	1%
Etap II (2020-34)	2 745	23%
Etap III (2035-54)	1 151	9%
Wartość godziwa	12 181	100%
Liczba akcji (mln)	131	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	93,23	
Cena docelowa za 9M (PLN)	99,17	

Cena bieżąca 77,50 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 94,00 PLN **+21,3%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	94,00 PLN	2018-04-06
poprzednia	akumuluj	94,00 PLN	2018-02-01
Podstawowe dane			
Ticker	BHW PW	Zmiana 1M	-5,3% +1,7%
ISIN	PLBH000000012	Zmiana YTD	-5,3% +1,7%
Liczba akcji (mln)	130,7	Średni obrót 1M	3,1 mln PLN
MC (mln PLN)	10 126,1	Średni obrót 6M	3,1 mln PLN
		P/E 12M fwd	15,1 -5,3%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	15,9 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	1 004	1 082	1 184	1 384
WNDB	2 082	2 079	2 278	2 509
Koszty	-1 202	-1 192	-1 266	-1 302
Saldo rezerw	-46	-103	-86	-94
Zysk netto	602	536	632	769
P/E	17,2	19,3	16,3	13,4
P/BV	1,5	1,5	1,5	1,4
ROE	8,8%	7,8%	9,1%	10,9%
DPS	4,68	4,60	4,10	4,84
DYield	6,0%	5,9%	5,3%	6,2%
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%

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Kredyty netto	16 942	17 170	17 854	20 444	22 727
Pozostałe aktywa	32 565	28 040	25 184	27 983	28 616
Aktywa razem	49 507	45 210	43 038	48 426	51 343
Depozyty	28 205	29 240	32 137	30 646	31 458
Pozostałe zobowiązania	14 451	9 179	3 962	10 809	12 684
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	0
Kapitały własne	6 851	6 790	6 939	6 971	7 201

Wskaźniki

(%)	2015	2016	2017	2018P	2019P
NIM	2,1%	2,2%	2,5%	2,6%	2,9%
C/I	63,2%	58,3%	58,2%	55,6%	51,9%
CoR	-0,1%	0,3%	0,6%	0,4%	0,4%
NPL Ratio	3,6%	3,6%	3,5%	3,1%	3,1%
Tier 1	17,1%	17,4%	17,9%	17,0%	16,7%

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	13 275
Zyski ekonomiczne	50%	12 181
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		12 728
Podatek bankowy		97,41
Wartość godziwa na akcję		-9,05
Koszt kapitału 9M		88,37
Cena docelowa za 9M (PLN)		94,00

ING BSK akumuluj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Uważamy, że ING BSK ze względu na swój bezpieczny profil, dynamiczny wzrost aktywów oraz bardzo wysoką rentowność zasługuje na premię do reszty sektora. Jednocześnie uważamy, że konsensus prognoz na kolejne dwa lata został ustawiony zbyt wysoko dla banku i nie zostanie dostarczony chociaż poziom ewentualnej korekty jest stosunkowo niski (3%-4%). Ponadto pomimo znaczących możliwości dywidendowych wskaźnik Dividend Yield ING BSK będzie kreował się poniżej średniej dla rynku. Oczekujemy, że w 2018 roku wskaźnik DYield wyniesie 1,6%, zaś w 2019 1,7%. Oczekujemy, że Zarząd będzie preferował przeznaczenie znaczącej części zysków zatrzymanych na dalszy dynamiczny rozwój organiczny oraz na ewentualne przejęcia. W przypadku braku dalszego wzrostu organicznego oczekujemy, że nadwyżka kapitałowa zostanie wypłacona akcjonariuszom. Finalnie, w przypadku uchwalenia ustawy CHF sentyment do ING BSK powinien być relatywnie lepszy niż do banków ze znaczącą ekspozycją. Pozostawiamy naszą rekomendację akumuluj bez zmian.

Cena bieżąca

198,40 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

212,00 PLN

+6,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	212,00 PLN	2018-03-05

Podstawowe dane		ING PW	vs. WIG
Ticker	ING PW	Zmiana 1M	-3,5% +3,6%
ISIN	PLBSK0000017	Zmiana YTD	-3,5% +3,6%
Liczba akcji (mln)	130,1	Średni obrót 1M	2,2 mln PLN
MC (mln PLN)	25 811,8	Średni obrót 6M	6,0 mln PLN
		P/E 12M fwd	15,6 -1,5%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	15,9 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	2 953	3 453	3 783	4 217	4 593
WNDB	4 325	4 756	5 157	5 650	6 059
Koszty	-2 099	-2 123	-2 202	-2 309	-2 406
Saldo rezerw	-301	-421	-484	-543	-598
Zysk netto	1 253	1 403	1 572	1 783	1 940
P/E	20,7	18,5	16,5	14,5	13,3
P/BV	2,5	2,2	2,0	1,7	1,5
ROE	11,8%	12,6%	12,6%	12,7%	12,3%
DPS	4,30	0,00	3,24	3,63	4,11
DYield	2,2%	0,0%	1,6%	1,8%	2,1%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	2 953	3 453	3 783	4 217	4 593
Wynik prowizyjny	1 065	1 183	1 248	1 301	1 327
Wynik handlowy	287	117	123	129	136
Pozostałe przychody netto	19	3	3	3	3
Wynik pozaodsetkowy	1 371	1 303	1 374	1 433	1 466
WNDB	4 325	4 756	5 157	5 650	6 059
Koszty operacyjne	2 099	2 123	2 202	2 309	2 406
Zysk operacyjny	2 225	2 633	2 955	3 341	3 653
Saldo rezerw	301	421	484	543	598
Udział w jednostkach zał	0	0	0	0	0
Wynik brutto	1 925	2 212	2 471	2 798	3 055
Podatek	391	479	519	588	641
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	280	330	380	427	473
Zysk netto	1 253	1 403	1 572	1 783	1 940

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Kredyty netto	81 980	91 088	103 943	116 086	125 808
Pozostałe aktywa	35 498	34 926	34 172	35 062	35 933
Aktywa razem	117 478	126 014	138 115	151 148	161 741
Depozyty	95 825	104 503	116 903	128 528	137 936
Pozostałe zobowiązania	11 175	9 716	7 976	7 732	7 126
Udziały mniejszościowe	2	0	0	0	0
Kapitały własne	10 475	11 795	13 236	14 888	16 680

Wskaźniki

(%)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
NIM	2,7%	2,9%	2,9%	3,0%	3,0%
C/I	48,5%	44,6%	42,7%	40,9%	39,7%
CoR	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
NPL Ratio	2,6%	2,8%	2,6%	2,6%	2,6%
Tier 1	13,7%	14,6%	14,8%	15,1%	15,8%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2018-20)	1 496	5%
Korekta o PV	1 811	6%
Etap II (2021-35)	18 859	59%
Etap III (2036-55)	7 936	25%
Wartość rezydualna	2 093	6%
Wartość godziwa	32 194	100%
Liczba akcji (mln)	130	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	247,46	
Cena docelowa za 9M (PLN)	263,23	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	11 951	39%
Etap I (2018-20)	2 844	9%
Korekta o PV	191	1%
Etap II (2021-35)	11 357	37%
Etap III (2036-55)	4 205	14%
Wartość godziwa	30 547	100%
Liczba akcji (mln)	130	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	234,80	
Cena docelowa za 9M (PLN)	249,77	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	32 194
Zyski ekonomiczne	50%	30 547
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		31 371
Podatek bankowy		241,13
Wartość godziwa na akcję		-41,83
Koszt kapitału 9M		199,29
Cena docelowa za 9M (PLN)		212,00

Millennium redukuje (podwyższona)

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

Po spadku kursu od naszego ostatniego raportu podnosimy naszą negatywną rekomendację sprzedaj do redukuje oraz pozostawiamy bez zmian 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 7,00 PLN na akcję. Nasze negatywne nastawienie do Banku Millennium wynika z otoczenia regulacyjnego, które powoduje, że bank musi utrzymywać bardzo wysokie bufor kapitałowe. Presja regulacyjna negatywnie wpływa na rentowność banku oraz możliwości dywidendowe. Uważamy, że zmniejszenie presji nastąpi w wyniku zmniejszenia ekspozycji na kredyty CHF, co może stać się w drodze naturalnej amortyzacji lub przyspieszonej przez np. ustawę CHF. Niemniej jednak w drugim przypadku oznacza to znaczącą presję na ROE. W przypadku wejścia w życie ustawy CHF złożonej przez Prezydenta RP w skrajnym wypadku fundusz wsparcia kredytobiorców pochłonie około 40% zysku netto banku. Finałnie Bank Millennium jest jednym z najmniej wrażliwych banków na ruchy stóp procentowych, co było jego niewątpliwym atutem w momencie obniżek stóp. Istotna zmiana podejścia do Banku Millennium może nastąpić wraz z ewentualną fuzją, która poprawi rentowność banku w krótkim terminie.

Cena bieżąca	8,35 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	7,00 PLN	-16,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	redukuje	7,00 PLN	2018-04-06
poprzednia	sprzedaj	7,00 PLN	2018-02-01
Podstawowe dane			
		MIL PW	vs. WIG
Ticker	MIL PW	Zmiana 1M	-6,6% +0,5%
ISIN	PLBIG0000016	Zmiana YTD	-6,6% +0,5%
Liczba akcji (mln)	1 213,1	Średni obrót 1M	5,6 mln PLN
MC (mln PLN)	10 129,5	Średni obrót 6M	9,6 mln PLN
		P/E 12M fwd	12,7 -3,9%
Free float	50,0%	P/E 5Y avg	13,3 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	1 506	1 696	1 797	1 935
WNDB	2 628	2 650	2 774	2 943
Koszty	-1 112	-1 156	-1 320	-1 365
Saldo rezerw	-231	-255	-278	-298
Zysk netto	701	681	722	794
P/E	14,3	14,7	13,9	12,6
P/BV	1,5	1,3	1,2	1,1
ROE	10,5%	9,3%	8,8%	8,7%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,15
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	1,8%
Zmiana prognoz				
	2018P	2019P	2020P	
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)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	1 365	1 506	1 696	1 797	1 935
Wynik prowizyjny	596	581	664	686	709
Wynik handlowy	220	491	220	216	220
Pozostałe przychody netto	58	51	70	76	78
Wynik pozaodsetkowy	874	1 122	953	978	1 007
WNDB	2 239	2 628	2 650	2 774	2 943
Koszty operacyjne	1 309	1 268	1 281	1 320	1 365
Zysk operacyjny	930	1 360	1 369	1 454	1 578
Saldo rezerw	241	231	255	278	298
Udział w jednostkach zał	0	0	0	0	0
Wynik brutto	688	1 127	1 114	1 176	1 280
Podatek	141	252	244	259	282
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
Podatek bankowy	0	174	188	196	204
Zysk netto	547	701	681	722	794

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Kredyty netto	46 369	47 020	47 411	50 411	53 225
Pozostałe aktywa	19 866	21 773	23 730	23 944	24 828
Aktywa razem	66 235	68 793	71 141	74 355	78 053
Depozyty	52 810	55 876	57 273	58 946	60 546
Pozostałe zobowiązania	6 982	5 976	6 096	6 709	7 997
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	0
Kapitały własne	6 443	6 941	7 773	8 700	9 509

Wskaźniki

(%)	2015	2016	2017	2018P	2019P
NIM	2,2%	2,3%	2,4%	2,5%	2,6%
C/I	58,5%	48,3%	48,3%	47,6%	46,4%
CoR	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,6%
NPL Ratio	4,6%	4,5%	4,6%	4,4%	4,5%
Tier 1	16,4%	17,3%	20,3%	19,3%	20,1%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2018-19)	195	2%
Korekta o PV	605	5%
Etap II (2020-34)	8 372	76%
Etap III (2035-54)	1 402	13%
Wartość rezydualna	472	4%
Wartość godziwa	11 045	100%
Liczba akcji (mln)	1 213	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	9,10	
Cena docelowa za 9M (PLN)	9,69	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	7 165	74%
Etap I (2017-19)	669	7%
Korekta o PV	60	1%
Etap II (2020-34)	1 607	17%
Etap III (2035-54)	189	2%
Wartość godziwa	9 689	100%
Liczba akcji (mln)	1 213	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	7,99	
Cena docelowa za 9M (PLN)	8,50	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	11 045
Zyski ekonomiczne	50%	9 689
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		10 367
Podatek bankowy		8,55
Wartość godziwa na akcję		-1,96
Koszt kapitału 9M		6,58
Cena docelowa za 9M (PLN)		7,00

Pekao kupuj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj dla Banku Pekao oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 157,00 PLN na akcję. Bank Pekao jako jeden z nielicznych banków w Polsce będzie w stanie podtrzymać dotychczasowy strumień dywidend przynajmniej przez kolejne 2 lata. Dodatkowo brak znaczącej ekspozycji Banku Pekao na kredyty w CHF powinien pozwolić uniknąć nadmiernej presji regulacyjnej. Oczekujemy także, że Bank Pekao będzie jednym z głównych beneficjentów wyższego popytu na kredyty korporacyjne w 2018 roku. Spowoduje to, że pierwszy raz od 2014 roku tempo wzrostu kredytów ogółem przekroczy +10%. Oczekujemy, że dywidenda na akcję wyniesie odpowiednio 7,9 PLN i 8,3 PLN w latach 2018-19. Prognozowana przez nas dywidenda przekłada się na wskaźnik DYield na poziomie 6,4% i 6,8% w kolejnych latach, który jest znacznie wyższy od średniej dla polskich banków na poziomie 2%-3%. Uważamy, że dodatkowym katalizatorem dla wzrostu kursu akcji może być wejście na ścieżkę realizacji ROE na poziomie 14% założonym w strategii banku na 2020 rok. Obecny konsensus wskazuje na 2020P ROE równe 13%, co pozostawia potencjał do wzrostu prognoz i wyceny w przyszłości.

Cena bieżąca

123,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

157,00 PLN

+27,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	157,00 PLN	2018-02-01

Podstawowe dane			PEO PW	vs. WIG
Ticker	PEO PW	Zmiana 1M	-5,0%	+2,0%
ISIN	PLPEKAO00016	Zmiana YTD	-5,0%	+2,0%
Liczba akcji (mln)	262,5	Średni obrót 1M	76,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	32 283,8	Średni obrót 6M	83,4 mln PLN	
		P/E 12M fwd	13,4	-16,9%
Free float	49,9%	P/E 5Y avg	16,1	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	4 382	4 593	4 975	5 642
WNDB	7 302	7 278	7 568	8 397
Koszty	-3 494	-3 535	-3 613	-3 703
Saldo rezerw	-501	-521	-627	-708
Zysk netto	2 279	2 475	2 184	2 653
P/E	14,3	13,1	14,9	12,3
P/BV	1,4	1,4	1,4	1,3
ROE	9,8%	10,7%	9,4%	11,1%
DPS	8,70	8,68	7,90	8,32
DYield	7,1%	7,1%	6,4%	6,8%
Zmiana prognoz	2018P	2019P	2020P	
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)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	4 167	4 382	4 593	4 975	5 642
Wynik prowizyjny	2 006	1 959	2 353	2 420	2 571
Wynik handlowy	677	939	255	95	100
Pozostałe przychody netto	145	21	77	78	84
Wynik pozaodsetkowy	2 827	2 920	2 685	2 593	2 755
WNDB	6 994	7 302	7 278	7 568	8 397
Koszty operacyjne	3 758	3 494	3 535	3 613	3 703
Zysk operacyjny	3 235	3 808	3 743	3 955	4 694
Saldo rezerw	518	501	521	627	708
Udział w jednostkach zał	113	39	453	77	78
Wynik brutto	2 831	3 346	3 675	3 405	4 064
Podatek	538	617	677	647	772
Zyski mniejszościowych	-1	0	-1	-1	-1
Podatek bankowy	0	450	522	573	638
Zysk netto	2 292	2 279	2 475	2 184	2 653

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Kredyty netto	122 059	122 664	132 301	145 422	160 942
Pozostałe aktywa	46 726	51 551	53 165	46 840	48 960
Aktywa razem	168 786	174 215	185 466	192 262	209 902
Depozyty	128 868	137 816	146 186	152 611	168 508
Pozostałe zobowiązania	16 494	13 487	16 011	16 305	17 009
Udziały mniejszościowe	16	15	0	13	12
Kapitały własne	23 408	22 897	23 268	23 333	24 374

Wskaźniki

(%)	2015	2016	2017	2018P	2019P
NIM	2,6%	2,7%	2,6%	2,8%	2,9%
C/I	54,3%	48,4%	48,6%	48,3%	44,7%
CoR	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
NPL Ratio	6,3%	6,0%	5,4%	5,8%	5,7%
Tier 1	17,7%	17,6%	16,1%	17,3%	16,5%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2018-19)	3 646	8%
Korekta o PV	2 221	5%
Etap II (2020-34)	30 841	65%
Etap III (2035-54)	9 452	20%
Wartość rezydualna	1 402	3%
Wartość godziwa	47 563	100%
Liczba akcji (mln)	262	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	181,31	
Cena docelowa za 9M (PLN)	192,87	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	23 907	50%
Etap I (2017-19)	1 986	4%
Korekta o PV	278	1%
Etap II (2020-34)	14 514	31%
Etap III (2035-54)	3 897	8%
Wartość godziwa	44 581	94%
Liczba akcji (mln)	262	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	169,85	
Cena docelowa za 9M (PLN)	180,68	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	47 563
Zyski ekonomiczne	50%	44 581
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		175,58
Podatek bankowy		-27,99
Wartość godziwa na akcję		147,59
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		157,00

PKO BP trzymaj (podwyższona)

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

Po dalszej przecenie walorów PKO BP podwyższamy naszą rekomendację redukuj do trzymaj dla banku PKO BP pozostawiając cenę docelową na niezmiennym poziomie 38,00 PLN na akcję. Od naszego ostatniego raportu walory PKO BP przeceniły się o 12,3%. Gorszy sentyment do spółki spowodowany jest przez coraz bardziej odległe oraz mniej pewne podwyżki stóp procentowych, które konsensus prognoz nadal oczekuje na 2018 rok. Z tego powodu uważamy, że w obecnym roku PKO BP może nie zrealizować konsensusu. Finalnie, PKO BP posiada największą ekspozycję nominalną na kredyty CHF. Wprowadzenie ustawy CHF zaproponowanej przez Prezydenta RP spowoduje spadek zysku netto nawet o około 14% w 2018 roku, co nie jest ujęte ani w konsensusie, ani w wycenie rynkowej. Podsumowując uważamy, PKO BP będzie jednym z głównych beneficjentów podwyżek stóp na rynku, ale to już z nawiązką zostało odzwierciedlone w wycenie rynkowej. Z drugiej strony, wszelkie negatywne niespodzianki mogą doprowadzić do dalszej znacznej przeceny walorów.

Cena bieżąca	39,74 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	38,00 PLN	-4,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	38,00 PLN	2018-04-06
poprzednia	redukuj	38,00 PLN	2018-03-05
Podstawowe dane			
Ticker	PKO PW	Zmiana 1M	-10,3% -3,3%
ISIN	PLPKO0000016	Zmiana YTD	-10,3% -3,3%
Liczba akcji (mln)	1 250,0	Średni obrót 1M	98,0 mln PLN
MC (mln PLN)	49 675,0	Średni obrót 6M	88,3 mln PLN
		P/E 12M fwd	13,7 +3,5%
Free float	68,6%	P/E 5Y avg	13,2 premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	7 755	10 919	9 216	10 367
WNDB	12 121	12 803	13 355	14 626
Koszty	-5 590	-6 024	-6 209	-6 458
Saldo rezerw	-1 623	-1 620	-1 718	-1 843
Zysk netto	2 874	3 104	3 313	3 973
P/E	17,7	16,4	15,3	12,8
P/BV	1,5	1,4	1,2	1,1
ROE	9,1%	9,0%	8,7%	9,5%
DPS	0,00	0,00	0,55	0,66
DYield	0,0%	0,0%	1,4%	1,7%
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)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	7 029	7 755	8 606	9 216	10 367
Wynik prowizyjny	2 851	2 693	2 969	3 092	3 190
Wynik handlowy	508	1 024	518	487	497
Pozostałe przychody netto	513	649	710	560	571
Wynik pozaodsetkowy	3 872	4 366	4 197	4 139	4 258
WNDB	10 900	12 121	12 803	13 355	14 626
Koszty operacyjne	6 272	5 920	6 024	6 209	6 458
Zysk operacyjny	4 629	6 200	6 779	7 147	8 168
Saldo rezerw	1 476	1 623	1 620	1 718	1 843
Udział w jednostkach zał.	38	35	22	31	32
Wynik brutto	3 191	4 612	5 181	5 460	6 358
Podatek	-590	-907	-1 140	-1 147	-1 335
Zyski mniejszościowych	8	-2	-5	-5	-6
Podatek bankowy	0	829	932	995	1 044
Zysk netto	2 610	2 874	3 104	3 313	3 973

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Kredyty netto	190 414	200 607	205 628	224 436	238 317
Pozostałe aktywa	76 526	84 966	91 284	91 885	96 037
Aktywa razem	266 940	285 573	296 912	316 321	334 354
Depozyty	195 759	205 066	218 800	230 755	248 891
Pozostałe zobowiązania	40 917	47 938	41 856	45 793	41 801
Udziały mniejszościowe	-18	-16	-11	-22	-24
Kapitały własne	30 283	32 585	36 267	39 795	43 686

Wskaźniki

(%)	2015	2016	2017	2018P	2019P
NIM	2,9%	3,0%	3,0%	3,1%	3,3%
C/I	57,5%	48,8%	47,1%	46,5%	44,2%
CoR	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
NPL Ratio	6,6%	5,9%	5,5%	5,5%	5,5%
Tier 1	13,3%	14,5%	16,5%	16,3%	17,3%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2018-19)	1 712	3%
Korekta o PV	1 670	3%
Etap II (2020-34)	43 790	76%
Etap III (2035-54)	9 077	16%
Wartość rezydualna	1 204	2%
Wartość godziwa	57 453	100%
Liczba akcji (mln)	1 250	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	45,96	
Cena docelowa za 9M (PLN)	48,89	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	33 642	60%
Etap I (2017-19)	3 285	6%
Korekta o PV	350	1%
Etap II (2020-34)	15 276	27%
Etap III (2035-54)	3 579	6%
Wartość godziwa	56 133	100%
Liczba akcji (mln)	1 250	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	44,91	
Cena docelowa za 9M (PLN)	47,77	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	57 453
Zyski ekonomiczne	50%	56 133
Średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		45,43
Podatek bankowy		-9,71
Wartość godziwa na akcję		35,72
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		38,00

Komercni Banka kupuj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiam bez zmian naszą rekomendację kupuj dla Komercni Banka oraz cenę docelową. Uważamy, że wyniki Komercni Banka na lata 2018-19 są niedoszacowane przez rynek. Pozytywnie oceniamy wyniki w 2017 roku z bardzo dobrym 4Q'17, który ukazał wzrost wyniku odsetkowego, marży odsetkowej oraz wyniku prowizyjnego. Wysoka rentowność Komercni Banka przekłada się na wskaźnik DYield na poziomie około 4,6%-5,0% (przy wypłacie 55% zysku netto w 2019 roku) w kolejnych dwóch latach. Wobec polskiego sektora bankowego KB reprezentuje wyższy poziom ROE (13% wobec 8%), DYield (ponad 5% wobec 3%) oraz brak ryzyka systemowego. Pomimo sprzyjającego środowiska operacyjnego Komercni Banka nie doświadczyło re-ratingu, tak jak to miało miejsce w polskim sektorze bankowym. Uważamy, że Komercni Banka nie powinno być notowane z dyskontem do takich banków jak PKO BP czy BZ WBK. Uważamy, że obecna wycena stwarza okazję inwestycyjną.

Cena bieżąca

955,00 CZK

potencjał zmiany

Cena docelowa

1 111,00 CZK

+16,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	1 111,00 CZK	2017-12-01

Podstawowe dane		KOMB CP	vs. WIG
Ticker	KOMB CP	Zmiana 1M	+4,4% +11,4%
ISIN	CZ0008019106	Zmiana YTD	+4,4% +11,4%
Liczba akcji (mln)	188,9	Średni obrót 1M	157,1 mln CZK
MC (mld CZK)	180,4	Średni obrót 6M	126,2 mln CZK
		P/E 12M fwd	13,5 -3,2%
Free float	39,6%	P/E 5Y avg	13,9 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln CZK)	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	21 069	20 808	24 595	27 952
WNDB	31 751	31 060	34 082	37 686
Koszty	-14 026	-13 374	-14 692	-15 061
Saldo rezerw	-1 817	391	-1 388	-1 534
Zysk netto	13 689	14 930	14 755	17 332
P/E	12,7	11,7	11,8	10,1
P/BV	1,8	1,9	1,5	1,4
ROE	13,4%	15,0%	13,8%	14,2%
DPS	62,00	40,00	47,00	43,00
DYield	6,5%	4,2%	4,9%	4,5%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P
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 CZK)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy netto	21 357	21 067	20 808	24 595	27 952
Wynik prowizyjny	6 968	6 683	6 465	6 649	6 807
Wynik handlowy	2 610	3 837	3 576	2 632	2 711
Pozostałe przychody	109	163	211	205	216
WNDB	31 044	31 750	31 060	34 082	37 686
Koszty operacyjne	-14 352	-14 026	-13 374	-14 692	-15 061
Wynik operacyjny	16 692	17 724	17 686	19 390	22 625
Saldo rezerw	-1 075	-1 818	391	-1 388	-1 534
Zysk operacyjny netto	15 617	15 906	18 077	18 002	21 091
Zysk jednostek zależnych	153	967	209	231	243
Wypłaty emerytalne	0	0	0	0	0
Zysk brutto	15 770	16 873	18 286	18 233	21 333
Podatek dochodowy	-2 638	-2 799	-3 012	-3 100	-3 627
Zyski mniejszościowych	374	386	344	378	375
Zysk netto	12 758	13 688	14 930	14 755	17 332

Bilans

(mld CZK)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Kredyty netto	533	580	598	722	807
Pozostałe aktywa	359	343	406	480	499
Aktywa razem	892	923	1 004	1 202	1 306
Depozyty	656	699	762	836	875
Pozostałe zobowiązania	129	118	142	245	300
Udziały mniejszościowe	4	4	4	4	4
Kapitały własne	102	102	97	117	127

Wskaźniki

(%)	2015	2016	2017	2018P	2019P
NIM	2,4%	2,4%	2,2%	2,2%	2,3%
C/I	46,2%	44,2%	43,1%	43,1%	40,0%
CoR	0,2%	0,3%	-0,1%	0,2%	0,2%
NPL Ratio	4,2%	3,8%	3,1%	4,1%	4,1%
Tier 1	16,3%	16,2%	18,0%	16,8%	17,1%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln CZK)	wartość	udział
Etap I (2017-18)	14 803	7%
Korekta o PV	-2 891	-1%
Etap II (2019-33)	138 392	66%
Etap III (2034-53)	37 780	18%
Wartość rezidualna	21 026	10%
Wartość godziwa	209 111	100%

Liczba akcji (mln)	189
Koszt kapitału	6,0%
Wartość godziwa na akcję (CZK)	1 107
Cena docelowa za 9M (CZK)	1 157

Model zysków ekonomicznych

(mln CZK)	wartość	udział
Początkowe TNAV	90 579	47%
Etap I (2016-18)	26 928	14%
Korekta o PV	583	0%
Etap II (2019-33)	64 439	33%
Etap III (2034-53)	9 936	5%
Wartość godziwa	192 465	100%

Liczba akcji (mln)	189
Koszt kapitału	6,0%
Wartość godziwa na akcję (CZK)	1 019
Cena docelowa za 9M (CZK)	1 065

Podsumowanie wyceny

(mln CZK)	waga	wycena
DDM	50%	209 111
Zyski ekonomiczne	50%	192 465
Średnia wartość godziwa na akcję (CZK)		200 788
na akcję (CZK)		1 063
Koszt kapitału 9M		4,5%
Cena docelowa za 9M (CZK)		1 111

Erste Bank trzymaj (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian rekomendację trzymaj dla Erste Banku. Nasza prognoza na 2018 rok jest zgodna z obecnymi oczekiwaniami Zarządu, który wskazał poziom ROTE >10%. Niemniej jednak pozostajemy nieco bardziej optymistyczni odnośnie rezultatów Erste Banku od rynku. Nasze prognozy na lata 2018-19 są o 3%-4% wyższe niż obecny konsensus. Jednocześnie uważamy, że Erste Bank zasługuje na re-rating, tak jak inne banki z ekspozycją na rynki CEE. Uważamy, że bank będzie bezpośrednim beneficjentem podwyżek stóp procentowych w Czechach oraz Rumunii, dzięki wiodącym bankom w tych krajach. Oczekujemy, że wynik odsetkowy banku będzie rósł w średnim tempie 4% (CAGR 2017-19), które ostatnio było notowane w 2010 roku. Z drugiej strony uważamy, że bardzo niski koszt ryzyka jest nie do utrzymania i oczekujemy jego wzrostu z 9 p.b. (do średnich kredytów brutto) w 2017 r. do 22 p.b. w 2019, co przełoży się wzrost salda rezerw w średniorocznym tempie 43%. Uważamy, że Erste Bank w 2018 roku może ponownie zaskoczyć bardzo niskim saldem rezerw ale i wyższym wzrostem wolumenów kredytowych niż rynek tego oczekuje (my oczekujemy średniorocznego wzrostu na poziomie 5%). Ponadto uważamy, że wraz z poprawą sytuacji kapitałowej Erste Bank może wrócić do polityki akwizycji szczególnie, że jeden z regionalnych konkurentów zapowiedział agresywną politykę ekspansji w średnim terminie. Uważamy, że dobre perspektywy wyników w kolejnych latach są obecnie adekwatnie wycenione.

RZiS

(mln EUR)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy netto	4 445	4 375	4 353	4 530	4 706
Wynik prowizyjny	1 862	1 783	1 852	1 902	1 953
Wynik handlowy	278	326	270	338	370
WNDB	6 584	6 484	6 475	6 770	7 030
Poz. wynik operacyjny	-111	79	-1	29	44
Podatek bankowy	-236	-389	-106	-106	-108
Koszty operacyjne	-3 869	-4 028	-4 158	-4 132	-4 192
Zysk operacyjny	2 368	2 146	2 210	2 560	2 774
Saldo rezerw	-729	-196	-132	-271	-342
Zysk operacyjny netto	1 639	1 950	2 078	2 289	2 432
Zyski nadzwyczajne	0	0	0	0	0
Zysk brutto	1 639	1 950	2 078	2 289	2 432
Podatek dochodowy	-364	-414	-410	-497	-524
Zyski mniejszościowych	-307	-272	-352	-383	-392
Zysk netto	968	1 265	1 316	1 409	1 516

Wycena sumą części (SOTP)

(mln EUR)	Wartość godziwa	FVPS (EUR)	Zysk netto				P/E		BV	P/BV
			2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2018
Austria	6 010	13,98	500	479	483	12,0	12,5	12,4	3 450	1,7
Savings Banks	141	0,33	23	21	21	6,3	6,8	6,7	2 110	0,1
Erste Oesterreich	2 730	6,35	225	212	216	12,1	12,9	12,7	1 340	2,0
Austria pozostała	3 139	7,30	252	247	246	12,4	12,7	12,7	1 556	2,0
CEE ogółem	15 991	37,21	1 105	1 216	1 292	14,5	13,1	12,4	5 514	2,9
Republika Czeska	8 559	19,91	566	613	638	15,1	14,0	13,4	2 382	3,6
Rumunia	1 905	4,43	131	162	171	14,5	11,8	11,1	1 044	1,8
Słowacja	2 922	6,80	170	199	225	17,2	14,7	13,0	750	3,9
Węgry	1 721	4,00	181	145	155	9,5	11,8	11,1	588	2,9
Chorwacja	725	1,69	39	84	87	18,8	8,6	8,4	597	1,2
Serbia	159	0,37	18	14	15	8,9	11,7	10,3	153	1,0
Pozostałe	-5 622	-13,08	-388	-287	-259	14,5	19,6	21,7	4 493	-1,3
Grupa Erste ogółem	16 379	38,11								

Cena bieżąca	41,23 EUR	potencjał zmiany
Cena docelowa	40,00 EUR	-3,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	40,00 EUR	2018-02-02

Podstawowe dane			EBS AV	vs. WIG
Ticker	EBS AV	Zmiana 1M	+14,2%	+21,3%
ISIN	AT0000652011	Zmiana YTD	+14,2%	+21,3%
Liczba akcji (mln)	429,8	Średni obrót 1M	30,2 mln EUR	
MC (mln EUR)	17 720,7	Średni obrót 6M	24,4 mln EUR	
		P/E 12M fwd	12,3	+7,0%
Free float	69,5%	P/E 5Y avg	11,5	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln EUR)	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	4 375	4 353	4 530	4 706
WNDB	6 484	6 475	6 770	7 030
Koszty	-4 028	-4 158	-4 132	-4 192
Saldo rezerw	-196	-132	-271	-342
Zysk netto	1 265	1 316	1 409	1 516
P/E	13,8	13,3	12,4	11,5
P/BV	1,4	1,3	1,1	1,0
ROE	10,8%	10,0%	9,5%	9,0%
DPS	0,50	1,00	1,20	1,06
DYield	1,2%	2,4%	2,9%	2,6%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P
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%

Bilans

(mln EUR)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Kredyty netto	131 906	135 267	139 532	150 194	157 525
Pozostałe aktywa	67 837	72 960	81 127	82 006	85 540
Aktywa razem	199 743	208 227	220 659	232 200	243 065
Depozyty	127 946	138 013	150 969	154 322	158 904
Pozostałe zobowiązania	56 990	53 612	51 402	57 106	61 122
Udziały mniejszościowe	3 802	4 142	4 416	4 921	5 313
Kapitały własne	11 005	12 460	13 872	15 852	17 726

Wskaźniki

(%)	2015	2016	2017	2018P	2019P
NIM	2,4%	2,2%	2,0%	2,1%	2,1%
C/I	60,4%	60,9%	64,2%	60,6%	59,0%
CoR	0,6%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%
NPL Ratio	7,1%	4,9%	4,0%	4,8%	4,7%
Tier 1	11,9%	13,4%	14,0%	15,0%	16,0%

Podsumowanie wyceny

(mln EUR)	waga	wycena
Koszt kapitału 12M		6,6%
DDM	50%	16 145
Zyski ekonomiczne	50%	16 613
Średnia wartość godziwa		16 379
na akcję (EUR)		38,11
Koszt kapitału 9M		5,0%
Cena docelowa za 9M (EUR)		40,00

OTP Bank akumuluj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację akumuluj dla OTP Banku. Nasze prognozy są zbieżne z oczekiwaniami konsensusu na 2018 i 2019 rok. Oczekujemy, że zysk netto OTP Bank wzrośnie o 1% w 2018 roku oraz o 9,0% w 2019 roku. Niski wzrost wyniku w 2018 roku będzie, naszym zdaniem, spowodowany przez wysokie koszty operacyjne, a w tym koszty integracji nowych biznesów oraz normalizację po stronie salda rezerw. Po znaczącej akwizycji w Chorwacji oraz w Serbii w 2017 roku (Serbia konsolidowana od grudnia) OTP Bank powinien sfinalizować transakcję na rynku Rumuńskim w 1Q'18. Tak jak w przypadku biznesu w Serbii oczekujemy, że akwizycji podwoi sumę bilansową biznesu w Rumunii. Niemniej jednak koszty integracji z Serbii oraz Rumunii przypadną na cały 2018 rok. Ponadto Prezes OTP Banku zapowiedział, że ambicją banku jest około 5 akwizycji w najbliższym czasie, co może wskazywać na kolejne koszty integracji w krótkim okresie. Oceniamy politykę OTP pozytywnie szczególnie, że bank przejmuje poniżej wartości księgowej. Spadek dynamiki wyników wynikający z normalizacji kosztów ryzyka ma szansę na ponowne przyspieszenie, dzięki wzrostowi przez akwizycje. Jednocześnie oczekujemy przyspieszenia wzrostu wyniku odsetkowego dzięki wzrostowi wolumenów, szczególnie w wysokomarżowym biznesie. Uważamy, że w 2018 roku OTP Bank może przede wszystkim zaskoczyć kolejnymi akwizycjami oraz niższym kosztem ryzyka niż tego teraz oczekujemy (93 p.b.). Finalnie zwracamy uwagę na ROE OTP Bank, które szacujemy na 15% w 2019 roku, czyli poziom, który jest nieosiągalny przez żaden inny analizowany przez nas bank.

RZIS

(mld HUF)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	553	522	547	605	629
Wynik prowizyjny	167	176	209	220	230
Pozostały	39	40	53	61	64
WNDB	759	738	809	885	922
Koszty działalności operacj	392	400	442	463	466
Wynik operacyjny	367	338	367	422	456
Saldo rezerw	221	93	46	75	79
Zysk brutto	146	245	321	347	378
Podatek dochodowy	26	44	37	69	76
Zysk netto dywizji	120	201	284	278	302
Odpis WNIP	7	12	-6	0	0
Podatek bankowy	-29	-14	-15	-15	-16
Inne	6	6	15	0	0
Zyski mniejszościowych	-40	-3	0	0	0
Zysk netto	64	202	281	263	287

Wycena sumą części (SOTP)

(mld HUF)	Wartość godziwa	FVPS (HUF)	Zysk netto				P/E		BV	P/BV
			2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2018
Węgry + pozostałe	1 841	6 893	168,6	153,1	158,4	10,9	12,0	11,6	740	2,5
CEE ogółem	1 316	4 915	92,9	125,0	143,8	14,2	10,5	9,1	896	1,5
DSK	564	2 112	46,1	50,3	52,8	12,2	11,2	10,7	244	2,3
OBS	35	130	-0,8	1,8	2,7	-42,2	19,6	13,1	28	1,3
OTP Banka Hrvatska	273	1 021	16,5	24,5	26,2	16,6	11,1	10,4	249	1,1
OTP Banka Romania	114	426	2,8	6,5	8,1	40,8	17,6	14,0	84	1,4
OTP Russia	231	854	17,0	27,7	35,1	14,0	8,6	6,7	165	1,4
CJSC OTP Bank	34	127	11,5	11,5	12,4	3,0	3,0	2,8	46	0,7
OTP Banka Serbia	58	217	-0,9	2,2	5,6	-67,2	28,3	11,4	57	1,1
CKB	7	27	1,0	0,5	0,8	7,4	14,6	8,6	22	0,3
Suma dywizji	3 156	11 808	261,5	278,0	302,3	12,1	11,4	10,4	1 636	1,9
Podatek bankowy	-155	-579								
Grupa OTP ogółem	3 002	11 229								

Cena bieżąca

11 590,00 HUF

potencjał zmiany

Cena docelowa

12 090,00 HUF

+4,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	12 090,00 HUF	2018-02-02

Podstawowe dane			OTP HB	vs. WIG
Ticker	OTP HB	Zmiana 1M	+8,1%	+15,2%
ISIN	HU00000061726	Zmiana YTD	+8,1%	+15,2%
Liczba akcji (mln)	267,0	Średni obrót 1M	5,6 mld HUF	
MC (mld HUF)	3 094,9	Średni obrót 6M	4,9 mld HUF	
		P/E 12M fwd	11,9	+18,1%
Free float	100,0%	P/E 5Y avg	10,0	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mld HUF)	2016	2017	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	522	547	605	629
WNDB	738	809	885	922
Koszty	-400	-442	-463	-466
Saldo rezerw	-93	-46	-75	-79
Zysk netto	202	281	263	287
P/E	14,9	10,7	11,5	10,5
P/BV	2,2	1,9	1,7	1,5
ROE	15,3%	18,4%	15,3%	15,1%
DPS	173,01	199,22	253,21	260,44
DYield	1,5%	1,7%	2,2%	2,2%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P
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%

Bilans

(mld HUF)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Kredyty netto	5 410	5 736	6 988	7 531	7 990
Pozostałe aktywa	5 309	5 571	6 203	6 286	6 408
Aktywa razem	10 719	11 308	13 190	13 817	14 398
Depozyty	7 985	8 541	10 219	10 439	11 002
Pozostałe zobowiązania	1 501	1 346	1 328	1 580	1 383
Udziały mniejszościowe	3	3	3	4	4
Kapitały własne	1 231	1 417	1 640	1 794	2 008

Wskaźniki

(%)	2015	2016	2017	2018P	2019P
NIM	5,1%	4,7%	4,5%	4,5%	4,5%
C/I	51,7%	54,2%	54,6%	52,3%	50,5%
CoR	3,3%	1,4%	0,6%	0,9%	0,9%
NPL Ratio	17,4%	15,2%	9,2%	12,9%	13,7%
Tier 1	13,3%	13,5%	12,7%	16,3%	17,1%

Podsumowanie wyceny

(mld HUF)	waga	wycena
Koszt kapitału 12M		10,2%
DDM	50%	3 286
Zyski ekonomiczne	50%	3 051
Średnia wartość godziwa		3 168
na akcję (HUF)		11 808
Podatek bankowy		-579
Zyski mniejszościowych		-57
Wartość godziwa na akcję (HUF)		11 229
Koszt kapitału 9M		7,7%
Cena docelowa za 9M (HUF)		12 090

PZU kupuj (bez zmian)

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

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj dla PZU. Nasza prognoza wyników dla PZU znajduje się powyżej konsensusu na lata 2018-19. Uważamy, że odległe podwyżki stóp procentowych powinny pozytywnie działać na sentyment do ubezpieczyciela. Do głównych atutów PZU należy też zaliczyć bliską współpracę z Pekao, której efekty nie są jeszcze uchwycone w konsensusie, a powinny wspierać przypis składki zarówno po stronie majątku jak i życia. Nowo przedstawiona strategia PZU na lata 2018-2020, która obejmuje takie cele jak >22% ROE, jest w zasięgu ubezpieczyciela. Ze względu na ponadprzeciętne ROE (22%), dywidendę (dividend yield w latach 2018-19 na poziomie 6-7%) oraz brak istotnego ryzyka operacyjnego, PZU przedstawia się nadal jako bardzo atrakcyjna alternatywa dla sektora bankowego, który w znaczący sposób może być w przyszłości penalizowany za swoją ekspozycję na kredyty CHF. W 2018 roku PZU będzie musiało podjąć decyzję odnośnie przyszłości swoich aktywów bankowych, gdzie z jednej strony Pekao dąży do fuzji z Alior Bankiem, a z drugiej PFR wskazuje potencjał fuzji Pekao z PKO BP. Zwracamy też uwagę, że ewentualna wymiana akcji pomiędzy akcjonariuszami Pekao oraz Alior Banku w przypadku fuzji zwiększyłaby udział PZU w akcjonariacie Pekao, co z kolei utrudniłoby odkup udziału posiadanego w Pekao przez PFR (po odkupie PZU musiałoby zrobić wezwanie do 66% akcji, co z kolei mogłoby mieć konsekwencje dla dywidendy PZU). Ponadto PFR przy zakupie udziału Pekao podkreślał istotę dywidendy płynącej z banku, która mogłaby zostać znacząco zredukowana w przypadku fuzji.

Cena bieżąca	41,81 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	50,58 PLN	+21,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	50,58 PLN	2018-03-05

Podstawowe dane		PZU PW	vs. WIG
Ticker	PZU PW	Zmiana 1M	-0,8% +6,2%
ISIN	PLPZU0000011	Zmiana YTD	-0,8% +6,2%
Liczba akcji (mln)	863,5	Średni obrót 1M	57,9 mln PLN
MC (mln PLN)	36 103,9	Średni obrót 6M	64,3 mln PLN
		P/E 12M fwd	11,2 -11,5%
Free float	64,8%	P/E 5Y avg	12,7 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P
Skł. przyp. brutto	20 219	22 847	23 179	23 815
Odszkodowania	-12 732	-14 942	-14 644	-15 030
Wynik inw.	1 300	1 895	1 971	1 717
Koszty razem	-4 246	-4 511	-5 243	-5 370
Zysk netto	1 947	2 910	3 359	3 433
P/E	19,1	12,8	11,1	10,8
P/BV	2,8	2,5	2,3	2,2
ROE	15,0%	21,1%	22,2%	21,4%
DPS	2,08	1,40	2,70	3,11
DYield	5,0%	3,3%	6,4%	7,4%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P
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)	2015	2016	2017	2018P	2019P
Składka przypisana brutto	18 359	20 219	22 847	23 179	23 815
Składka zarobiona netto	17 385	18 625	21 354	21 668	22 263
Odszkodowania i świadcze	-11 857	-12 732	-14 942	-14 644	-15 030
Wynik inwestycyjny	1 739	1 300	1 895	2 208	2 276
Koszty akwizycji	-2 376	-2 613	-2 901	-3 186	-3 280
Koszty administracyjne	-1 658	-1 633	-1 610	-1 816	-1 844
Pozostałe przychody/koszt	164	-604	-773	-696	-702
Wynik na działalności bank	0	691	2 487	4 055	4 879
Wynik operacyjny	2 939	3 034	5 510	7 111	7 756
Koszty finansowe	0	0	0	0	0
Jednostki zależne	0	-3	16	-3	-3
Zysk brutto	2 939	3 031	5 526	7 108	7 753
Podatek dochodowy	-602	-614	-1 293	-1 331	-1 398
Zysk mniejszości	4	470	1 323	2 418	2 922
Zysk netto	2 342	1 947	2 910	3 359	3 433

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2018-19)	4 260	14%
Korekta o PV	784	3%
Etap II (2020-34)	18 270	62%
Etap III (2035-54)	5 463	18%
Wartość rezydualna	843	3%
Wartość godziwa	29 619	100%
Liczba akcji (mln)	864	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	34,30	
Cena docelowa za 9M (PLN)	36,49	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	11 427	41%
Etap I (2017-19)	3 615	13%
Korekta o PV	173	1%
Etap II (2020-34)	9 922	36%
Etap III (2035-54)	2 663	10%
Wartość godziwa	27 801	100%
Liczba akcji (mln)	864	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	32,19	
Cena docelowa za 9M (PLN)	34,25	

Wycena PZU (bez banków)

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	29 619
Zyski ekonomiczne	50%	27 801
Średnia wartość godziwa		28 710

Wycena sumą części (SOTP)

(mln PLN)	łącznie	na akcję
PZU (bez banków)	28 710	33,25
Bank Pekao	8 480	9,82
Alior Bank	3 870	4,48
Suma części	41 060	47,55
Cena docelowa za 9M (PLN)		50,58

GetBack kupuj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Na moment publikacji tego dokumentu GetBack uzyskał zgodę NWZA na emisję 20 mln nowych akcji. Jednocześnie Zarząd poinformował, że cena w emisji nie będzie niższa niż 10 PLN co również wyznacza minimalny poziom ceny dla 2 emisji. Oznacza to, że spółka w wyniku podniesienia kapitału może maksymalnie uzyskać 700 mln PLN, wobec pierwotnie zakładanego 1 mld PLN. Prezes podał, że w obu emisjach prawo pierwszeństwa będą mieli inwestorzy, którzy posiadają 0,5% udziału w spółce. Ponadto, znacząca część 2 emisji skierowana będzie do dwóch strategicznych inwestorów (inwestycja na 10 lat), ale nie branżowych. Emisje akcji w połowie mają posłużyć do restrukturyzacji zadłużenia, a w połowie na dalsze nabycia portfeli. Dzięki restrukturyzacji zadłużenia spółka oczekuje spadku kosztów finansowania o 80-90 mln PLN. Po emisji kapitału GetBack chce utrzymywać wskaźnik długu netto/KW na poziomie 1,20-1,25x. Spółka nadal planuje przeznaczyć 80-90% nakładów na rynek Polski. Zarząd podał także, że zysk netto GetBack w kolejnych latach jak i w 2017 powinien rosnąć w tempie +20-25%. Ponadto, w ostatnich dniach spółka podała, że pozyskała finansowanie w kwocie 143 mln PLN z emisji obligacji oraz główny akcjonariusz (DNLD S.a.r.l.) udzieli spółce pożyczki w wysokości 50 mln PLN (do 85 mln PLN) na poczet emisji akcji. W chwili obecnej nie uwzględniamy emisji akcji ani jej skutków w naszych prognozach.

Cena bieżąca

6,30 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

33,38 PLN

+429,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	33,38 PLN	2017-11-30

Podstawowe dane			GBK PW	vs. WIG
Ticker	GBK PW	Zmiana 1M	-65,7%	-58,7%
ISIN	PLGTBCK00297	Zmiana YTD	-65,9%	-58,9%
Liczba akcji (mln)	100,0	Średni obrót 1M	12,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	630,0	Średni obrót 6M	5,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	730,1	EV/EBITDA 12M fwd	5,2	-23,4%
Free float	39,9%	EV/EBITDA 5Y avg	6,8	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody ogółem	416	771	1 170	1 511	1 864
z zakupu wierzyt.	334	647	1 019	1 316	1 618
z funduszy zew.	87	87	128	174	218
Koszty operacyjne	-176	-363	-492	-641	-797
Zysk netto	200	261	370	412	454
P/E	4,0	3,4	2,7	2,4	2,2
P/BV	1,3	0,6	0,5	0,4	0,3
ROE	70,0%	37,2%	30,8%	25,9%	22,4%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
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)	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody	416	771	1 170	1 511	1 864
fundusze własne	334	647	1 019	1 316	1 618
fundusze zewnętrzne	87	87	128	174	218
pozostałe	-5	37	24	20	28
Koszty ogólne	-176	-363	-492	-641	-797
EBITDA	241	408	678	869	1 067
Amortyzacja	-6	-24	-31	-35	-38
EBIT	235	384	647	834	1 029
Przychody/koszty fin.	-63	-89	-105	-130	-165
Zysk brutto	191	218	388	453	561
Podatek dochodowy	9	44	-17	-41	-107
Zysk mniejszościowych	0	0	0	0	0
Zysk netto	200	261	370	412	454
Nakłady na nowe portfele	912	2 100	2 100	1 900	1 500
Splaty	-335	-761	-1 199	-1 584	-1 990

Wycena DDM oraz EVA

(mln PLN)	DDM	EVA
Początkowe TNAV	386	
Etap I (2017-26)	1 184	1 975
Etap II (2027-46)	1 306	499
PV TV	276	
Wartość godziwa na 12/2017	2 766	2 860
Korekta o wartość pieniądza w czasie	236	232
Obecna wartość firmy	3 002	3 092
Liczba akcji (mln)	100,0	100,0
Koszt kapitału	8,5%	8,5%
Wartość godziwa na akcję (PLN)	30,02	30,92
Cena docelowa za 9M (PLN)	31,94	32,90

Podsumowanie DCF

	(mln PLN)
Suma FCF	274
Wartość rezydualna (TV)	8 362
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana wartość rezydualna (PV TV)	3 308
Wartość firmy (EV)	3 583
Dług netto	796
Podwyższenie kapitału	370
Wartość firmy na 01/2017	3 157
Korekta o wartość pieniądza w czasie	257
Obecna wartość godziwa	3 413
Ilość akcji (mln)	100,0
Wartość firmy na akcję (PLN)	34,13

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	33%	3 002
Zyski ekonomiczne	33%	3 092
DCF	33%	3 413

Wycena na akcję

(PLN)	waga	wycena
DDM	33%	30,02
Zyski ekonomiczne	33%	30,92
DCF	33%	34,13
Średnia wartość godziwa		31,69
Koszt kapitału 9M		8,5%
Cena docelowa za 9M (PLN)		33,38

Kruk kupuj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Po ogłoszeniu wstępnych wyników za 2017 rok kurs akcji uległ mocnej przecenie ze względu na problemy spółki na rynku włoskim. Kruk ogłosił negatywne rewaluacje portfeli zakupionych na rynku włoskim w 2016 roku. Zarząd obecnie jest bardziej optymistyczny i w najbliższej przyszłości nie widzi problemów związanych z rynkiem Włoskim. Uważamy, że wyniki na rynku Włoskim będą także wspierane przez rozszerzenie działalności Kruka na segment inkaso, co także pozwoli lepiej wyceniać portfele. Jednocześnie Zarząd podkreśla, że biznes w Polsce oraz w Rumunii kwitnie i należy się spodziewać kolejnych wysokich pozytywnych rewaluacji w 2018, a także w 2019 roku. Finalnie Zarząd oczekuje, że EPS spółki wzrośnie w wysokim tempie dwucyfrowym w 2018 roku, a efektywna stawka podatkowa wyniesie 10% wobec 19% wcześniej oczekiwanych. W dalszym ciągu podkreślamy, że Kruk powinien pozostać pośrednim beneficjentem ostatnich programów rządowych, takich jak podatek bankowy, IFRS9 czy Rodzina 500+, ze względu na rosnącą podaż wierzytelności ze strony polskiego sektora bankowego oraz poprawiającą się zdolność polskich gospodarstw domowych do regulowania długów. Nasza 9M cena docelowa na poziomie 300,94 PLN/akcję przekłada się na wskaźnik 2019P P/E 13,7x oraz EV/Cash EBITDA 5,8x.

Cena bieżąca

258,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

300,94 PLN

+16,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	300,94 PLN	2018-02-02

Podstawowe dane			KRU PW	vs. WIG
Ticker	KRU PW	Zmiana 1M	-1,3%	+5,8%
ISIN	PLKRK0000010	Zmiana YTD	-1,3%	+5,8%
Liczba akcji (mln)	18,7	Średni obrót 1M	15,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 839,8	Średni obrót 6M	16,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	-	EV/EBITDA 12M fwd	13,0	+1,8%
Free float	87,0%	EV/EBITDA 5Y avg	12,8	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody ogółem	783	1 055	1 161	1 301	1 463
z zakupu wierzyt.	725	972	1 071	1 207	1 364
z inkasa	32	59	61	62	63
Koszty operacyjne	-117	-144	-148	-169	-190
Zysk netto	249	295	353	415	442
P/E	15,5	13,3	11,1	9,4	8,9
P/BV	3,7	3,3	2,7	2,3	2,1
ROE	24,6%	21,9%	21,8%	21,5%	20,1%
DPS	2,00	2,26	5,00	5,66	11,08
DYield	0,8%	0,9%	1,9%	2,2%	4,3%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Nabyte pakiety wierzytel.	454	559	643	748	834
Usługi windykacyjne	9	15	18	20	20
Pozostałe produkty	13	15	19	21	23
Marża pośrednia	477	589	680	789	878
Koszty ogólne	117	148	157	169	190
Wynik na pozostałej działalności	3	-2	-3	-4	-4
EBITDA	363	439	519	616	683
Amortyzacja	14	19	22	24	26
EBIT	349	421	498	592	657
Przychody/koszty finansów	-63	-86	-105	-130	-165
Zysk brutto	286	335	393	462	492
Podatek dochodowy	38	-40	39	46	49
Zysk netto	249	295	353	415	442
Nakłady na nowe portfele	1 286	977	1 177	1 400	1 593
Spląty	-992	-1 369	-1 699	-1 985	-2 152

Wycena DDM oraz EVA

(mln PLN)	DDM	EVA
Początkowe TNAV		1 237
Etap I (2017-24)	595	1 310
Etap II (2025-44)	3 048	2 434
PV TV	2268	
Wartość godziwa na 07/2017	5 911	4 981
Korekta o wartość pieniądza w czasie	279	30
Obecna wartość firmy	6 190	5 011
Liczba akcji (mln)	18,7	18,7
Koszt kapitału	8,0%	8,0%
Wartość godziwa na akcję (PLN)	330,22	267,36
Cena docelowa za 9M (PLN)	353,99	286,60

Podsumowanie DCF

	(mln PLN)
Suma FCF	220
Wartość rezydualna (TV)	9 853
Wzrost FCF po prognozie	3,3%
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	5 717
Wartość firmy (EV)	5 937
Dług netto	1 379
Udziałowcy mniejszościowi	0
Wartość firmy na 01/2017	4 558
Korekta o wartość pieniądza w czasie	27
Obecna wartość godziwa	4 585
Ilość akcji (mln)	18,7
Wartość firmy na akcję (PLN)	244,62

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	33%	6 190
Zyski ekonomiczne	33%	5 011
DCF	33%	4 585

Wycena na akcję

(PLN)	waga	wycena
DDM	33%	330,22
Zyski ekonomiczne	33%	267,36
DCF	33%	244,62
Średnia wartość godziwa		280,73
Koszt kapitału 9M		6,2%
Cena docelowa za 9M (PLN)		300,94

Prime Car Management kupuj (podtrzymana)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą pozytywną rekomendację kupuj na Prime Car Management (Grupa Masterlease), ale obniżamy naszą cenę docelową do poziomu 33,00 PLN/akcję. Niższa cena docelowa odzwierciedla gorsze niż oczekiwaliśmy wyniki w 2017 roku, ale także bardziej ostrożną prognozę Zarządu. Na ostatnim spotkaniu z Zarządem po publikacji wyników spółka przyznała, że uruchomienie programu motywacyjnego w 2019 roku, a co za tym idzie osiągnięcie zysku netto na poziomie 44 mln PLN, może być poza zasięgiem firmy. Obecnie oczekujemy wyniku netto na poziomie 35,9 mln PLN w 2018 roku oraz 41,3 mln PLN w 2019 roku. Ponadto nasze prognozy przewidują redukcję dywidendy do 60% wypłaty w 2019 roku, tak aby wskaźnik dług/KW nie przekroczył 4,0x. Niemniej jednak uważamy, że DYield na poziomie 13,3-7,7% w kolejnych latach przedstawia się bardzo konkurencyjne wobec innych spółek finansowych na polskim rynku. Finalnie uważamy, że spółka ma nadal bardzo dobre perspektywy rozwoju zmieniając profil rozwoju z leasingu finansowego i segmentu FSL do abonamentu oraz wynajmu krótko-terminowego zgodnie ze światowymi trendami. Według szacunków, w Wielkiej Brytanii, czyli drugim europejskim rynku motoryzacyjnym w Europie, 80% sprzedaży samochodów odbywa się w modelu abonamentu wobec 1% obecnie w Polsce. Jednocześnie uważamy, że wraz ze wzrostem świadomości konsumentów abonament będzie wypierał kredyty samochodowe, które w Polsce obciążone są dodatkowo podatkiem bankowym.

Cena bieżąca	23,60 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	33,00 PLN	+39,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	33,00 PLN	2018-04-06
poprzednia	kupuj	35,30 PLN	2018-02-02
Podstawowe dane		PCM PW	vs. WIG
Ticker	PCM PW	Zmiana 1M	-17,3% -10,3%
ISIN	PLPRMCM00048	Zmiana YTD	-17,3% -10,3%
Liczba akcji (mln)	11,9	Średni obrót 1M	0,5 mln PLN
MC (mln PLN)	281,0	Średni obrót 6M	0,3 mln PLN
EV (mln PLN)	293,0	EV/EBITDA 12M fwd	8,2 +13,8%
Free float	40,0%	EV/EBITDA 5Y avg	7,2 premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody ogółem	573	599	663	729	773
z leasingu oper.	146	144	140	149	158
odsetkowe	44	53	60	76	93
Koszty razem	-527	-553	-617	-677	-717
Zysk netto	36	36	36	41	44
P/E	8,3	8,5	8,4	7,3	6,9
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
ROE	7,9%	8,0%	7,9%	8,9%	9,0%
DPS	5,50	2,36	3,13	1,81	1,39
DYield	23,3%	10,0%	13,3%	7,7%	5,9%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
Przychody z leasingu operacyjnego		-14,9%	-23,6%	-19,9%	
Przychody odsetkowe		+0,6%	-0,3%	+6,8%	
Przychody ogółem		-5,7%	-5,2%	-3,6%	
Koszty razem		-4,7%	-4,9%	-4,5%	
Zysk netto		-17,5%	-8,4%	+10,1%	

RZiS

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	435	467	497	543	582
z leasingu operacyjnego	146	144	140	149	158
z prowizji i opłat	235	265	292	313	325
odsetkowe	44	53	60	76	93
pozostałe	9	6	5	5	5
Koszty	402	435	466	507	544
napraw i serwisu	200	226	244	263	274
amortyzacja leasingu	118	111	117	122	127
ogólnego zarządu	43	44	48	51	53
odsetkowe	38	48	54	68	86
pozostałe	4	6	4	4	4
Wynik na remarketingu	14	14	15	17	18
Zysk (strata) brutto	46	46	46	53	56
Podatek dochodowy	-10	-10	-10	-11	-12
Zysk (strata) netto	36	36	36	41	44

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Należności z leasingu fin	833	985	1 154	1 342	1 462
Rzeczowe aktywa trwałe	643	712	750	783	812
Pozostałe aktywa	254	300	313	326	338
Aktywa razem	1 730	1 997	2 216	2 451	2 612
Obligacje i kredyty	1 220	1 469	1 679	1 883	2 007
Pozostałe zobowiązania	65	75	85	96	106
Kapitały własne	446	454	452	472	499

Wskaźniki

(%)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Marża finansowa	7,1%	5,0%	6,1%	8,0%	7,1%
Marża serwisowa	20,8%	23,3%	25,1%	26,8%	27,8%
Marża ubezpieczeniowa	11,0%	12,3%	18,5%	18,8%	18,5%
Marża na usługach	3,4%	3,9%	4,5%	4,8%	5,0%
Wskaźnik D/E	273,7%	323,6%	371,3%	398,9%	402,0%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
PV Dywidend (Etap I)	111	29%
PV Dywidend (Etap II)	68	18%
PV wartości rezidualnej	204	53%
Wartość godziwa na 07/2017	383	100%
Korekta o wartość pieniądza w czasie	23	
Wartość godziwa	405	
Liczba akcji (mln)	11,9	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	34,05	
Cena docelowa za 9M (PLN)	36,22	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowy TNAV	454	139%
Etap I (2017-2027)	-48	-15%
Etap II - 20-lat	-80	-24%
Wartość godziwa na 01/2017	326	100%
Korekta o wartość pieniądza w czasie	7	
Wartość godziwa	333	
Liczba akcji (mln)	11,9	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	27,99	
Cena docelowa za 9M (PLN)	29,78	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	405
Zyski ekonomiczne	50%	333
Średnia wartość godziwa		369
na akcję (PLN)		31,0
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		33,00

Skarbiec Holding kupuj (bez zmian)

Michał Konarski

+48 22 438 24 05

michal.konarski@mbank.pl

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Skarbiec Holding. Nowa strategia obowiązuje do 2020 roku i zakłada podwojenie aktywów funduszy detalicznych do 8 mld PLN, zwiększenie trzykrotnie liczby segmentów produktowych w ofercie oraz zwiększenie 4-krotnie liczby kanałów dotarcia do klientów. Osiągnięcie celów może być wsparte przez akwizycję chociaż priorytetem pozostaje wzrost organiczny. Uważamy, że cel na wzrost aktywów pod zarządzaniem jest bardzo ambitny i do 2020 roku aktywa pod zarządzaniem Skarbiec Holding mogą wzrosnąć „jedynie” do 7 mld PLN zakładając brak kryzysu na rynku. Jednocześnie zaznaczamy, że Skarbiec Holding w trakcie naszych prognoz pobiera success fee, którego udział systematycznie spada z 13% przychodów w roku bieżącym do 8% w finalnym roku naszej szczegółowej prognozy. Na 2018 i 2019 P/E Skarbiec Holding notowany jest z 40-43% dyskontem do światowych funduszy inwestycyjnych. Uważamy, że obecna wycena stwarza okazję inwestycyjną.

RZiS

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynagrodzenie stałe	67,1	69,6	82,2	93,0	106,9
Wynagrodzenie zmienne	1,8	31,4	12,7	14,6	16,0
Pozostałe	6,6	-25,6	-19,4	-32,3	-47,6
Przychody	75,4	75,4	75,4	75,4	75,4
Koszty dystrybucji	-32,3	-34,4	-39,7	-45,9	-53,8
Koszty świadczeń pracowni	-11,7	-16,3	-15,3	-16,0	-16,6
Pozostałe koszty działalności	-16,0	-18,5	-16,8	-17,5	-18,3
Koszty operacyjne	-60,1	-69,2	-71,8	-79,5	-88,7
Pozostałe	0,9	34,1	25,7	39,2	55,2
Zysk brutto	16,2	40,3	29,3	35,1	41,9
Podatek dochodowy	-3,2	-7,8	-5,6	-6,7	-8,0
Zysk netto	13,0	32,5	23,7	28,4	34,0
Aktywa detaliczne	2 906	3 919	4 518	5 247	6 195
Aktywa dedykowane	12 681	14 623	12 971	13 619	14 300
AUM ogółem	15 587	18 542	17 489	18 866	20 495

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
PV Dywidend (Etap I)	227	68%
PV Dywidend (Etap II)	105	31%
PV wartości rezydualnej	4	1%
Wartość godziwa na 07/2017	336	100%
Korekta o wartość pieniądza w czasie	18	
Wartość godziwa	354	
Rozwodnienie (program menadż.)	-15	
Obecna wartość godziwa	339	
Liczba akcji (mln)	6,8	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	49,73	
Cena docelowa za 9M (PLN)	53,83	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowy TNAV	100	31%
Etap I (2016-2025)	168	51%
Etap II - 20-lat	60	18%
Wartość godziwa na 01/2017	328	100%
Korekta o wartość pieniądza w czasie	21	
Wartość godziwa	349	
Rozwodnienie (program menadż.)	-15	
Obecna wartość godziwa	334	
Liczba akcji (mln)	6,8	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	49,02	
Cena docelowa za 9M (PLN)	53,06	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	33%	339
Zyski ekonomiczne	33%	334
Porównawcza	33%	401

Wycena na akcję

(PLN)	waga	wycena
DDM	33%	49,73
Zyski ekonomiczne	33%	49,02
Porównawcza	33%	58,85
Koszt kapitału 9M		8,3%
Cena docelowa za 9M (PLN)		56,30

Cena bieżąca

30,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

56,30 PLN

+87,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	56,30 PLN	2018-02-02

Podstawowe dane			SKH PW	vs. WIG
Ticker	SKH PW	Zmiana 1M	+8,3%	+15,4%
ISIN	PLSKRBH00014	Zmiana YTD	+8,3%	+15,4%
Liczba akcji (mln)	6,8	Średni obrót 1M		0,1 mln PLN
MC (mln PLN)	204,7	Średni obrót 6M		0,3 mln PLN
		P/E 12M fwd	7,2	-13,0%
Free float	25,4%	P/E 5Y avg	8,3	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody ogółem	109,2	100,1	113,6	129,6	149,4
opłata stała	69,6	82,2	93,0	106,9	123,6
opłata zmienna	31,4	12,7	14,6	16,0	18,3
Koszty razem	-69,2	-71,8	-79,5	-88,7	-99,3
Zysk netto	32,5	23,7	28,4	34,0	41,5
P/E	6,5	8,9	7,4	6,2	5,1
P/BV	2,0	2,1	2,1	2,1	2,0
ROE	34,1%	24,2%	29,8%	35,0%	41,4%
DPS	3,08	4,28	4,15	4,57	5,53
DYield	10,3%	14,3%	13,8%	15,2%	18,4%
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%	

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Środki pieniężne	16,3	17,3	18,3	19,3	20,3
Pozostałe aktywa	81,6	80,6	79,6	78,6	77,6
Aktywa razem	97,9	97,9	97,9	97,9	97,9
Obligacje i kredyty	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Pozostałe zobowiązania	8,1	-3,4	2,0	1,8	-0,9
Udziały mniejszościowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitały własne	89,3	100,8	95,4	95,6	98,4

Analiza porównawcza

	P/E			Kapitalizacja/AUM		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	4,9	6,9	6,3	0,0	0,0	0,0
Maksimum	25,2	21,5	18,6	5,3	0,3	0,2
Mediana	17,3	14,8	12,9	0,0	0,0	0,0
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Chemia

Ciech

kupuj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Wzrost spotowych cen w Azji w końcówce 2017 roku oraz czasowe wyłączenia mocy produkcyjnych w Chinach pozytywnie przełożyły się na wyniki Grupy Ciech w końcówce 2017 roku. Naszym zdaniem wyłączenia szkodliwych mocy produkcyjnych w Chinach nadal będą miały pozytywny wpływ na globalny bilans rynku sody w 2018 roku. Wysoki popyt z Azji budzi nadzieje na szybszą absorpcję nowych mocy produkcyjnych z Turcji. Dodatkowo Kazań Soda (2,5 mln ton nowej produkcji) przesunął moment pełnego rozpoczęcia produkcji na koniec 1Q'18 oraz w wywiadzie dla ICIS przedstawił, że cała planowa na 2018 roku produkcja jest już zakontraktowana. Naszym zdaniem taki scenariusz jest pozytywnym zaskoczeniem dla rynku i konsensusu, który w efekcie wzrostu mocy produkcyjnych oczekuje kolejnego spadku wyników Ciech w 2018 roku. Naszym zdaniem w 1H'18 oczekiwania analityków odnośnie potencjalnych wyników będą rewidowane w górę, co pozytywnie będzie wpływało na sentyment wokół chemicznej Spółki. Wyniki 4Q'17 były wyraźnie lepsze od oczekiwań analityków. Zarząd przy okazji przedstawił, że jest zadowolony z kontraktacji sody na 2018 roku. Jego zdaniem zrealizowany został cel odnośnie kontraktacji wolumenów sprzedaży, cen i dotarcia do klientów. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Grupy Ciech, a cenę docelową korygujemy o aktualizację wskaźników w wycenie porównawczej do 85,40 (wcześniej 85,87 PLN/akcja).

Cena bieżąca

57,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

85,40 PLN

+49,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	85,40 PLN	2018-04-06	
poprzednia	kupuj	85,87 PLN	2018-03-05	
Podstawowe dane			CIE PW	vs. WIG
Ticker	CIE PW	Zmiana 1M	-0,9%	+6,2%
ISIN	PLCIECH00018	Zmiana YTD	-0,9%	+6,2%
Liczba akcji (mln)	52,7	Średni obrót 1M	2,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 003,9	Średni obrót 6M	3,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 705,3	EV/EBITDA 12M fwd	5,7	-7,8%
Free float	33,0%	EV/EBITDA 5Y avg	6,2	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	3 455	3 579	3 781	3 749	3 859
EBITDA	884	833	797	768	816
marża EBITDA	25,6%	23,3%	21,1%	20,5%	21,1%
EBIT	660	589	543	522	564
Zysk netto	594	393	393	378	411
P/E	5,1	7,6	7,6	7,9	7,3
P/BV	1,7	1,4	1,2	1,1	1,1
EV/EBITDA	4,7	4,6	4,6	4,8	4,4
DPS	2,85	0,00	2,24	4,10	4,66
DYield	5,0%	0,0%	3,9%	7,2%	8,2%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA			+0,9%	+0,7%	+0,6%
Zysk netto			+1,6%	+8,3%	+7,9%
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%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
EBITDA soda	799	704	644	613	654
EBITDA organika	78	97	118	119	125
EBITDA krzemiany	35	37	40	40	42
EBITDA pozostałe	-33	-5	-4	-4	-4
EBITDA/t soda	348	306	268	255	272
Przepływy oper.	837	629	684	664	701
Amortyzacja	223	244	255	246	252
Kapitał obrotowy	97	-66	-3	0	-2
Przepływy inv.	-446	-389	-364	-384	-340
CAPEX	458	402	364	384	340
Przepływy fin.	-180	-164	-160	-257	-286
Dywidenda/buyback	-150	0	-118	-216	-246
FCF	387	234	323	281	363
FCF/EBITDA	44%	28%	41%	37%	44%
CFO/EBITDA	95%	75%	86%	86%	86%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Soda (USD/t)	261	257	265	260	260	260	260	260	260	260	260
Soda Ciech (PLN/t)	819,4	809,6	810,0	795,6	817,7	817,7	817,7	817,7	817,7	817,7	817,7
Soda vol (tys. ton)	2 295	2 300	2 400	2 400	2 400	2 400	2 400	2 400	2 400	2 400	2 400
Przychody	3 781	3 749	3 859	3 900	3 912	3 924	3 936	3 948	3 961	3 978	3 995
EBITDA	797	768	816	787	781	775	770	765	759	761	763
marża EBITDA	21,1%	20,5%	21,1%	20,2%	20,0%	19,7%	19,6%	19,4%	19,2%	19,1%	19,1%
EBIT	543	522	564	541	542	542	533	524	515	513	511
Podatek	107	103	112	107	108	108	106	105	103	103	103
CAPEX	-364	-384	-340	-217	-224	-230	-236	-240	-244	-248	-251
Kapitał obrotowy	-3	0	-2	-1	0	0	0	0	0	0	0
FCF	323	281	363	461	449	437	428	420	412	411	409
PV FCF	305	247	294	345	309	276	247	223	202	185	
WACC	7,8%	7,8%	7,9%	8,0%	8,2%	8,3%	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)	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Aktywa	4 502	4 644	5 026	5 180	5 371
Aktywa trwałe	3 210	3 205	3 376	3 515	3 604
Kapitał własny	1 767	2 188	2 522	2 684	2 849
Udział mniejszości	-3	-3	-3	-3	-3
Dług netto	1 116	865	704	681	606
Dług netto/EBITDA (x)	1,3	1,0	0,9	0,9	0,7
Dług netto/kap. wł. (x)	0,6	0,4	0,3	0,3	0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	8,7	7,5	7,2	6,4	5,1	4,7
Maksimum	19,4	17,6	16,8	11,5	10,4	9,8
Mediana	13,6	12,3	11,3	7,3	6,6	6,3
waga	20%	20%	10%	20%	20%	10%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana wartość FCF	2 635
Dług netto	865
Inne korekty	-3
Wycena DCF na akcję (PLN)	87,58

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	73,09
DCF	50%	87,58
Cena wynikowa		80,34
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		85,40

Grupa Azoty trzymaj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

W całym 2018 roku naszym zdaniem światowy rynek nawozowy nadal odczuwać będzie mniejszy eksport mocznika z Chin (ograniczenia produkcji nieefektywnej i szkodliwej dla środowiska). Z drugiej jednak strony w 2017 i 2018 roku według Yara uruchomione zostanie łącznie 13,3 mln ton nowych mocy nawozowych (średnio w ostatnich 10-ciu latach 3 mln ton rocznie). Utrzymujące się niskie ceny płodów rolnych (zbilansowany rynek zbóż w sezonie 2017/18) przy rosnących kosztach ropy i umacnianiu się walut rynków wschodzących (główni eksporterzy zbóż) negatywnie przekładają się na rentowność produkcji rolnej. Jeżeli ceny zbóż pozostaną na niskich poziomach, to istnieje ryzyko, że rolnicy będą mieć ograniczoną przestrzeń do akceptacji wyższych cen nawozów. Na początku 2018 roku producenci nawozów mierzą się z wyższymi cenami gazu ziemnego, co negatywnie wpływa na ich rentowność. Naszym zdaniem słabsze zachowanie cen nawozów saletranych w drugiej połowie XII'17 przy wyższych r/r (w USD) cenach gazu może naszym zdaniem rozpocząć spekulacje nad możliwością poprawienia wyników Grupy Azoty w 1Q'18. Według naszych prognoz 4Q'17 będzie ostatnim kwartałem, w którym Grupa wyraźnie poprawia rezultaty r/r. Naszym zdaniem biorąc pod uwagę większą ilość planowanych w 2018 roku przestojów modernizacyjnych Grupie Azoty nie uda się poprawić zeszłorocznych rezultatów. Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla Grupy Azoty, a cenę docelową pozostawiamy bez zmian na poziomie 67,13 PLN.

Cena bieżąca

56,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

67,13 PLN

+19,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	67,13 PLN	2018-03-05

Podstawowe dane			ATT PW	vs. WIG
Ticker	ATT PW	Zmiana 1M	-19,3%	-12,2%
ISIN	PLZATRM00012	Zmiana YTD	-19,3%	-12,2%
Liczba akcji (mln)	99,2	Średni obrót 1M	2,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	5 574,8	Średni obrót 6M	3,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	7 122,1	EV/EBITDA 12M fwd	5,4	-20,5%
Free float	22,7%	EV/EBITDA 5Y avg	6,9	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	8 956	9 821	9 968	10 477	10 899
EBITDA	997	1 239	1 199	1 277	1 289
marża EBITDA	11,1%	12,6%	12,0%	12,2%	11,8%
EBIT	486	722	609	619	601
Zysk netto	343	518	421	420	407
P/E	16,2	10,8	13,3	13,3	13,7
P/BV	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA	6,5	5,5	5,9	5,7	5,5
DPS	0,84	0,79	1,04	1,27	2,96
DYield	1,5%	1,4%	1,9%	2,3%	5,3%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
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%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
EBITDA nawozy	998	600	601	521	601
EBITDA tworzywa	-10	-33	253	235	215
EBITDA chemia	135	271	292	311	309
EBITDA energetyka	77,9	95,5	65,6	70,6	76,1
EBITDA pozostałe	115	40	83	61	76
Przepływy oper.	1 630	1 136	1 064	1 080	1 140
Amortyzacja	479	511	517	589	657
Kapitał obrotowy	300	137	-28	-5	-17
Przepływy inw.	-1 503	-1 303	-1 230	-1 068	-933
CAPEX	1 055	1 236	1 330	1 168	1 033
Przepływy fin.	68	76	-135	-165	-198
Dywidenda/buyback	0	-83	-78	-104	-126
FCF	403	-214	-242	-82	119
FCF/EBITDA	31%	-21%	-20%	-7%	9%
CFO/EBITDA	125%	114%	86%	90%	89%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Mocznik (PLN/t)	1 504	1 546	1 629	1 673	1 662	1 641	1 619	1 633	1 635	1 648	1 627
Saletra (PLN/t)	1 256	1 306	1 376	1 391	1 367	1 345	1 323	1 338	1 339	1 350	1 327
Gaz ziem. (PLN/m3)	963	989	1 134	1 206	1 185	1 138	1 099	1 142	1 145	1 148	1 097
Przychody	9 821	9 968	10 477	10 899	10 939	10 957	10 964	11 216	11 372	11 558	11 589
EBITDA	1 239	1 199	1 277	1 289	1 356	1 334	1 294	1 305	1 316	1 359	1 359
marża EBITDA	12,6%	12,0%	12,2%	11,8%	12,4%	12,2%	11,8%	11,6%	11,6%	11,8%	11,7%
EBIT	722	609	619	601	681	691	681	708	728	773	773
Podatek	123	107	108	105	121	124	123	128	132	141	142
CAPEX	-1 330	-1 168	-1 033	-634	-590	-573	-578	-583	-568	-589	-586
Kapitał obrotowy	-28	-5	-17	-14	-1	-1	0	-8	-5	-6	-1
FCF	-242	-82	119	536	644	636	593	586	611	622	630
PV FCF	-242	-76	102	426	471	429	368	334	319	299	
WACC	8,1%	7,9%	7,9%	8,0%	8,1%	8,2%	8,3%	8,4%	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)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Aktywa	10 495	11 052	11 676	12 041	12 447
Aktywa trwałe	6 943	7 651	8 468	9 054	9 440
Kapitał własny	6 286	6 534	6 974	7 291	7 585
Udział mniejszości	626	595	620	641	660
Dług netto	-13	273	653	906	997
Dług netto/EBITDA (x)	0,0	0,3	0,5	0,8	0,8
Dług netto/kap. wł. (x)	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	10,4	9,4	7,7	7,5	6,3	5,6
Maksimum	25,2	40,0	23,7	17,0	11,6	9,9
Mediana	15,9	14,1	11,5	9,0	7,7	6,7
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	2 429
Dług netto	273
Inne korekty	-595
Wycena DCF na akcję (PLN)	62,62

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	63,67
DCF	50%	62,62
Cena wynikowa		63,15
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		67,13

Polwax kupuj (bez zmian)

Kamil Kliszczyk

+48 22 438 24 02

kamil.kliszczyk@mbank.pl

Sytuacja na rynku gaczy parafinowych nadal nie ulega poprawie. Benchmark ICSI od wielu miesięcy pozostaje stabilny, a presja podażowa z kierunku wschodniego nie pozwala na podwyżki cen parafin zniczowych. Nie jest to dobry prognostyk dla 1Q'18, ale w naszej opinii kolejne kwartały powinny przynosić stopniową poprawę. Nadal zakładamy scenariusz przełożenia wyższych cen ropy na ciężkie produkty rafinacji, szczególnie że w ostatnich tygodniach crack HSFO spadł do lokalnych minimów, co może skutkować zmniejszeniem produkcji w rafineriach o słabej strukturze uzysków i w efekcie spadkiem nadpodaży na rynku gaczy. Dodatkowo w drugiej połowie roku rentowność powinien wspierać kontrakt z siecią Biedronka, w którym udało się nieco podnieść ceny produktów, co powinno zawiązką skompensować wyższe koszty pracy. W naszym bazowym scenariuszu oczekujemy poprawy oczyszczonego wyniku EBITDA o niecałe 3 mln PLN (+10%) i na razie mimo słabszych perspektyw na początek roku, utrzymujemy tę prognozę. Podtrzymujemy rekomendację kupuj. Zwracamy uwagę, że na bazie oczyszczonych wyników 2017 Spółka jest wyceniana na 5,9x P/E i 4,5x EV/EBITDA, a te rezultaty zdecydowanie odbiegają od potencjału Polwaxu. Oczywiście najbliższe 2 lata upłyną pod znakiem znacznego zwiększenia zadłużenia w związku z realizacją projektu Future, co uzasadnia dyskonto w wycenie, ale odchylenie rzędu 50% wydaje się mocno krzywdzące, szczególnie w kontekście oczekiwanych efektów tej inwestycji.

Cena bieżąca

10,60 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

18,80 PLN

+77,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	18,80 PLN	2018-02-02

Podstawowe dane			PWX PW	vs. WIG
Ticker	PWX PW	Zmiana 1M	-4,1%	+3,0%
ISIN	PLPOLWX00026	Zmiana YTD	-4,1%	+3,0%
Liczba akcji (mln)	10,3	Średni obrót 1M	0,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	109,2	Średni obrót 6M	0,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	193,7	EV/EBITDA 12M fwd	6,4	+10,7%
Free float	84,9%	EV/EBITDA 5Y avg	5,8	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody	294,6	283,5	320,1	321,9	418,9
EBITDA	31,0	27,0	30,9	34,1	39,6
marża EBITDA	10,5%	9,5%	9,7%	10,6%	9,4%
EBIT	26,4	22,2	26,3	29,4	29,6
Zysk netto	20,9	17,2	19,7	21,9	19,1
P/E	5,2	6,4	5,6	5,0	5,7
P/BV	1,3	1,0	0,9	0,7	0,7
EV/EBITDA	4,3	4,8	6,3	6,8	6,1
DPS	1,06	0,00	0,00	0,00	0,64
DYield	10,0%	0,0%	0,0%	0,0%	6,0%
Zmiana prognoz			2017P	2018P	2019P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Capex			0,0%	0,0%	0,0%
Parafiny EUR/t			0,0%	0,0%	0,0%
EUR/PLN			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody	294,6	283,5	320,1	321,9	418,9
znicze	58,0	60,0	59,4	59,4	59,4
parafiny znicze/świece	161,2	143,7	167,6	168,8	186,8
parafiny specjalistyczne	62,7	67,5	80,7	81,3	160,3
Zysk brutto ze sprzedaży	49,4	46,9	51,2	54,8	57,3
Marża brutto ze sprzed	16,8%	16,5%	16,0%	17,0%	13,7%
K. sprzedaży /przychody	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,8%
Saldo na dz. pozostałej	0,5	-1,2	0,0	0,0	0,0
Saldo finansowe	-0,5	-0,9	-2,0	-2,3	-6,0
Wolumen w tys. ton	59,7	59,5	60,0	60,0	80,2
w tym segm. zniczowy	42,5	40,0	40,0	40,0	40,0
segment przemysłowy	17,2	19,5	20,0	20,0	40,2
Dynamika cen					
segment zniczowy	5,1%	-5,3%	16,7%	0,7%	10,7%
segment specjalistyczny	5,4%	-4,9%	16,7%	0,7%	-1,9%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Parafiny (EUR/t)	1028	1222	1240	1372	1470	1470	1470	1470	1470	1470	1470
Gacz (EUR/t)	626	732	724	777	801	801	801	801	801	801	801
EUR/PLN	4,26	4,18	4,15	4,15	4,15	4,15	4,15	4,15	4,15	4,15	4,15
Przychody	283,5	320,1	321,9	418,9	465,0	466,9	468,9	470,9	472,8	474,9	474,9
EBITDA	27,0	30,9	34,1	39,6	50,4	49,1	49,0	48,9	48,8	48,7	48,7
marża EBITDA	9,5%	9,7%	10,6%	9,4%	10,8%	10,5%	10,5%	10,4%	10,3%	10,3%	10,3%
EBIT	22,2	26,3	29,4	29,6	39,9	37,8	37,1	37,2	37,2	37,3	34,5
Podatek	4,2	5,0	5,6	5,6	7,6	7,2	7,0	7,1	7,1	7,1	6,6
CAPEX	-19,4	-83,2	-68,2	-12,6	-14,0	-14,0	-14,1	-14,1	-14,2	-14,2	-14,2
Kapitał obrotowy	1,0	-4,2	2,9	-17,7	-7,6	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
FCF	5,0	-60,8	-36,2	4,4	21,9	28,2	28,2	28,1	27,9	27,7	28,3
PV FCF	5,0	-56,6	-31,4	3,5	16,5	19,7	18,3	16,9	15,6	14,4	
WACC	8,4%	7,5%	7,3%	7,3%	7,5%	7,6%	7,6%	7,7%	7,7%	7,7%	8,6%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	21,3	22,9	20,1	29,5	11,4
CFO/EBITDA	69%	85%	65%	87%	29%
Capex	5,0	19,4	83,2	68,2	12,6
Kapitał obrotowy	77,8	76,8	81,0	78,1	95,8
Kapitał własny	87,1	104,3	124,0	145,9	158,5
Dług netto	24,9	21,4	84,5	123,2	130,9
Dług netto/EBITDA (x)	0,8	0,8	2,7	3,6	3,3

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	8,9	9,3	9,2	5,5	5,7	5,5
Maksimum	21,1	19,7	18,6	13,5	12,7	12,0
Mediana	12,6	11,6	11,2	7,5	6,8	6,7
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	215
Dług netto	25
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	18,45

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	16,80
DCF	50%	18,45
cena wynikowa		17,63
koszt kapitału 9M		6,7%
cena docelowa za 9M		18,80

Paliwa

Lotos

trzymaj (podwyższona)

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

Wydaje się, że „magia” zapowiadanej fuzji przestała już działać, a wypowiedź ministra niewykluczającego wymiany akcji zasiała niepokój akcjonariuszy, którzy liczyli na długoterminowe wsparcie dla kursu w postaci wezwania gotówkowego. Przypominamy, że w przypadku emisji połączeniowej to WZA PKN rząd będzie musiał bardziej szukać wsparcia mniejszości, co stawia akcjonariat Lotosu w gorszym położeniu. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami notowania koncernu wróciły w ostatnich tygodniach „pod panowanie” branżowych parametrów makro, które YTD nie rozpieszczają i zwiastują mocne pogorszenie wyników r/r. Ostatni tydzień lepszych marż przerobowych powinien być raczej traktowany jako chwilowe odbicie niż zwiastun powracającej świetności dla sektora (rosnąca podaż, słabnące dynamiki popytu, większa aktywność rafinerii rosyjskich i chińskich, pogorszenia marż na niszowych produktach ciężkich). Realizacja optymistycznych prognoz konsensusu będzie w naszej opinii zadaniem trudnym (nasze szacunki EBITDA 2018-19 12% poniżej średniej rynkowej) w kontekście niższego wydobycia, wyższych kosztów realizacji obowiązku NCW oraz opóźnienia na projekcie B8 i DCU (potencjał EBITDA to około 500-600 mln PLN). Ten rok może być gorszy także pod względem CF zarówno z uwagi na kapitał obrotowy, płatności podatkowe w Norwegii (podatek zapłacony w 9M'17 roku był 0,4 mld PLN niższy niż raportowany w P&L) jak i podwyższony capex. Po ostatnich spadkach zamykamy już naszą negatywną rekomendację i nieznacznie podnosimy cenę docelową z uwagi na uwzględnienie zagospodarowania złoża Yme (buduje to też tarczę podatkową podnosząc raportowany zysk netto) oraz lepszej pozycji bilansowej na koniec 2017 roku.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA LIFO skor.	2 596	3 050	2 203	2 544	2 936
upstream	692	863	784	799	1 074
rafineria	1 761	2 058	1 262	1 584	1 698
detal	140	139	156	159	163
EV/EBITDA LIFO skor.	5,7	4,1	6,4	5,5	4,7
Efekt LIFO	-77	171	100	99	102
Inne zd. jednorazowe	404	-148	-2	-2	-2
Saldo finansowe	-275	219	-310	-280	-273
Przerób ropy mln ton	10,4	9,6	10,4	10,4	10,2
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	5,9	7,7	4,7	5,8	6,1
detal EBITDA/tonę	129	131	131	131	132
upstream \$ EBITDA/boe	18,0	26,9	29,5	30,0	31,9
Wydobycie w mboe/d	26,7	23,3	20,6	20,3	24,9
gaz	15,6	13,4	10,2	8,7	12,0
ropa	11,1	9,9	10,4	11,6	12,9

Model DCF (bez segmentu wydobywczego)

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Brent (USD/Bbl)	65,0	65,0	70,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0
Marża+dyferencjał	5,0	5,0	5,5	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8
USD/PLN	3,54	3,60	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70
Przychody	25 264	25 863	28 081	30 128	30 128	30 128	30 128	30 128	30 128	30 187	30 187
EBITDA	1 518	1 842	1 962	1 897	1 890	1 883	1 875	1 868	1 860	1 852	1 852
marża EBITDA	6,0%	7,1%	7,0%	6,3%	6,3%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,1%	6,1%
EBIT	998	1 209	1 298	1 174	1 201	1 164	1 129	1 097	1 067	1 036	1 101
Podatek	190	230	247	223	228	221	214	208	203	197	209
CAPEX	-1 147	-610	-711	-752	-752	-752	-752	-752	-752	-752	-752
Kapitał obrotowy	-1 243	-269	-493	-187	7	25	19	37	10	5	5
FCF	-1 062	732	512	735	917	935	928	945	916	909	897
PV FCF	-1 008	648	422	562	652	615	565	533	478	439	
WACC	7,2%	7,2%	7,3%	7,8%	7,8%	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%

Cena bieżąca	54,60 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	51,73 PLN	-5,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	51,73 PLN	2018-04-06	
poprzednia	redukuj	51,08 PLN	2018-03-05	
Podstawowe dane			LTS PW	vs. WIG
Ticker	LTS PW	Zmiana 1M	-5,4%	+1,7%
ISIN	PLLOTOS000025	Zmiana YTD	-5,4%	+1,7%
Liczba akcji (mln)	184,9	Średni obrót 1M	15,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	10 094,1	Średni obrót 6M	19,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	14 217,0	EV/EBITDA 12M fwd	4,8	-21,8%
Free float	46,8%	EV/EBITDA 5Y avg	6,1	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	20 931,1	24 185,6	26 564,8	27 212,4	29 815,7
EBITDA	2 922,6	3 072,8	2 301,7	2 641,2	3 035,4
marża EBITDA	14,0%	12,7%	8,7%	9,7%	10,2%
EBIT	1 854,7	2 228,5	1 403,8	1 599,5	1 872,8
Zysk netto	1 015,2	1 671,8	689,0	915,0	1 030,0
P/E	9,9	6,0	14,7	11,0	9,8
P/BV	1,2	0,9	0,9	0,9	0,8
EV/EBITDA	5,1	4,1	6,2	5,4	4,6
DPS	0,00	1,00	1,63	1,49	2,47
DYield	0,0%	1,8%	3,0%	2,7%	4,5%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA LIFO			-2,9%	+0,3%	+7,0%
Zysk netto			-13,8%	+9,1%	+11,0%
Brent (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
USD/PLN			-1,0%	0,0%	0,0%

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	2 654	3 127	863	2 179	2 311
CFO/EBITDA LIFO skor.	102%	103%	39%	86%	79%
Capex	1 244	1 439	1 731	1 565	1 161
Kapitał obrotowy	3 867	4 035	5 141	5 411	5 904
Kapitał własny	8 611	10 712	10 964	11 541	12 051
Dług netto	4 808	2 505	4 123	4 131	3 776
Dług netto/EBITDA (x)	1,6	0,8	1,8	1,6	1,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	4,9	5,0	4,5	2,2	2,2	2,1
Maksimum	20,7	19,5	16,6	9,9	10,1	10,2
Mediana	10,7	10,8	9,5	4,7	4,8	4,5
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	10 081
Dług netto	2 505
Petrobaltic	1 967
Wycena DCF na akcję (PLN)	51,62

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	45,70
DCF	50%	51,62
Cena wynikowa		48,66
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		51,73

MOL trzymaj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Niezmienne utrzymujemy naszą neutralną rekomendację, nieznacznie korygując cenę docelową z uwagi na zmianę wskaźników w grupie porównawczej i nieznaczną obniżkę prognoz EBITDA. Standardowo wskazujemy, że nawet przy założeniach pogorszenia rentowności w 2018-19 (zwracamy uwagę, że odchylenie rentowności obszaru downstream od 10-letniej średniej rzędu 200 mld HUF), implikowane wskaźniki EV/CCS EBITDA są akceptowalne na tle najbliższych regionalnych konkurentów (4,8x vs. 7,5x dla PKN i 6,4x dla LTS). Dodatkowo Spółka oferuje atrakcyjny FCF yield w perspektywie najbliższych kilku lat, który powinien się przekładać na transfery do akcjonariuszy (podwyższona dywidenda w tym roku implikujące Dyield 4,6%, długoterminowy stopa wypłaty 2,5% oraz potencjał do umarzania akcji własnych, których Spółka posiada aż 9,3%). W przeciwieństwie do PKN Orlen nie dostrzegamy tutaj ryzyka zaangażowania w nowe duże projekty inwestycyjne. Potencjalnym źródłem zaskoczenia mogą być też przedstawione ostatnio działania efektywnościowe (uwzględniamy tylko połowę z planowanych 47 mld HUF celów efektywnościowych, a do szacowanych przez Zarząd zysków z nowych instalacji przykładamy 20-30% dyskonto). Nie można też lekceważyć scenariusza sprzedaży udziałów w INA, który nie tylko mógłby jednorazowo wpłynąć in plus na naszą wycenę Spółki (potencjalnie nawet +10-12% przy sprzedaży po cenie zakupu), ale w średnim terminie powinien również podnosić wskaźniki wyceny porównawczej (udział upstream w EBITDA spadłby z 34% do 23%). „Pozytywnym” ryzykiem dla naszych prognoz jest utrzymująca się, póki co wysoka marża modelowa w petrochemii.

Cena bieżąca

2 864 HUF

potencjał zmiany

Cena docelowa

2 898 HUF

+1,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	2 898 HUF	2018-04-06
poprzednia	trzymaj	3 027 HUF	2018-03-05
Podstawowe dane			MOL HB vs. WIG
Ticker	MOL HB	Zmiana 1M	-4,7% +2,4%
ISIN	HU0000153937	Zmiana YTD	-4,7% +2,4%
Skor. I. akcji (mln)	738,1	Średni obrót 1M	2 464,8 mln HUF
MC (mln HUF)	2 113 999,9	Średni obrót 6M	2 186,0 mln HUF
EV (mln HUF)	2 790 386,4	EV/EBITDA 12M fwd	4,2 -4,3%
Free float	53,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,4 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mld HUF)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	3 553,0	4 130,3	4 619,7	4 616,5	4 938,0
EBITDA	623,4	672,7	578,7	595,3	638,4
marża EBITDA	17,5%	16,3%	12,5%	12,9%	12,9%
EBIT	307,9	354,4	278,3	276,8	309,6
Zysk netto	263,5	307,0	193,1	190,9	224,1
P/E	8,0	6,9	10,9	11,1	9,4
P/BV	1,4	1,2	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA	4,9	4,3	4,8	4,8	4,4
DPS	70,88	78,13	127,50	67,06	70,41
DYield	2,5%	2,7%	4,5%	2,3%	2,5%
Zmiana prognoz			2017	2018P	2019P
CCS EBITDA			-1,1%	-2,0%	-2,4%
Zysk netto			-3,5%	-4,8%	-4,7%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Marża petchem (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Brent (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mld HUF)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA LIFO skor.	605	673	566	579	622
upstream	190	235	287	292	289
rafineria	178	198	107	114	139
detal	86	97	95	103	108
petchem	144	127	66	57	73
gaz	54	61	61	63	64
koszty ogólne	-48	-45	-50	-51	-51
EV/EBITDA LIFO skor.	4,9	4,2	4,8	4,8	4,4
Efekt LIFO	25	7	13	16	16
Inne zd. jednorazowe	-7	-7	0	0	0
Saldo finansowe	-35	11	-7	-8	-9
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	4,5	5,1	2,9	3,1	3,8
upstream \$ EBITDA/boe	17,7	23,9	29,8	30,7	32,3
Przerób ropy mln ton	19,2	19,3	19,3	19,3	19,3
Wydobycie mboe/d	112,6	107,4	110,1	108,8	102,9

Model DCF (bez segmentu wydobywczego)

(mld HUF)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	27+
Brent (USD/Bbl)	65	65	70	75	75	75	75	75	75	75	75
Marża+dyferencjał	5,5	5,5	6,0	6,0	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5
USD/HUF	260	260	260	260	260	260	260	260	260	260	260
Przychody	4 330	4 326	4 651	4 940	4 954	4 955	4 956	4 957	4 958	4 959	4 959
EBITDA	292	304	350	358	399	403	401	398	396	394	394
marża EBITDA	6,7%	7,0%	7,5%	7,3%	8,1%	8,1%	8,1%	8,0%	8,0%	7,9%	7,9%
EBIT	126	123	159	153	183	181	173	164	155	156	189
Podatek	31	31	39	38	46	45	43	41	38	39	36
CAPEX	-215	-380	-344	-209	-211	-205	-205	-205	-205	-205	-205
Kapitał obrotowy	-26	-23	-19	-16	0	0	0	1	1	1	1
FCF	20	-130	-52	96	143	153	153	154	154	151	154
PV FCF	19	-113	-41	70	95	94	86	80	73	66	0
WACC	8,6%	8,6%	8,7%	9,1%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Risk-free rate	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%

Bilans i CF

(md HUF)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	519	560	521	513	563
CFO/EBITDA LIFO skor.	86%	83%	92%	89%	90%
Capex	289	286	309	477	431
Kapitał obrotowy	156	248	247	270	288
Kapitał własny	1 492	1 741	1 822	1 945	2 100
Dług netto	606	435	343	381	328
Dług netto/EBITDA (x)	1,0	0,6	0,6	0,6	0,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	4,9	5,0	4,5	2,2	2,2	2,1
Maksimum	20,7	19,5	16,6	9,9	10,1	10,2
Mediana	11,1	11,1	9,9	5,4	5,0	4,4
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mld HUF)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 267
Dług netto i korekty	229
Segment wydobywczy	558
Wycena DCF na akcję (HUF)	2 287

Wycena

(HUF)	waga	cena
Porównawcza	50%	3 128
DCF	50%	2 287
Cena wynikowa		2 708
Koszt kapitału 9M		7,0%
Cena docelowa za 9M		2 898

PGNiG kupuj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Słaby sentyment do PGNiG jest zaskoczeniem, szczególnie że na horyzoncie mamy rozstrzygnięcie arbitrażu z Gazpromem, które może być istotnym pozytywnym katalizatorem (płatność retrospektywna oraz eliminacja ryzyka dekorelacji cen ropy i gazu na głównym kontrakcie importowym) kompletnie zignorowanym, póki co przez rynkową wycenę koncernu. Kurs PGNiG jest też „odporny” na implikowany przez aktualne ceny węglowodorów wzrost przychodów w segmencie wydobywczym (od „dołków” cenowych z lutego to już ponad 0,7 mld PLN), mimo że parytet ropa-gaz nie sygnalizuje wielkiej presji na marże w obrocie, szczególnie w kontekście zmian regulacyjnych (liberalizacja segmentu klientów komercyjnych) i widocznego spreadu transgranicznego. Dodatkowo oczekujemy rozwodnienia kosztów regazyfikacji LNG (spadek taryfy terminala) i dalszego wzrostu wolumenów. Spadek rentowności w dystrybucji w związku z nową taryfą uwzględnialiśmy już wcześniej w prognozach i traktujemy to jako normalizację rentowności w segmencie (ważne w kontekście planowanego wzrostu WRA). Dodatkowym pozytywnym katalizatorem w tym roku mogą być akwizycje na szelfie norweskim po finalnej alokacji przepustowości na Baltic Pipe. Zwracamy uwagę, że aktualnie PGN jest notowany z 30% dyskontem do grupy porównawczej, a co jeszcze bardziej zaskakujące z dyskontem do polskich spółek energetycznych, mimo że koncern płaci dywidendę i z wysokim prawdopodobieństwem nadal będzie koncentrował się na inwestycjach w swoich bazowych segmentach (wspomniany zakup koncesji wydobywczych, rozwój produkcji w kraju i rozbudowa sieci przesyłowej). Podnosimy nieznacznie wycenę (efekt wyceny porównawczej) i podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA skor.	6 862	7 356	8 418	8 720	9 163
EBITDA	5 974	6 579	8 418	8 720	9 163
wydobycie	2 206	3 865	4 676	4 752	5 148
obróć	614	-435	880	973	869
dystrybucja	2 559	2 493	2 278	2 291	2 299
energetyka	759	843	777	901	1 047
pozostałe	-164	-187	-192	-196	-201
Saldo finansowe	-150	12	-46	-32	-1
Prod. ropy mln ton	1,35	1,27	1,34	1,23	1,22
kraj	0,75	0,79	0,82	0,78	0,78
zagranica	0,59	0,48	0,52	0,45	0,44
Prod. gazu mld m3	4,5	4,5	4,5	4,8	4,7
kraj	3,9	3,8	3,8	3,8	3,8
zagranica	0,6	0,7	0,7	1,0	0,9
marża obrót PLN/MWh	0,4	-2,4	2,8	3,2	3,1

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Brent (USD/Bbl)	65,0	65,0	70,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0
Gaz EU (EUR/MWh)	18,6	19,0	20,3	21,8	21,8	21,8	21,8	21,8	21,8	21,8	21,8
USD/PLN	3,54	3,60	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70
Przychody	37 077	40 068	40 981	43 705	43 507	39 953	39 360	37 976	37 089	37 815	37 815
EBITDA	8 418	8 720	9 163	9 451	9 013	8 846	8 802	8 599	8 534	8 628	8 628
marża EBITDA	22,7%	21,8%	22,4%	21,6%	20,7%	22,1%	22,4%	22,6%	23,0%	22,8%	22,8%
EBIT	5 720	5 969	6 391	6 612	6 146	5 937	5 831	5 606	5 475	5 438	4 650
Podatek	1 476	1 505	1 947	2 044	1 900	1 817	1 766	1 660	1 595	1 585	1 422
CAPEX	-4 279	-3 795	-3 829	-3 856	-3 871	-3 893	-3 915	-3 916	-3 934	-3 978	-3 978
Kapitał obrotowy	-527	-468	-143	-427	31	557	93	217	139	-114	-114
FCF	2 136	2 952	3 244	3 125	3 273	3 692	3 214	3 241	3 144	2 952	3 114
PV FCF	2 003	2 541	2 564	2 267	2 180	2 258	1 804	1 670	1 487	1 282	0
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%

Cena bieżąca

5,71 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

7,96 PLN

+39,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	7,96 PLN	2018-04-06
poprzednia	kupuj	7,51 PLN	2018-03-05
Podstawowe dane			
	PGN PW	Zmiana 1M	-9,2% -2,2%
	PLPGNIG00014	Zmiana YTD	-9,2% -2,2%
Liczba akcji (mln)	5 778,3	Średni obrót 1M	26,7 mln PLN
MC (mln PLN)	32 994,2	Średni obrót 6M	22,5 mln PLN
EV (mln PLN)	32 393,7	EV/EBITDA 12M fwd	4,2 -21,5%
Free float	28,1%	EV/EBITDA 5Y avg	5,3 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	33 196,0	35 857,0	37 077,3	40 067,5	40 981,0
EBITDA	5 974,0	6 579,0	8 417,9	8 720,4	9 162,6
marża EBITDA	18,0%	18,3%	22,7%	21,8%	22,4%
EBIT	3 360,0	3 910,0	5 719,9	5 968,5	6 390,7
Zysk netto	2 351,0	2 923,0	4 207,6	4 438,7	4 443,6
P/E	14,0	11,3	7,8	7,4	7,4
P/BV	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	5,6	5,1	3,8	3,5	3,2
DPS	0,18	0,20	0,25	0,29	0,31
DYield	3,2%	3,5%	4,4%	5,1%	5,4%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA			+1,3%	+1,9%	+1,0%
Zysk netto			+1,8%	+2,9%	+3,4%
Brent (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Gaz EU (EUR/MWh)			-0,6%	0,0%	0,0%
USD/PLN			-1,0%	0,0%	0,0%

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	5 922	4 816	6 834	7 119	7 073
CFO/EBITDA	99%	73%	81%	82%	77%
Capex	2 968	3 162	4 279	3 795	3 829
Kapitał obrotowy	3 619	5 280	5 807	6 275	6 418
Kapitał własny	32 013	33 626	36 372	39 128	41 796
Dług netto	523	428	-601	-2 207	-3 675
Dług netto/EBITDA (x)	0,1	0,1	-0,1	-0,3	-0,4

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	41 007
Dług netto	428
Inne korekty	835
Wycena DCF na akcję (PLN)	7,17

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	9,07
DYield-porównawcza	17%	5,14
DCF	50%	7,17
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		7,96

PKN Orlen redukuje (podwyższona)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Ostatnie tygodnie przyniosły kontynuację przeceny na akcjach Orlenu i dlatego podnosimy naszą rekomendację ze sprzedaj do redukuje, obniżając nieznacznie cenę docelową z uwagi na przecenę grupy porównawczej. Utrzymujemy nasz konserwatywny scenariusz makro (słabnące dynamiki popytu, nowe moce, kurs walutowy, aktywność eksportowa Chin i Rosji), choć zauważamy że mocne odczyty marż petrochemicznych YTD mogą wpłynąć na podniesienie tegorocznych prognoz. Wydaje się, że temat „fuzji” z Lotosem na jakiś czas straci siłę oddziaływania z uwagi na odległą perspektywę. Z jednej strony w wypowiedziach ministra pojawiła się korzystniejsza dla akcjonariuszy Orlenu opcja wymiany akcji, ale raczej dotyczy ona późniejszego etapu i nie wyklucza z automatu zakupu gotówkowego dużego pakietu od Rządu już teraz (oceniamy to jako zakup aktywów wycenionych na bazie rekordowych wyników ze szczytu cyklu, analogia do wykupu mniejszości Unipetrolu i akwizycji Możejek). Podtrzymujemy opinię, że realizacja potencjalnych synergii (wstępnie szacowaliśmy je na 8% łącznej kapitalizacji obydwu koncernów) będzie trudna z uwagi na koszty polityczne, a ich komunikacja będzie ze względu na harmonogram samej transakcji odłożona w czasie. Ryzykiem pozostaje perspektywa aktualizacji strategii koncernu, która może przynieść nowe projekty inwestycyjne na wzór sektora energetycznego (morskie farmy wiatrowe, projekt jądrowy), co niechybnie będzie implikować konwergencję wyceny Orlenu do poziomów obserwowanych chociażby na PGE. Tymczasem koncern jest dziś notowany na prawie 2x wyższych wskaźnikach EV/EBITDA'18 (7,5x) i wyraźnie wyżej od najbliższych konkurentów jak MOL czy LTS.

Cena bieżąca

89,52 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

76,89 PLN

-14,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	redukuje	76,89 PLN	2018-04-06	
poprzednia	sprzedaj	80,55 PLN	2018-03-05	
Podstawowe dane			PKN PW	vs. WIG
Ticker	PKN PW	Zmiana 1M	-15,5%	-8,5%
ISIN	PLPKN0000018	Zmiana YTD	-15,5%	-8,5%
Liczba akcji (mln)	427,7	Średni obrót 1M	81,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	38 288,5	Średni obrót 6M	84,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	46 641,5	EV/EBITDA 12M fwd	5,3	-10,2%
Free float	67,6%	EV/EBITDA 5Y avg	5,8	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	79 553,0	95 364,0	101 434,5	105 638,2	117 512,5
EBITDA	9 642,0	11 078,0	6 530,9	6 693,6	7 803,5
marża EBITDA	12,1%	11,6%	6,4%	6,3%	6,6%
EBIT	7 532,0	8 657,0	3 872,1	3 790,6	4 673,0
Zysk netto	5 261,0	6 655,0	2 943,4	2 801,9	3 466,8
P/E	7,3	5,8	13,0	13,7	11,0
P/BV	1,4	1,2	1,1	1,1	1,0
EV/EBITDA	4,6	3,8	7,1	7,2	6,2
DPS	2,13	3,00	3,00	3,44	2,95
DYield	2,4%	3,4%	3,4%	3,8%	3,3%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA LIFO			-2,0%	+1,9%	+0,9%
Zysk netto			-2,0%	+4,2%	+2,1%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Marża petchem (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
USD/PLN			-1,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA LIFO skor.	7 668	9 581	6 162	6 328	7 430
rafineria	4 549	4 689	1 915	1 579	2 252
petchem	1 776	3 034	2 123	2 601	3 118
detal	1 832	2 049	1 923	1 968	2 018
upstream	255	293	358	400	449
energetyka	0	129	476	445	264
koszty ogólne	-744	-613	-633	-665	-671
EV/EBITDA LIFO skor.	5,7	4,3	7,5	7,5	6,4
Efekt LIFO	86	788	369	366	374
Inne zd. jednorazowe	1 888	709	0	0	0
Saldo finansowe	-645	60	-238	-331	-393
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	5,3	4,9	2,4	1,9	2,7
detal EBITDA/tonę	224	232	213	214	217
Przerób ropy mln ton	29,6	34,8	30,9	30,9	31,2
Prod. petch. (tys. ton)	3 071	3 551	3 616	3 781	3 781

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Marża+dyferencjał	5,5	5,0	5,5	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Marża petchem	342	333	379	337	337	337	337	337	337	337	336,9
USD/PLN	3,54	3,60	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70
Przychody	101 435	105 638	117 512	125 671	126 285	126 902	127 560	128 214	128 885	129 566	129 566
EBITDA	6 531	6 694	7 804	7 579	7 612	7 752	7 808	7 831	7 866	7 838	7 838
marża EBITDA	6,4%	6,3%	6,6%	6,0%	6,0%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,0%	6,0%
EBIT	3 872	3 791	4 673	4 478	4 457	4 560	4 559	4 501	4 433	4 437	4 487
Podatek	736	720	888	851	847	866	866	855	842	843	852
CAPEX	-9 263	-3 950	-3 650	-3 350	-3 350	-3 350	-3 350	-3 350	-3 350	-3 351	-3 351
Kapitał obrotowy	-2 648	-1 606	-1 943	-721	-91	-92	-97	-97	-100	-101	-101
FCF	-6 116	417	1 322	2 657	3 325	3 444	3 494	3 528	3 575	3 543	3 248
PV FCF	-5 800	369	1 090	2 039	2 373	2 285	2 146	2 006	1 882	1 727	
WACC	7,3%	7,3%	7,3%	7,4%	7,5%	7,6%	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%

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	9 331	8 050	3 192	4 430	5 047
CFO/EBITDA LIFO skor.	122%	84%	52%	70%	68%
Capex	5 033	4 039	5 063	3 950	3 650
Kapitał obrotowy	6 144	7 489	10 137	11 743	13 687
Kapitał własny	26 763	32 197	33 857	35 187	37 393
Dług netto	3 363	761	8 353	9 676	9 933
Dług netto/EBITDA (x)	0,3	0,1	1,3	1,4	1,3

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	6,4	5,8	5,7	2,2	2,2	2,1
Maksimum	16,3	16,4	19,5	18,6	18,5	19,0
Mediana	10,7	10,6	9,4	5,6	5,7	5,4
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	32 686
Dług netto	412
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	75,46

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	69,20
DCF	50%	75,46
Cena wynikowa		72,33
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		76,89

Energetyka

CEZ redukuj (obniżona)

Kamil Kliszczyk

+48 22 438 24 02

kamil.kliscz@mbank.pl

Kurs CEZ nadal pozostaje mocny YTD nie tylko na tle polskiej energetyki, ale również względem indeksu MSCI EU Utilities (odchylenie 5 punktów procentowych, mimo mocnych wzrostów EON/RWE/Innogy w marcu). Naszym zdaniem jest to pewne zaskoczenie, szczególnie że raport za 4Q oraz przedstawione przez Zarząd prognozy na rok bieżący trudno uznać za pozytywne katalizatory. W naszych dotychczasowych założeniach przyjmowaliśmy bowiem bardziej optymistyczny scenariusz zarówno w zakresie wpływu wyższych cen jak i zwiększenia utylizacji bloków jądrowych. W efekcie musimy skorygować prognozę EBITDA o niecałe 6%, co wpływa na spadek wyceny i obniżenie rekomendacji do redukuj. Notowaniom koncernu, pomimo relatywnie niskiego wskaźnika emisyjności, powinien ciążyć widoczny spadek clean dark spreadu (40% produkcji oparte o wysoko emisyjny węgiel brunatny). Zwracamy uwagę, że znacznie korzystniejszym otoczeniem dla CEZ były widoczne wcześniej wzrosty cen energii napędzane wyższymi cenami węgla, gdyż praktycznie na całym portfelu wytwórczym poprawiało to marżę (integracja pionowa). W naszej opinii rynek podchodzi też zbyt lekceważąco do ryzyka związanego z realizacją projektu atomowego. Ostatnie komunikaty z Rządu wskazują, że pomysł podziału CEZ nie ma pełnego poparcia i możliwe są inne warianty finansowania budowy bloków jądrowych, w tym odkupienie przez Skarb Państwa części aktywów. Nadal nie ma więc pewności czy ten proces nie będzie destrukcyjny dla akcjonariuszy mniejszościowych (wbrew ocenie rynku nie było jej również w scenariuszu spin-off). Przy obecnej wycenie CEZ (7,9x EV/EBITDA'18) brakuje naszym zdaniem bufora bezpieczeństwa na negatywne zaskoczenia.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln CZK)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA skor.	58 596	52 196	53 708	55 179	57 111
EBITDA	58 206	55 155	53 708	55 179	57 111
wytwarzanie	25 403	24 050	22 652	23 860	25 658
wydobycie	4 413	4 056	4 015	4 099	4 180
dystrybucja	20 386	19 067	19 816	20 381	19 780
obrót	5 489	4 613	4 964	4 525	4 911
pozostałe	2 515	3 369	2 260	2 313	2 582
Saldo finansowe	-6 786	-2 867	-4 762	-5 119	-6 130
Produkcja energii TWh	61,1	62,9	67,0	67,6	67,7
w tym OZE	4,5	4,7	4,9	4,9	5,0
Wolumen obrotu TWh	37,5	37,0	37,3	37,6	37,9
dynamika r/r	-2,4%	-1,2%	0,8%	0,8%	0,8%
marża obrotu CZK/MWh	146,5	124,6	133,0	120,3	129,6
WRA w mld CZK	110,5	114,0	119,7	126,6	133,4
zwrot na WRA (EBIT)	13,0%	10,4%	11,2%	10,8%	9,6%

Model DCF

(mln CZK)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Energia (EUR/MWh)	35,9	36,9	35,8	36,4	36,8	37,2	37,7	38,2	38,7	38,7	38,7
EUR/CZK	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5
CO2 (EUR/t)	10,0	10,5	11,1	11,6	12,2	12,9	13,6	14,3	15,0	15,0	15,0
Przychody	204 375	208 548	218 729	219 627	222 328	224 612	226 935	229 338	231 823	234 395	234 395
EBITDA	57 386	58 950	60 976	60 570	60 233	60 713	61 229	61 724	62 193	62 635	62 635
marża EBITDA	28,1%	28,3%	27,9%	27,6%	27,1%	27,0%	27,0%	26,9%	26,8%	26,7%	26,7%
EBIT	22 752	24 101	25 458	25 623	24 770	24 674	25 109	25 329	25 490	26 808	30 198
Podatek	4 323	4 579	4 837	4 867	4 704	4 685	4 767	4 807	4 837	5 087	5 738
CAPEX	-34 963	-34 663	-34 463	-33 300	-33 272	-33 199	-33 080	-32 912	-32 697	-32 437	-32 437
Kapitał obrotowy	173	-489	-1 194	-105	-317	-268	-272	-282	-291	-302	-302
FCF	18 274	19 218	20 482	22 298	21 940	22 561	23 110	23 722	24 367	24 810	24 159
PV FCF	17 517	17 412	17 538	18 045	16 779	16 303	15 775	15 291	14 828	14 248	
WACC	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	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%

Cena bieżąca

519,50 CZK

potencjał zmiany

Cena docelowa

449,51 CZK

-13,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	redukuj	449,51 CZK	2018-04-06	
poprzednia	trzymaj	506,40 CZK	2018-03-05	
Podstawowe dane			CEZ CP	vs. WIG
Ticker	CEZ CP	Zmiana 1M	+4,6%	+11,7%
ISIN	CZ0005112300	Zmiana YTD	+4,6%	+11,7%
Liczba akcji (mln)	538,0	Średni obrót 1M	174,9 mln CZK	
MC (mld CZK)	279,5	Średni obrót 6M	176,7 mln CZK	
EV (mld CZK)	426,0	EV/EBITDA 12M fwd	7,9	+16,5%
Free float	30,2%	EV/EBITDA 5Y avg	6,8	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln CZK)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	203 744,0	201 906,0	204 375,2	208 547,7	218 728,7
EBITDA	62 418,0	57 712,0	52 287,0	55 056,5	56 536,3
marża EBITDA	30,6%	28,6%	25,6%	26,4%	25,8%
EBIT	26 114,0	25 620,0	22 752,0	24 100,7	25 458,1
Zysk netto	14 281,0	18 765,0	14 422,8	15 217,7	15 495,6
P/E	19,6	14,9	19,4	18,4	18,0
P/BV	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
EV/EBITDA	6,8	7,3	8,1	7,7	7,5
DPS	39,64	32,75	31,39	26,81	28,29
DYield	7,6%	6,3%	6,0%	5,2%	5,4%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA			-5,6%	-2,9%	-2,6%
Zysk netto			-9,9%	-2,8%	-2,0%
Energia (EUR/MWh)			-0,5%	0,0%	0,0%
EUR/CZK			0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Bilans i CF

(mln CZK)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	48 953	45 812	53 112	53 821	55 086
CFO/EBITDA	84%	83%	99%	98%	96%
Capex	35 553	30 688	34 963	34 663	34 463
Kapitał obrotowy	40 832	24 140	23 967	24 456	25 650
Kapitał własny	256 812	250 018	247 552	248 347	248 625
Dług netto	140 886	139 546	142 167	141 676	141 537
Dług netto/EBITDA (x)	2,4	2,5	2,6	2,6	2,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	3,7	4,2	4,4	3,6	3,6	3,7
Maksimum	19,2	18,1	17,8	9,2	9,3	9,3
Mediana	13,6	12,7	10,5	6,6	6,3	6,0
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln CZK)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	452 768
Dług netto	139 546
Inne korekty	-57 471
Wycena DCF na akcję (CZK)	475,38

Wycena

(CZK)	waga	cena
Porównawcza	33%	252,91
DYield-porównawcza	17%	622,69
DCF	50%	475,38
Koszt kapitału 9M		5,6%
Cena docelowa za 9M		449,51

Enea kupuj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Kurs Enei wyznaczył kolejne minima, zbliżając się do dołków z roku 2016. W kontekście ostatnich wypowiedzi ministra Tchórzewskiego można swobodnie kreować katastroficzne dla akcjonariuszy mniejszościowych scenariusze zaangażowania Spółki w niszczące wartości projekty inwestycyjne, ale na razie pozostają one raczej w sferze zapowiedzi i są dość odległe w czasie. Wydaje się, że rzeczywistość powinna je zweryfikować na etapie zabezpieczania finansowania, a tymczasem bufor bezpieczeństwa w wycenie (3,8x EV/EBITDA) jest wystarczający, szczególnie że perspektywa najbliższych lat wygląda pod względem wyników i siły bilansu dość solidnie. Ceny energii na TGE z pewną inercją, ale odzwierciedlają wyższe koszty CO₂ dla najmniej efektywnych bloków węglowych, na czym Enea z nowymi Kozienicami może dodatkowo skorzystać, szczególnie że nawet na „starej” flocie wytwórczej emisyjność koncernu (0,8t/MWh) plasuje się wyraźnie poniżej polskiej średniej. Jeśli chodzi o projekt w Ostrołęce to wydaje się, że rynek dyskontował znacznie gorszy scenariusz (powszechne były spekulacje o wygranej wysokiej oferty konsorcjum PXM), a dodatkowo naszym zdaniem warunkiem wejścia na plac budowy będzie dopięcie finansowania dla spółki SPV i wygrana w aukcji mocowej, co nie jest takie pewne. Dodatkowo wydaje się, że rynek nadinterpretuje przedłużenia remontów bloków 500 MW (nie jest to wymuszone uruchomieniem bloku 1000 MW i brakiem gwarancji wyprowadzenia mocy, ale wymogami regulacyjnymi i koniecznością budowy instalacji odazotowania) i nie doszacowuje pozytywnego wpływu bloku 11 (nasze prognozy EBITDA na ten rok +7% od konsensusu). Podtrzymujemy rekomendację kupuj minimalnie korygując cenę docelową.

Cena bieżąca

9,10 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

11,78 PLN

+29,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	11,78 PLN	2018-04-06	
poprzednia	kupuj	12,11 PLN	2018-03-05	
Podstawowe dane			ENA PW	vs. WIG
Ticker	ENA PW	Zmiana 1M	-20,9%	-13,8%
ISIN	PLENEA000013	Zmiana YTD	-20,9%	-13,8%
Liczba akcji (mln)	441,4	Średni obrót 1M	6,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 017,1	Średni obrót 6M	7,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	11 205,9	EV/EBITDA 12M fwd	3,8	-25,5%
Free float	48,5%	EV/EBITDA 5Y avg	5,1	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	11 255,7	11 405,7	12 102,4	12 802,7	12 666,4
EBITDA	2 327,8	2 683,6	2 942,8	2 960,7	2 764,6
marża EBITDA	20,7%	23,5%	24,3%	23,1%	21,8%
EBIT	1 119,3	1 487,7	1 528,7	1 505,0	1 286,2
Zysk netto	784,4	1 070,2	977,8	932,9	757,2
P/E	5,1	3,8	4,1	4,3	5,3
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	4,0	3,9	3,8	3,9	4,3
DPS	0,00	0,28	0,24	0,22	0,21
DYield	0,0%	3,0%	2,7%	2,4%	2,3%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA			+5,6%	+2,5%	+3,1%
Zysk netto			+17,9%	+11,7%	+11,6%
Energia (PLN/MWh)			-0,0%	+0,5%	+0,6%
Węgiel (PLN/t)			0,0%	+1,0%	+1,1%
CO ₂ (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA skor.	2 520	2 649	2 943	2 961	2 765
EBITDA	2 328	2 684	2 943	2 961	2 765
wytwarzanie	517	735	948	911	805
wydobycie	609	709	713	719	597
dyskrybucja	1 111	1 073	1 129	1 175	1 205
obróć	154	178	192	195	199
pozostałe	-67	-13	-39	-40	-41
Saldo finansowe	-51	-21	-184	-214	-262
Produkcja energii TWh	13,6	21,8	24,6	28,2	28,2
w tym OZE	0,5	2,3	2,0	2,0	2,0
Wolumen obrotu TWh	16,7	17,1	17,4	17,8	18,1
dynamika r/r	3,0%	2,5%	1,9%	1,9%	1,9%
marża obrotu PLN/MWh	9,2	10,4	11,0	11,0	11,0
WRA w mld PLN	7,3	7,5	8,0	8,3	8,5
zwrot na WRA (EBIT)	8,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,6%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Energia (PLN/MWh)	166,0	171,7	166,3	151,1	154,0	157,0	159,1	161,3	163,7	166,1	166,1
Węgiel (PLN/t)	224,4	223,2	207,4	207,4	207,4	207,4	207,4	207,4	207,4	207,4	207,4
CO ₂ (EUR/t)	10,0	10,5	11,1	11,6	12,2	12,9	13,6	14,3	15,0	15,0	15,0
Przychody	12 102	12 803	12 666	12 102	12 339	12 659	13 002	13 236	13 482	13 743	13 743
EBITDA	2 943	2 961	2 765	3 068	3 109	3 248	3 380	3 409	3 443	3 488	3 488
marża EBITDA	24,3%	23,1%	21,8%	25,3%	25,2%	25,7%	26,0%	25,8%	25,5%	25,4%	25,4%
EBIT	1 529	1 505	1 286	1 553	1 585	1 656	1 719	1 714	1 709	1 711	1 303
Podatek	290	286	244	295	301	315	327	326	325	325	247
CAPEX	-2 430	-2 415	-2 905	-2 950	-2 759	-2 306	-2 078	-2 112	-2 148	-2 186	-2 186
Kapitał obrotowy	-589	-75	231	50	-21	-29	-31	-21	-22	-23	-23
FCF	-367	185	-154	-127	28	599	945	951	948	954	1 032
PV FCF	-350	166	-129	-99	21	415	614	578	540	508	0
WACC	6,6%	6,7%	6,7%	6,6%	6,5%	6,5%	6,6%	6,7%	6,9%	7,0%	7,4%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	2 424	2 580	2 098	2 641	2 801
CFO/EBITDA	104%	96%	71%	89%	101%
Capex	2 688	2 058	2 430	2 415	2 905
Kapitał obrotowy	1 132	698	1 288	1 362	1 131
Kapitał własny	12 176	13 078	13 939	14 764	15 419
Dług netto	4 379	5 523	6 156	6 252	6 720
Dług netto/EBITDA (x)	1,9	2,1	2,1	2,1	2,4

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	3,7	4,2	4,4	3,6	3,6	3,7
Maksimum	19,2	18,2	17,8	9,2	9,3	9,3
Mediana	13,8	12,7	11,7	6,7	6,8	6,3
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	12 442
Dług netto	5 523
Inne korekty	-2 069
Wycena DCF na akcję (PLN)	10,99

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	23,70
DYield-porównawcza	0%	5,26
DCF	100%	10,99
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		11,78

Energa kupuj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Wydawać by się mogło, że brak potwierdzenia dla absurdalnych spekulacji o budowie bloku Ostrołęka C po cenach zaproponowanych przez konsorcjum PXM, przyniesie odciążenie na akcjach Spółki. Niestety rynek, zachęcony wypowiedziami ministra Tchórzewskiego, puścił wodze fantazji w zakresie możliwego zaangażowania Energi w kolejne ryzykowne projekty budujące bezpieczeństwo energetyczne. Trudno w tej kwestii przedstawić wiarygodne argumenty, że tak się nie stanie, ale zwracamy uwagę, że znajdujące się w przestrzeni publicznej toksyczne inwestycje są w bardzo wstępnej fazie rozwoju, a wycena koncernu uwzględnia bardzo duży bufor bezpieczeństwa, relatywnie większy niż w pozostałych spółkach z branży kontrolowanych przez Rząd. Aktualna wartość EV to zaledwie 75% wartości WRA dystrybucji Energi, co oznacza że rynek pozostałe 0,5 mld PLN EBITDA rocznie (w tym 0,27 mld PLN z biznesu detalicznego i 0,16 mld PLN z OZE) wycenia na -3,3 mld PLN (przy naszych szacunkach ujemne NPV Ostrołęki C to około -0,5 mld PLN). Wskaźnik EV/EBITDA dla lat 2018-19 wynosi tylko 3,6x, co plasuje się wyraźnie poniżej najbliższych konkurentów, mimo bardziej „bezpiecznego” profilu wyników (prawie 80% EBITDA z dystrybucji, wytwarzanie w 80% regulowane przez usługi systemowe). Warto też pamiętać, że Energa produkuje 1,5 TWh energii w oparciu o OZE, co jest ważne zarówno w kontekście ostatnich zwyżek zielonych certyfikatów (0,7 TWh objętych wsparciem) jak i rosnących cen energii napędzanych CO₂ (aktualny 1Y Fwd wyższy od poziomów realizowanych na spocie w 2017 o 36 PLN/MWh). Biorąc powyższe pod uwagę podtrzymujemy rekomendację kupuj przy nieznacznej zmianie ceny docelowej.

Cena bieżąca

9,96 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

14,91 PLN

+49,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	14,91 PLN	2018-04-06
poprzednia	kupuj	14,71 PLN	2018-03-05
Podstawowe dane		ENG PW	vs. WIG
Ticker	ENG PW	Zmiana 1M	-21,8% -14,7%
ISIN	PLENERG00022	Zmiana YTD	-21,8% -14,7%
Liczba akcji (mln)	414,1	Średni obrót 1M	8,4 mln PLN
MC (mln PLN)	4 124,1	Średni obrót 6M	11,4 mln PLN
EV (mln PLN)	8 187,3	EV/EBITDA 12M fwd	3,9 -21,1%
Free float	48,5%	EV/EBITDA 5Y avg	5,0 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	10 181,0	10 534,0	11 270,0	11 603,3	11 619,4
EBITDA	2 027,0	2 160,0	2 304,3	2 349,0	2 278,0
marża EBITDA	19,9%	20,5%	20,4%	20,2%	19,6%
EBIT	487,0	1 210,0	1 285,2	1 277,1	1 211,6
Zysk netto	151,0	773,0	827,2	815,9	730,6
P/E	27,3	5,3	5,0	5,1	5,6
P/BV	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	4,4	3,8	3,6	3,5	3,9
DPS	0,49	0,19	0,29	0,30	0,30
DYield	4,9%	1,9%	2,9%	3,0%	3,0%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
EBITDA		+3,0%	+2,0%	+0,1%	
Zysk netto		+1,0%	-0,7%	-3,0%	
Energia (PLN/MWh)		0,0%	+0,5%	+0,6%	
Węgiel (PLN/t)		0,0%	+1,0%	+1,1%	
CO ₂ (EUR/t)		0,0%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA skor.	2 040	2 091	2 304	2 349	2 278
EBITDA	2 027	2 160	2 304	2 349	2 278
wytwarzanie konw./CHP	195	229	209	192	113
OZE	119	169	149	165	165
dyskretacja	1 720	1 723	1 741	1 784	1 789
obróć	40	85	269	273	277
pozostałe	-48	-46	-64	-65	-66
Saldo finansowe	-282	-208	-227	-233	-276
Produkcja energii TWh	3,9	4,3	4,0	4,0	4,0
w tym OZE	0,5	0,7	0,6	0,6	0,6
Wolumen obrotu TWh	19,6	20,4	20,7	21,0	21,3
dynamika r/r	17,1%	4,0%	1,5%	1,5%	1,5%
marża obrotu PLN/MWh	4,2	2,0	13,0	13,0	13,0
WRA w mld PLN	11,5	11,7	12,2	12,6	12,9
zwrot na WRA (EBIT)	8,5%	8,2%	7,9%	7,5%	7,3%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Energia (PLN/MWh)	166,0	171,7	166,3	151,1	154,0	157,0	159,1	161,3	163,7	166,1	166,1
Węgiel (PLN/t)	224,4	223,2	207,4	207,4	207,4	207,4	207,4	207,4	207,4	207,4	207,4
CO ₂ (EUR/t)	10,0	10,5	11,1	11,6	12,2	12,9	13,6	14,3	15,0	15,0	15,0
Przychody	11 270	11 603	11 619	11 383	11 594	11 867	12 027	12 191	12 359	12 530	12 530
EBITDA	2 304	2 349	2 278	2 270	2 241	2 378	2 534	2 580	2 637	2 698	2 698
marża EBITDA	20,4%	20,2%	19,6%	19,9%	19,3%	20,0%	21,1%	21,2%	21,3%	21,5%	21,5%
EBIT	1 285	1 277	1 212	1 162	1 173	1 244	1 329	1 341	1 360	1 426	1 426
Podatek	244	243	230	221	223	236	253	255	258	271	271
CAPEX	-1 573	-1 849	-2 202	-2 261	-2 087	-1 654	-1 485	-1 494	-1 499	-1 502	-1 502
Kapitał obrotowy	-98	-44	-2	31	-28	-36	-21	-22	-22	-23	-23
FCF	389	213	-156	-180	-97	452	775	810	857	903	903
PV FCF	368	188	-128	-138	-69	299	477	464	455	444	444
WACC	7,5%	7,5%	7,4%	7,4%	7,3%	7,4%	7,5%	7,7%	7,8%	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%

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	1 782	2 182	1 981	2 083	2 077
CFO/EBITDA	88%	101%	86%	89%	91%
Capex	1 580	1 280	1 573	1 849	2 202
Kapitał obrotowy	1 608	1 403	1 501	1 545	1 548
Kapitał własny	8 777	9 409	10 118	10 809	11 416
Dług netto	4 664	4 064	4 014	4 143	4 672
Dług netto/EBITDA (x)	2,3	1,9	1,7	1,8	2,1

Analiza porównawcza

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

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	10 078
Dług netto	4 064
Inne korekty	-226
Wycena DCF na akcję (PLN)	13,98

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	25,05
DYield-porównawcza	0%	6,50
DCF	100%	13,98
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		14,91

PGE kupuj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

W marcu niewiele zmieniło się jeśli chodzi o sentyment na akcjach PGE. Z jednej strony Spółka w prezentacji wynikowej starała się racjonalizować swoje plany inwestycyjne (nowe bloki gazowe pod rynek mocy, morskie farmy wiatrowe oparte o system aukcyjny), ale z drugiej minister energii przedstawił dość karkołomną wizję finansowania projektu atomowego w całości z bilansów jego udziałowców na bazie ich „darmowego” kapitału własnego. Trudno w takim wypadku o jakąś racjonalną analizę atrakcyjności inwestycyjnej akcji koncernu. Niemniej jednak, biorąc poprawkę na dość odległą perspektywę dla projektu jądrowego i uwzględniając wizję dodatnich przepływów pieniężnych w kolejnych latach, utrzymujemy naszą pozytywną rekomendację. Liczymy, że widoczne wzrosty cen energii na TGE, negujące katastroficzny scenariusz zawężania clean dark spreadu, w zestawieniu z dość konserwatywnym konsensem mogą w krótkim terminie stanowić wystarczający argument do mocniejszego odreagowania notowań w sektorze. Aktualne notowania kontraktów na TGE wskazują, że póki co terminowa marża dla elektrowni węglowej zintegrowanej pionowo na rok 2019 jest już wyższa od tej zabezpieczonej na rok 2018, co wskazuje na potencjał do pozytywnego zaskoczenia. My w bazowym scenariuszu zakładamy spadek CDS dla węgla kamiennego w przyszłym roku o 10 PLN/MWh i 13 PLN/MWh dla węgla brunatnego, tak więc zaaplikowanie do modelu bieżących odczytów implikowałoby podniesienie prognozy EBITDA'19 nawet o 0,5-0,6 mld PLN (7-8% skons. EBITDA). Tymczasem przy aktualnych szacunkach wyników koncern jest notowany na 3,8x EV/EBITDA.

Cena bieżąca

9,81 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

12,89 PLN

+31,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	12,89 PLN	2018-04-06
poprzednia	kupuj	12,61 PLN	2018-03-05
Podstawowe dane		PGE PW	vs. WIG
Ticker	PGE PW	Zmiana 1M	-18,6% -11,5%
ISIN	PLPGER000010	Zmiana YTD	-18,6% -11,5%
Liczba akcji (mln)	1 869,8	Średni obrót 1M	25,9 mln PLN
MC (mln PLN)	18 342,6	Średni obrót 6M	24,4 mln PLN
EV (mln PLN)	27 684,0	EV/EBITDA 12M fwd	4,2 -16,3%
Free float	42,6%	EV/EBITDA 5Y avg	5,0 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	28 092,0	23 100,0	25 695,5	27 773,2	28 890,8
EBITDA	7 376,0	7 650,0	7 412,5	7 248,8	7 140,6
marża EBITDA	26,3%	33,1%	28,8%	26,1%	24,7%
EBIT	3 512,0	3 620,0	4 035,3	3 651,7	3 263,7
Zysk netto	2 568,0	2 660,0	2 977,5	2 581,3	2 269,6
P/E	7,1	6,9	6,2	7,1	8,1
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	3,2	3,5	3,7	3,8	3,7
DPS	0,25	0,00	0,00	0,00	0,35
DYield	2,6%	0,0%	0,0%	0,0%	3,5%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
EBITDA		+0,2%	+1,7%	+0,9%	
Zysk netto		+1,6%	+6,0%	+6,1%	
Energia (PLN/MWh)		0,0%	+0,5%	+0,6%	
Węgiel (PLN/t)		0,0%	+1,0%	+1,1%	
CO2 (EUR/t)		0,0%	0,0%	0,0%	

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
EBITDA skor.	6 124	6 481	7 413	7 249	7 141
EBITDA	7 376	7 650	7 413	7 249	7 141
wytwarzanie	4 182	4 099	3 843	3 619	3 478
OZE	365	364	375	399	401
dyskretacja	2 230	2 333	2 424	2 457	2 484
obróć	500	811	727	731	735
pozostałe	99	43	43	43	43
Saldo finansowe	-238	-330	-298	-405	-403
Produkcja energii TWh	53,7	56,8	67,0	74,1	83,8
w tym OZE	2,4	2,4	2,3	2,3	2,3
Wolumen obrotu TWh	43,0	40,4	41,0	41,7	42,3
dynamika r/r	10,2%	-5,9%	1,5%	1,5%	1,5%
marża obrotu PLN/MWh	11,6	20,1	17,7	17,5	17,4
WRA w mld PLN	15,1	15,6	16,3	16,6	16,9
zwrot na WRA (EBIT)	7,3%	7,5%	7,8%	7,8%	7,8%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Energia (PLN/MWh)	166,0	171,7	166,3	151,1	154,0	157,0	159,1	161,3	163,7	166,1	166,1
Węgiel (PLN/t)	224,4	223,2	207,4	207,4	207,4	207,4	207,4	207,4	207,4	207,4	207,4
CO2 (EUR/t)	10,0	10,5	11,1	11,6	12,2	12,9	13,6	14,3	15,0	15,0	15,0
Przychody	25 696	27 773	28 891	26 801	27 395	28 018	28 525	29 059	29 615	30 199	30 199
EBITDA	7 413	7 249	7 141	7 389	7 401	7 403	7 370	7 342	7 388	7 440	7 440
marża EBITDA	28,8%	26,1%	24,7%	27,6%	27,0%	26,4%	25,8%	25,3%	24,9%	24,6%	24,6%
EBIT	4 035	3 652	3 264	3 480	3 452	3 368	3 221	3 056	2 944	3 019	3 259
Podatek	767	694	620	661	656	640	612	581	559	574	619
CAPEX	-7 446	-5 844	-4 251	-4 091	-4 038	-3 941	-3 997	-4 056	-4 117	-4 180	-4 180
Kapitał obrotowy	402	-241	-130	243	-69	-72	-59	-62	-65	-68	-68
FCF	-398	470	2 140	2 879	2 638	2 750	2 702	2 643	2 647	2 618	2 572
PV FCF	-376	410	1 723	2 136	1 805	1 734	1 571	1 417	1 308	1 193	
WACC	8,1%	8,2%	8,3%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	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%

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	6 391	7 934	7 105	6 390	6 467
CFO/EBITDA	87%	104%	96%	88%	91%
Capex	7 935	6 071	7 446	5 844	4 251
Kapitał obrotowy	3 325	3 388	2 986	3 227	3 357
Kapitał własny	42 679	45 188	48 166	50 747	52 371
Dług netto	5 045	7 487	8 127	7 985	6 817
Dług netto/EBITDA (x)	0,7	1,0	1,1	1,1	1,0

Analiza porównawcza

	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	3,7	4,2	4,4	3,6	3,6	3,9
Maksimum	19,2	18,2	17,8	9,2	9,3	9,3
Mediana	13,8	12,7	11,7	6,7	6,8	6,3
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	32 692
Dług netto	7 487
Inne korekty	-2 604
Wycena DCF na akcję (PLN)	12,09

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	18,68
DYield-porównawcza	0%	2,69
DCF	100%	12,09
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		12,89

Tauron trzymaj (podtrzymana)

Kamil Kliszczyk

+48 22 438 24 02

kamil.klisczyk@mbank.pl

Aktualnie po znacznej przecenie całego indeksu WIG-Energia, akcje Tauronu wydają się nam najmniej interesujące, mimo że YTD kurs spadł już o 20%. Utrzymujemy neutralną rekomendację, wskazując że na bazie wskaźnika EV/EBITDA'18-19 jest notowany z wyraźną premią do konkurencji (4,6x vs. 3,7x), podczas gdy ryzyka dla wyników Spółki w krótkim terminie pozostają największe. Przypominamy, że koncern ma jeden z wyższych wskaźników emisji dwutlenku węgla na 1 MWh wyprodukowanej energii i praktycznie nie posiada żadnych darmowych uprawnień emisyjnych, tak więc jest szczególnie uciążliwy na ewentualny wzrost cen CO₂. Wyższe podwyżki cen węgla (+10-15%), które nie zostały odzwierciedlone w notowaniach energii również mogą obciążyć wyniki TPE najmocniej z uwagi na najwyższy odsetek zewnętrznych zakupów paliwa w segmencie wytwarzania. Ubiegłoroczne rozczarowanie w segmencie wydobywania skłania nas także do większej ostrożności przy prognozowaniu poprawy wyników w tym obszarze w kolejnych latach. Rynek błędnie też naszym zdaniem zinterpretował ostatni komunikat o wejściu PFR do projektu nowego bloku w Jaworznie. Umowa inwestycyjna wskazuje bowiem, że fundusz nie rozważa ryzyka tego projektu, które w całości pozostaje w Tauronie poprzez umowę gwarantowanej ceny odkupu energii od spółki celowej (Tauron gwarantuje rentowność SPV). Wydaje się, że dość naiwne są także niektóre opinie, że najbardziej zadłużony koncern nie będzie partycypował w projekcie jądrowym, gdyż wskaźnik dług netto/EBITDA w Tauronie w połowie przyszłej dekady (wtedy zaczną się nakłady na atom) będzie wynosił już „tylko” 2,2x, a potencjał do ponownego zalewarowania w okolicach 3,0-3,5x sięgnie od 3,4 mld PLN do 5,5 mld PLN.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA skor.	3 374	3 508	3 383	3 421	3 570
EBITDA	3 337	3 545	3 383	3 421	3 570
wytwarzanie	545	464	217	162	315
wydobywanie	-82	-83	139	128	78
distribucja	2 395	2 283	2 429	2 544	2 580
obróć	490	841	567	558	566
pozostałe	-9	40	30	30	31
Saldo finansowe	-293	-49	-185	-273	-314
Produkcja energii TWh	16,8	18,4	16,0	16,2	19,2
w tym OZE	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2
Wolumen obrotu TWh	32,0	34,9	35,5	36,0	36,5
dynamika r/r	-10,9%	9,1%	1,5%	1,5%	1,5%
marża obrotu PLN/MWh	17,3	18,3	16,0	15,5	15,5
WRA w mld PLN	15,4	16,1	16,9	17,3	17,5
zwrot na WRA (EBIT)	8,9%	7,5%	7,9%	8,1%	8,1%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Energia (PLN/MWh)	166,0	171,7	166,3	151,1	154,0	157,0	159,1	161,3	163,7	166,1	166,1
Węgiel (PLN/t)	224,4	223,2	207,4	207,4	207,4	207,4	207,4	207,4	207,4	207,4	207,4
CO ₂ (EUR/t)	10,0	10,5	11,1	11,6	12,2	12,9	13,6	14,3	15,0	15,0	15,0
Przychody	17 903	18 463	18 669	18 271	18 617	18 992	19 337	19 703	20 062	20 435	20 435
EBITDA	3 383	3 421	3 570	3 826	3 861	3 936	3 995	4 077	4 159	4 227	4 227
marża EBITDA	18,9%	18,5%	19,1%	20,9%	20,7%	20,7%	20,7%	20,7%	20,7%	20,7%	20,7%
EBIT	1 654	1 584	1 569	1 756	1 798	1 827	1 834	1 858	1 878	1 874	1 455
Podatek	314	301	298	334	342	347	349	353	357	356	276
CAPEX	-4 397	-4 010	-2 649	-2 706	-2 675	-2 698	-2 707	-2 733	-2 733	-2 773	-2 773
Kapitał obrotowy	-14	-16	-6	11	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10
FCF	-1 342	-906	618	797	835	881	930	981	1 059	1 088	1 168
PV FCF	-1 284	-819	527	639	628	621	612	602	606	580	0
WACC	6,0%	5,9%	6,1%	6,3%	6,5%	6,8%	7,0%	7,2%	7,4%	7,4%	7,4%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Cena bieżąca

2,38 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

2,73 PLN

+14,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	2,73 PLN	2018-04-06
poprzednia	trzymaj	2,98 PLN	2018-03-05
Podstawowe dane			
	TPE PW	Zmiana 1M	-22,0% -14,9%
Ticker	PLTAURN00011	Zmiana YTD	-22,0% -14,9%
Liczba akcji (mln)	1 752,5	Średni obrót 1M	11,4 mln PLN
MC (mln PLN)	4 171,1	Średni obrót 6M	9,4 mln PLN
EV (mln PLN)	14 744,5	EV/EBITDA 12M fwd	4,5 -9,5%
Free float	59,6%	EV/EBITDA 5Y avg	4,9 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	17 646,5	17 416,0	17 902,8	18 462,6	18 668,9
EBITDA	3 336,8	3 545,3	3 383,0	3 420,8	3 570,3
marża EBITDA	18,9%	20,4%	18,9%	18,5%	19,1%
EBIT	801,5	1 806,3	1 654,2	1 584,4	1 568,7
Zysk netto	367,5	1 380,7	1 156,2	1 031,9	987,5
P/E	11,4	3,0	3,6	4,0	4,2
P/BV	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	3,8	3,7	4,4	4,7	4,4
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz				2018P	2019P
EBITDA				+0,2%	+0,2%
Zysk netto				+3,5%	+9,3%
Energia (PLN/MWh)				0,0%	-0,0%
Węgiel (PLN/t)				0,0%	+1,0%
CO ₂ (EUR/t)				0,0%	0,0%

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	3 064	3 559	3 056	3 126	3 297
CFO/EBITDA	92%	100%	90%	91%	92%
Capex	3 647	3 562	4 397	4 010	2 649
Kapitał obrotowy	517	489	502	518	523
Kapitał własny	16 649	18 036	19 120	20 078	20 993
Dług netto	8 595	8 944	10 544	11 774	11 513
Dług netto/EBITDA (x)	2,6	2,5	3,1	3,4	3,2

Analiza porównawcza

	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	4,2	4,4	5,4	3,6	3,6	3,7
Maksimum	19,2	18,2	17,8	9,2	9,3	9,3
Mediana	13,8	12,7	11,7	6,7	6,8	6,3
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	14 244
Dług netto	8 944
Inne korekty	-808
Wycena DCF na akcję (PLN)	2,56

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	0%	6,71
DYield-porównawcza	0%	0,00
DCF	100%	2,56
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		2,73

Telekomunikacja, media, IT

Netia

sprzedaj (obniżona)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Cyfrowy Polsat na początku grudnia'17 przejął 32% udziałów w Netii i ogłosił chęć wezwania do progu 66%. Do przejęcia 34% udziałów wymagana jest zgoda UOKiK, która jest prawdopodobna (połączenie telekomu mobilnego i stacjonarnego, naszym zdaniem jedynie koncentracja na rynku płatnej TV budzi ryzyko), ale nie jest jeszcze pewna. Na chwilę obecną nie mamy też pewności dot. ceny w wezwaniu na pozostałe udziały w Netii (po wezwaniu do 66% kolejne 34% pozostanie w obrocie giełdowym), o ile zostanie przeprowadzone. Cena w ewentualnym wezwaniu do 100% (czyli na pozostałe 34% akcji) może osiągnąć 5,77 PLN, z drugiej strony Cyfrowy Polsat może pozostać na 66% udziale. CPS zapowiedział już, że nie planuje dywidendy z Netii. Co więcej, sądzymy, że cały generowany przez Netię CFO będzie w całości konsumowany na modernizację i rozbudowę sieci. Prognozujemy ujemny FCFE w latach 2018-20. Co więcej, Cyfrowy może być zdeterminowany do przyspieszonej modernizacji przestarzałej sieci Netii, zwłaszcza w kontekście ostatnich informacji na temat porozumienia Orange Polska i T-Mobile, co do usług BSA na sieci FTTH. Stąd inwestorzy powinni brać pod uwagę ryzyko powyższego scenariusza. Wyniki Netii za 4Q'17 były zgodne z naszymi oczekiwaniami, stąd podtrzymujemy nasze prognozy wyników na kolejne lata i negatywne zalecenie inwestycyjne. Po aktualizacji wyceny porównawczej, nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 4,30 PLN, co implikuje 18% potencjał spadkowy. Stąd obniżamy zalecenie inwestycyjne do sprzedaj.

Cena bieżąca

5,27 PLN

potencjał zmiany**Cena docelowa**

4,30 PLN

-18,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	sprzedaj	4,30 PLN	2018-04-06
poprzednia	redukuj	4,60 PLN	2018-02-02
Podstawowe dane		NET PW	vs. WIG
Ticker	NET PW	Zmiana 1M	-2,0% +5,0%
ISIN	PLNETIA00014	Zmiana YTD	-2,0% +5,0%
Liczba akcji (mln)	337,0	Średni obrót 1M	0,3 mln PLN
MC (mln PLN)	1 776,2	Średni obrót 6M	1,0 mln PLN
EV (mln PLN)	2 163,5	EV/EBITDA 12M fwd	6,1 +33,0%
Free float	100,0%	EV/EBITDA 5Y avg	4,6 premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 522	1 442	1 393	1 371	1 367
EBITDA	426	384	355	346	353
marża EBITDA	28,0%	26,6%	25,5%	25,2%	25,8%
EBIT	25	72	60	57	67
Zysk netto	33	36	37	31	35
P/E	54,6	50,0	48,0	57,9	50,6
P/BV	0,9	1,0	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA	4,6	5,4	6,1	6,4	6,5
DPS	0,39	0,38	0,00	0,00	0,00
DYield	7,5%	7,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Klienci linie głosowe (tys.)	1 140	1 014	988	951	931
ARPU głos wł. infras. (PLN)	28,4	26,5	25,9	25,4	24,9
ARPU głos WLR + LLU (PLN)	39,9	39,0	38,3	37,9	37,5
klienci broadband (tys.)	697	640	642	633	659
ARPU broadband (PLN)	56,3	56,0	56,6	57,7	58,9
Przychody	1 522	1 442	1 393	1 371	1 367
bezpośrednie usługi głos.	471	405	362	333	316
transmisja danych	659	616	616	613	621
rozł. międzyop. i hurt.	209	234	228	234	237
inne	183	188	187	191	194
Koszty sprzedaży	294	275	284	285	288
Koszty ogół. zarządu	149	148	144	145	147
EBIT	25	72	60	57	67
marża	1,7%	5,0%	4,3%	4,2%	4,9%
Zysk netto	32,6	35,5	37,0	30,7	35,1

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	1 393	1 371	1 367	1 383	1 411	1 445	1 483	1 529	1 581	1 597	1 597
EBITDA	355	346	353	366	374	382	392	406	423	427	427
marża EBITDA	25,5%	25,2%	25,8%	26,5%	26,5%	26,4%	26,4%	26,5%	26,7%	26,7%	26,7%
Amortyzacja	295	289	286	288	293	298	304	312	287	290	290
EBIT	60	57	67	78	81	84	87	93	136	137	137
Podatek	11	11	13	15	15	16	17	18	26	26	26
NOPLAT	49	46	54	63	66	68	71	76	110	111	111
CAPEX	-385	-382	-381	-190	-194	-198	-204	-210	-217	-219	-219
Kapitał obrotowy	-30	-1	0	0	0	1	1	1	-5	0	0
FCF	-71	-47	-41	162	165	168	172	179	175	182	182
PV FCF	-68	-42	-34	124	117	111	106	102	92	89	
WACC	7,4%	7,3%	7,2%	7,5%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	
Dług netto / EV	17,8%	20,2%	22,3%	17,3%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	442	346	317	340	348
CFO/EBITDA	104%	90%	89%	98%	99%
Capex	-209	-268	-385	-382	-381
Aktywa ogółem	2 450	2 401	2 552	2 696	2 906
Kapitał własny	1 896	1 778	1 816	1 847	1 882
Dług netto	204	285	387	450	510
Dług netto/EBITDA (x)	0,5	0,7	1,1	1,3	1,4

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	52,8	48,0	52,8	9,6	9,6	8,8
Maksimum	8,3	7,9	7,5	3,7	3,6	3,4
Mediana	13,3	12,9	11,3	5,7	5,5	5,3
waga	13%	23%	15%	13%	23%	15%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdykontowana wartość FCF	1 752
Dług netto	285
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	4,35

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	3,75
DCF	50%	4,35
cena wynikowa		4,05
koszt kapitału 9M		6,2%
cena docelowa za 9M		4,30

Orange Polska kupuj (podtrzymana)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Notowania Orange Polska w ciągu ostatniego miesiąca wzmocniły się o blisko 2%. Spółka zaraportowała zestaw dobrych wyników za 4Q'17: wynik EBITDA wzrósł o 4%, pomimo niekorzystnego wpływu regulacji RLAH oraz zmiany strategii w kierunku budowania wartości z jednego klienta (mniej atrakcyjny pricing dla klienta, niższe obroty ze sprzedaży sprzętu). Rynek może być rozczarowany prognozą EBITDA'18 wg nowego standardu (2,75 mln PLN). Z drugiej strony spadkowy trend na linii EBITDA został odwrócony. Orange Polska pozostaje naszym faworytem w sektorze telekomunikacyjnym, tym samym podtrzymujemy nasze niekonsensusowe podejście. Zarząd zapowiedział cięcie kosztów we wrześniu'17 i szybko potwierdził wiarygodność planów: w wynikach 3Q-4Q'17 obserwujemy znaczne spadki kosztów sprzedaży. Zarządowi Orange Polska udało się wynegocjować redukcję etatów aż o 2 700 osób w latach 2018-19. Obecnie Orange Polska jest notowane na EV/EBITDA'17 = 4,7x, z ok. 18% dyskontem do telekomów CEE. Spółka jest w fazie capexowej za co należy jej się dyskonto, z drugiej strony wzrost EBITDA w okresie 2017-20 rządu 12,8% jest wyższy niż średnia dla telekomów CEE, tj. +5,8%. Transakcja zakupu Netii uwiarygodniła strategię konwergentną Orange, a cena za Netię (EV = 2,5 mld PLN) stanowi punkt odniesienia dla stacjonarnej nogi Orange Polska. Dodatkowo, Orange Polska poinformowało o rozpoczęciu negocjacji z T-Mobile Polska w zakresie hurtowego dostępu szerokopasmowego (BSA) na sieci FTTH. Sądzymy, że NPV strumienia od T-Mobile może zrekomensować > 1/3 nakładów na sieć. Po aktualizacji wyceny porównawczej, nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 7,60 PLN.

Cena bieżąca

5,83 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

7,60 PLN

+30,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	7,60 PLN	2018-04-06
poprzednia	kupuj	7,30 PLN	2017-12-12
Podstawowe dane			
		OPL PW	vs. WIG
Ticker	OPL PW	Zmiana 1M	+0,7% +7,8%
ISIN	PLTLKPL00017	Zmiana YTD	+0,7% +7,8%
Liczba akcji (mln)	1 312,0	Średni obrót 1M	13,5 mln PLN
MC (mln PLN)	7 649,0	Średni obrót 6M	12,9 mln PLN
EV (mln PLN)	14 515,9	EV/EBITDA 12M fwd	4,7 +1,7%
Free float	49,3%	EV/EBITDA 5Y avg	4,6 premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	11 538	11 381	11 297	11 359	11 530
EBITDA skor.	3 163	2 807	3 069	3 217	3 384
marża EBITDA	27,4%	24,7%	27,2%	28,3%	29,3%
EBIT	-1 354	229	647	921	1 199
Zysk netto	-1 746	-60	299	545	791
P/E	-	-	25,5	14,0	9,7
P/BV	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA	4,6	5,0	4,7	4,3	3,9
DPS	0,25	0,00	0,00	0,00	0,25
DYield	4,3%	0,0%	0,0%	0,0%	4,3%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
dost. szerokopasm. (tys.)	2 206	2 438	2 741	3 120	3 511
klienci usl. głosowe (tys.)	3 932	3 684	3 157	2 725	2 286
Przychody	11 538	11 381	11 297	11 359	11 530
telefonnia komórkowa	6 324	6 141	6 093	6 105	6 136
telefonnia stacjonarna	4 720	4 571	4 556	4 606	4 733
pozostałe	494	669	648	648	661
Koszty	8 445	8 655	8 337	8 237	8 220
koszty pracownicze	1 636	1 690	1 581	1 473	1 437
usługi obce	6 432	6 416	6 412	6 439	6 467
poz. przychody i koszty	377	341	344	325	317
rozwiązanie stos. pracy	0	208	0	0	0
sprzedaż aktywów	70	81	110	95	80
EBITDA	3 163	2 807	3 069	3 217	3 390
marża	27,4%	24,7%	27,2%	28,3%	29,4%
Zysk netto	-1 746	-60	299	545	791

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	2 549	2 064	1 896	2 672	2 858
CFO/EBITDA	81%	74%	62%	83%	84%
Capex	-5 604	-1 643	-2 222	-2 166	-2 052
Aktywa ogółem	22 588	22 933	22 181	22 667	23 062
Kapitał własny	10 007	9 936	10 294	10 838	11 301
Dług netto	6 932	6 436	6 865	6 169	5 530
Dług netto/EBITDA (x)	2,2	2,3	2,2	1,9	1,6

Analiza porównawcza

	EV / EBITDA			DYield - RFR		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	9,6	9,6	8,8	5,6%	7,4%	9,2%
Maksimum	3,7	3,6	3,4	-7,6%	-7,0%	-2,3%
Mediana	5,7	5,5	5,3	2,0%	2,2%	1,2%
waga	33%	33%	33%	0%	0%	0%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	11 297	11 359	11 530	11 672	11 826	11 928	12 012	12 079	12 132	12 173	12 173
EBITDA	3 069	3 217	3 390	3 462	3 508	3 546	3 563	3 563	3 574	3 587	3 587
marża EBITDA	27,2%	28,3%	29,4%	29,7%	29,7%	29,7%	29,7%	29,5%	29,5%	29,5%	29,5%
Amortyzacja	2 416	2 290	2 185	2 099	2 031	1 979	1 944	1 923	1 917	1 899	1 899
EBIT	647	921	1 199	1 358	1 471	1 560	1 613	1 634	1 651	1 681	1 681
Podatek	123	175	228	258	280	296	306	310	314	319	319
NOPLAT	524	746	971	1 100	1 192	1 264	1 307	1 323	1 337	1 362	1 362
CAPEX	-2 112	-2 071	-1 972	-2 248	-2 200	-1 762	-1 785	-1 827	-1 869	-1 899	-1 899
Kapitał obrotowy	-819	-162	-117	-94	-84	-92	-95	-96	-98	-99	-99
FCF	9	803	1 068	857	938	1 389	1 371	1 323	1 288	1 263	1 263
PV FCF	8	718	897	677	696	968	897	812	742	682	
WACC	6,2%	6,3%	6,4%	6,5%	6,4%	6,5%	6,5%	6,6%	6,6%	6,6%	
Dług netto / EV	49,0%	46,4%	43,7%	43,3%	44,1%	42,9%	41,9%	41,0%	40,3%	39,7%	
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	17 393
Dług netto	6 436
Inne korekty	2
Wycena DCF na akcję (PLN)	8,35

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	5,94
DCF	50%	8,35
Cena wynikowa		7,14
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		7,60

Play trzymaj (podtrzymana)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Play ogłosił wyniki za 4Q'17 zgodne z naszymi oczekiwaniami, stąd nie mamy podstaw do zmiany naszych prognoz finansowych i podtrzymujemy neutralne nastawienie. Zarząd Play przy ogłoszeniu wyników za 2017 r. poinformował o intencji podtrzymania 650 mln PLN dywidendy także w 2019 r., co jest zgodne z naszymi oczekiwaniami. Podtrzymujemy jednak zdanie, że taki poziom dywidendy przy wysokim zalewarowaniu spółki (3,0x na koniec 2017 r.) jest dość ryzykowny biorąc pod uwagę fakt, że Play posiada mniej spektrum <1GHz niż polscy konkurenci. Co więcej, Play nie ma rozbudowanej sieci, która mogłaby częściowo odciążyć sieć z lawinowo rosnącego transferu danych (56% R/R na użytkownika postpaid w 3Q'17). Dodatkowo wskazujemy, że spółka nie ma obecnie nogi stacjonarnej, co ogranicza potencjał do sprzedaży usług konwergentnych. W kontekście przejęcia Netii przez Cyfrowy Polsat oraz współpracy T-Mobile i Orange Polska na BSA na liniach FTTH, Play może w ciągu roku zostać jedynym, z wielkiej czwórki MNO, graczem bez nogi stacjonarnej w obszarze B2C miasta. To główny rynek działania Play, stąd inwestorzy powinni uwzględnić strategiczne ryzyko w wycenie. Tymczasem Play obecnie jest wyceniony na EV/EBITDA'18 = 6,3x, z >9% premią vs. telekomu CEE. Po aktualizacji wyceny porównawczej, nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 33,50 PLN.

Cena bieżąca

32,70 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

33,50 PLN

+2,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	33,50 PLN	2018-04-06
poprzednia	trzymaj	34,70 PLN	2018-01-25
Podstawowe dane			
Ticker	PLY PW	Zmiana 1M	-3,3% +3,8%
ISIN	LU1642887738	Zmiana YTD	-3,3% +3,8%
Liczba akcji (mln)	253,7	Średni obrót 1M	7,6 mln PLN
MC (mln PLN)	8 296,0	Średni obrót 6M	17,9 mln PLN
EV (mln PLN)	14 826,6	EV/EBITDA 12M fwd	6,2 -4,5%
Free float	49,4%	EV/EBITDA 5Y avg	6,5 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	6 118	6 670	7 061	7 341	7 546
EBITDA	1 924	1 904	2 351	2 272	2 481
marża EBITDA	31,5%	28,5%	33,3%	31,0%	32,9%
EBIT	1 290	1 107	1 536	1 423	1 577
Zysk netto	712	387	919	957	991
P/E	11,7	21,4	9,0	8,7	8,4
P/BV	6,2	-	74,7	19,8	10,9
EV/EBITDA	7,0	7,9	6,3	6,5	5,8
DPS	0,00	0,00	2,56	2,56	2,56
DYield	0,0%	0,0%	7,8%	7,8%	7,8%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Aktywni klienci (tys.)	12 011	12 394	12 965	13 245	13 441
ARPU (PLN)	31,4	32,0	32,8	33,3	33,7
Przychody	6 118	6 670	7 061	7 341	7 546
przychody z usług	4 493	4 878	5 192	5 412	5 569
obróć sprzętem	1 625	1 792	1 869	1 929	1 977
Koszty	4 193	4 766	4 710	4 911	5 065
interkonekt	1 496	1 730	1 860	1 933	1 949
koszty kontraktów	399	429	443	456	472
sprzęt	1 366	1 410	1 484	1 551	1 629
koszty osobowe	228	526	277	284	290
usługi obce	567	606	563	599	634
pozostałe	138	65	82	89	91
EBITDA skoryg.	2 035	2 298	2 381	2 460	2 511
marża	33,3%	34,5%	33,7%	33,5%	33,3%
Zysk netto	712	387	919	957	991

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	7 061	7 341	7 546	7 687	7 801	7 877	7 944	8 004	8 055	8 101	8 101
EBITDA	2 351	2 272	2 481	2 510	2 534	2 574	2 585	2 594	2 600	2 604	2 604
marża EBITDA	35,3%	32,2%	33,8%	33,3%	33,0%	33,0%	32,8%	32,7%	32,5%	32,3%	32,3%
Amortyzacja	815	850	904	940	1 028	963	957	929	877	834	834
EBIT	1 536	1 423	1 577	1 570	1 506	1 611	1 628	1 665	1 723	1 769	1 769
Podatek	292	270	300	298	286	306	309	316	327	336	336
NOPLAT	1 244	1 152	1 277	1 272	1 220	1 305	1 318	1 349	1 396	1 433	1 433
CAPEX	-690	-767	-829	-1 697	-624	-1 096	-928	-640	-644	-646	-646
Kapitał obr. + inne	-337	-294	-297	-322	-317	-308	-308	-307	-306	-305	-305
FCF	1 033	941	1 055	192	1 307	864	1 039	1 331	1 323	1 317	1 317
PV FCF	985	835	871	148	935	575	644	766	707	653	
WACC	7,4%	7,5%	7,5%	7,4%	7,5%	7,5%	7,5%	7,6%	7,7%	7,8%	
Dług netto / EV	43,7%	43,1%	42,4%	44,8%	43,3%	43,1%	42,4%	40,7%	39,1%	37,5%	
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	1 588	1 389	1 955	2 098	2 174
CFO/EBITDA skor.	78%	60%	82%	85%	87%
Capex	-2 316	-625	-690	-767	-829
Aktywa ogółem	8 747	8 831	8 543	8 712	8 902
Kapitał własny	1 343	-213	111	418	760
Dług netto	5 111	6 791	6 531	6 372	6 190
Dług netto/EBITDA (x)	2,5	3,0	2,7	2,6	2,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	8,3	7,9	7,5	3,7	3,6	3,4
Maksimum	52,8	48,0	52,8	9,6	9,6	8,8
Mediana	13,3	12,9	11,3	5,7	5,5	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	15 589
Dług netto	6 791
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	34,68

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	27,82
DCF	50%	34,68
Cena wynikowa		31,22
Koszt kapitału 9M		7,3%
Cena docelowa za 9M		33,50

Agora kupuj (podtrzymana)

Paweł Szpigił

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Agora pozostaje najbardziej preferowaną spółką w polskim sektorze mediowym. Pomimo, że oczyszczona EBITDA rośnie w tempie zaledwie 5% R/R w 2018 r, Agora jest obecnie notowana na EV/EBITDA'17 = 5,0x, z >35% dyskontem do spółek porównywalnych. Naszym zdaniem sam segment kinowy jest wyceniany co najmniej 12,1 PLN na akcję, tj. >80% dzisiejszej wartości akcji Agory, uwzględniając do wyceny wskaźnik EV/EBITDA'18/19 = 8,3/7,7x dla kinowych spółek porównywalnych, które wykazują niższe tempo wzrostu wyniku (+7,3% R/R na linii EBITDA w 2018 r.). Inwestorzy powinni docenić dywersyfikację segmentową Agory. Spółka posiada szereg mediów oraz biznes kinowy, ma rozległe kompetencje i bogate doświadczenie. Wyniki są wsparte dużą bazą aktywów (nieruchomości + kina). Zwracamy uwagę na silną pozycję bilansową (obecnie gotówka netto). Nawet przy większej aktywności M&A Agora utrzyma 0,50 PLN dywidendy i ma potencjał do podwyżki w przyszłych latach. Szacujemy, że Agora generuje FCFE rzędu 55 mln PLN w kolejnych 5 latach, co implikuje wysoki FCFE Yield >7,5%. Agora w 1Q'18 ma ogłosić aktualizację strategii. Spodziewamy się, że spółka będzie rozwijać się poprzez akwizycje zarówno w Polsce, jak i za granicą. Oczekujemy wzmocnienia segmentu Internet i rozwoju e-commerce, dezynwestycji spadkowych pobocznych biznesów, dalszych redukcji kosztów oraz uwolnienia nieefektywnie wykorzystywanych aktywów (jak nieruchomości pod drukarnię). Po aktualizacji wyceny porównawczej, nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 18,40 PLN.

Cena bieżąca

14,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

18,40 PLN

+26,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	18,40 PLN	2018-04-06
poprzednia	kupuj	18,90 PLN	2018-01-26
Podstawowe dane			
	AGO PW	Zmiana 1M	+0,4% +7,5%
Ticker	PLAGORA00067	Zmiana YTD	+0,4% +7,5%
Liczba akcji (mln)	46,6	Średni obrót 1M	0,6 mln PLN
MC (mln PLN)	675,4	Średni obrót 6M	0,7 mln PLN
EV (mln PLN)	646,1	EV/EBITDA 12M fwd	5,3 +0,8%
Free float	62,0%	EV/EBITDA 5Y avg	5,2 premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 198	1 165	1 191	1 227	1 252
EBITDA	115	30	130	121	122
marża EBITDA	9,6%	2,6%	10,9%	9,9%	9,8%
EBIT	17	-73	39	34	40
Zysk netto	-17	-84	25	23	28
P/E	-	-	27,5	29,9	24,4
P/BV	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA	6,2	23,3	5,0	5,2	5,1
DPS	0,75	0,46	0,50	0,75	1,00
DYield	5,2%	3,2%	3,4%	5,2%	6,9%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
rozpowsz. GW (tys.)	161	124	112	108	107
sprzed. bilety do kin (mln)	10,8	12,2	13,2	13,9	14,1
ATP (PLN)	18,1	18,4	19,0	19,3	19,7
RPH (PLN)	6,7	6,8	6,9	7,0	7,2
Przychody	1 198	1 165	1 191	1 227	1 252
prasa	268	236	231	230	231
film i książka	364	416	454	483	497
reklama zewnętrzna	168	163	164	168	172
internet	168	169	165	167	171
radio	113	114	123	126	130
druk	156	102	89	88	87
wyłączenia	-38	-34	-34	-35	-35
EBITDA	115	30	130	121	122
marża	9,6%	2,6%	10,9%	9,9%	9,8%
Zysk netto	-16,6	-83,5	24,5	22,6	27,7

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	97	77	117	111	112
CFO/EBITDA	84%	76%	90%	92%	92%
Capex	-89	-70	-68	-52	-59
Aktywa ogółem	1 569	1 396	1 420	1 400	1 377
Kapitał własny	1 097	996	1 021	1 009	990
Dług netto	15	4	-54	-79	-86
Dług netto/EBITDA (x)	0,1	0,0	-0,4	-0,7	-0,7

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
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)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	1 191	1 227	1 252	1 285	1 314	1 340	1 367	1 395	1 424	1 453	1 482
EBITDA	130	121	122	126	129	131	134	136	139	142	145
marża EBITDA	10,9%	9,9%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,7%	9,8%	10,0%
Amortyzacja	91	87	83	78	75	71	68	64	63	64	65
EBIT	39	34	40	47	54	60	66	72	76	78	80
Podatek	7	7	8	9	10	11	13	14	14	15	15
NOPLAT	31	28	32	38	44	49	54	58	62	64	65
CAPEX	-68	-52	-59	-61	-57	-58	-60	-61	-63	-64	-65
Kapitał obrotowy	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-4	-4
FCF	52	60	53	53	59	58	58	58	58	60	61
PV FCF	49	52	42	39	40	37	33	31	28	27	
WACC	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%	
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	806
Dług netto	4
Inne korekty	47
Wycena DCF na akcję (PLN)	17,36

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	17,23
DCF	50%	17,36
Cena wynikowa		17,29
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		18,40

Cyfrowy Polsat trzymaj (obniżona)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Od momentu wydania pozytywnej rekomendacji na Cyfrowego Polsatu, tj. z ciągu ostatniego miesiąca jego notowania wzrosły o 9% i były lepsze od szerokiego indeksu o >13%. Wyniki za 4Q'17 były zgodne z naszymi oczekiwaniami, poparte wysokimi przepływami pieniężnymi. Standardy IFRS15 i 16 nie wprowadzają rewolucji we wskaźnikach spółki. Cyfrowy też ogłosił cele na 2018 r. zgodne z naszymi oczekiwaniami: utrzymanie oglądalności kanałów Polsat oraz utrzymanie dynamiki przychodów reklamowych zgodnej z dynamiką wzrostu rynku reklamy telewizyjnej, utrzymanie tempa wzrostu RGU i nasycenia bazy klientów usługami zintegrowanym. Spółka dość ogólnikowo odniosła się do poziomu rentowności (ma być „wysoki”) i generowanego FCF („utrzymanie wysokiego poziomu FCF”). CAPEX w '18 wyniesie maks. 10% przychodów, z wyłączeniem efektu konsolidacji Netii. Po wynikach nie mamy podstaw do zmiany naszych prognoz finansowych. Nasz obecny poziom ceny docelowej implikuje tylko 2,0% potencjał wzrostowy. Stąd, obniżamy nasze zalecenie inwestycyjne z akumuluj do trzymaj. Po aktualizacji wyceny porównawczej, nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 25,30 PLN. Obecnie CPS jest notowany na EV/EBITDA'17 = 6,9x, z dyskontem do grupy porównawczej. Jednak Cyfrowy Polsat wykaże w 2018 r. niższy wzrost wyników od spółek porównywalnych (wzrost EBITDA'18 R/R = -2,1% w Cyfrowym Polsacie w ujęciu proforma oraz +2,1% w spółkach porównywalnych) oraz płaci niższą dywidendę (DYield'18 = 1,5% vs. 4,9% grupa porównawcza).

Cena bieżąca

24,84 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

25,30 PLN

+1,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	25,30 PLN	2018-04-06
poprzednia	akumuluj	24,90 PLN	2018-03-05
Podstawowe dane			
	CPS PW	Zmiana 1M	-0,1% +7,0%
Ticker	PLCFRPT00013	Zmiana YTD	-0,1% +7,0%
ISIN			
Liczba akcji (mln)	639,5	Średni obrót 1M	13,3 mln PLN
MC (mln PLN)	15 886,2	Średni obrót 6M	12,2 mln PLN
EV (mln PLN)	26 996,6	EV/EBITDA 12M fwd	6,6 -8,5%
Free float	33,5%	EV/EBITDA 5Y avg	7,2 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	9 730	9 829	11 502	11 626	11 761
EBITDA	3 641	3 617	3 920	4 024	4 083
marża EBITDA	37,4%	36,8%	34,1%	34,6%	34,7%
EBIT	1 669	1 834	1 960	2 175	2 335
Zysk netto	1 041	981	1 250	1 464	1 607
P/E	15,3	16,2	12,7	10,8	9,9
P/BV	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA	7,8	7,3	6,9	6,3	5,9
DPS	0,00	0,32	0,36	0,48	0,57
DYield	0,0%	1,3%	1,5%	1,9%	2,3%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	9 730	9 829	10 110	10 255	10 394
detaliczne od klientów	6 325	6 068	6 145	6 184	6 243
hurtowe	2 466	2 539	2 532	2 585	2 625
sprzedaż sprzętu	851	1 055	1 137	1 182	1 212
pozostałe	88	167	295	304	313
Koszty	7 868	8 016	8 200	8 137	8 136
kontent	1 066	1 154	1 190	1 244	1 284
dyskrypcja i marketing	803	894	922	936	948
D&A	1 699	1 783	1 665	1 561	1 462
rozliczenia międzyop.	2 141	2 014	2 050	1 987	2 002
wynagrodzenia	550	553	576	596	617
sprzęt	1 333	1 324	1 354	1 366	1 368
windykacja i odpisy	63	67	75	77	78
pozostałe koszty	214	227	367	372	377
Zysk netto	1 041	981	1 213	1 444	1 584

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	11 502	11 626	11 761	11 907	12 073	12 252	12 441	12 643	12 855	13 079	13 079
EBITDA	3 920	4 024	4 083	4 144	4 198	4 255	4 308	4 365	4 427	4 495	4 495
marża EBITDA	34,1%	34,6%	34,7%	34,8%	34,8%	34,7%	34,6%	34,5%	34,4%	34,4%	34,4%
Amortyzacja	1 960	1 849	1 749	1 658	1 576	1 518	1 487	1 472	1 435	1 503	1 503
EBIT	1 960	2 175	2 335	2 486	2 621	2 738	2 820	2 894	2 993	2 992	2 992
Podatek	372	413	444	472	498	520	536	550	569	568	568
NOPLAT	1 588	1 762	1 891	2 013	2 123	2 218	2 284	2 344	2 424	2 423	2 423
CAPEX	-1 415	-1 425	-1 437	-1 918	-1 395	-3 068	-1 434	-1 875	-1 999	-1 503	-1 503
Kapitał obrotowy	-290	-218	-193	-181	-171	-172	-172	-173	-192	-200	-200
FCF	1 843	1 968	2 010	1 572	2 134	495	2 166	1 767	1 668	2 223	2 223
PV FCF	1 734	1 735	1 658	1 211	1 533	332	1 355	1 029	904	1 118	
WACC	6,9%	6,7%	6,9%	7,0%	7,2%	7,1%	7,3%	7,4%	7,5%	7,7%	
Dług netto / EV	41,5%	37,8%	33,9%	31,1%	27,5%	29,7%	26,1%	23,8%	21,8%	17,2%	
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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	2 885	3 126	3 021	3 122	3 166
CFO/EBITDA	78%	86%	85%	85%	85%
Capex	-590	-739	-1 030	-1 043	-1 055
Aktywa ogółem	27 729	27 756	26 834	26 261	26 333
Kapitał własny	11 230	12 074	13 277	14 517	15 735
Dług netto	11 140	10 508	8 465	6 926	5 494
Dług netto/EBITDA (x)	2,9	2,9	2,4	1,9	1,5

Analiza porównawcza

	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	8,3	8,1	7,9	4,1	4,4	4,0
Maksimum	55,2	48,0	52,8	13,1	14,2	15,8
Mediana	6,5	6,2	5,9	15,9	15,2	12,9
waga	33%	33%	33%	0%	0%	0%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	27 084
Dług netto	10 793
Inne korekty	833
Wycena DCF na akcję (PLN)	24,17

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	23,39
DCF	50%	24,17
Cena wynikowa		23,78
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		25,30

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

Wirtualna Polska akumuluj (podtrzymana)

Paweł Szpigił

+48 22 438 24 06

pawel.szpigił@mbank.pl

Wirtualna Polska zaraportowała zestaw dobrych wyników za 4Q'17. Skorygowany wynik EBITDA online był na poziomie 45,7 mln PLN vs. 43,2 mln PLN nasze estymacje, co oznacza poprawę R/R o >15,2%. Stąd podtrzymujemy pozytywne podejście. Wirtualna Polska jest obecnie notowana z blisko 10% dyskontem do grupy porównywalnej. Wzrost wyniku EBITDA, skorygowanego o wyniki projektu TV estymujemy na 7,5% (vs. + 18,9% mediana w spółkach porównywalnych). Stąd dyskonto jest uzasadnione, jednak sądzimy że jego skala jest wciąż zbyt wysoka. W nadchodzących kwartałach spodziewamy się dalszych sukcesów na polu e-commerce, zwłaszcza że od marca 2018 r. w życie wszedł zakaz handlu w niedziele. W grudniu'17 spółka podpisała z bankami dużą umowę kredytową o wartości 500 mln PLN, co może budzić ryzyko. Jednak podkreślamy, że na koniec 2017 dług brutto WPL wynosi 216,8 mln PLN (a dług netto 170,4 mln PLN). Łączna wartość linii kredytowej wynosi 279,5 mln PLN. Stąd kwota, która może być przeznaczona na akwizycje jest dość duża (zwłaszcza, że WPL generuje średnio 72 mln PLN FCF po odsetkach w latach 2017-19). Wskaźnik dług netto/EBITDA LTM wyniósł 1,32x. Naszym zdaniem nowa umowa kredytowa zezwala spółkom z grupy na wypłatę dywidendy po spełnieniu szeregu warunków (szczegóły nie zostały podane). WPL chce dokonywać akwizycji na polu e-commerce, gdzie dotychczas spółka odnosi sukcesy, co oceniamy pozytywnie. Wierzymy we wzrost tej części rynku online. Po aktualizacji wyceny porównawczej, nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 56,40 PLN.

Cena bieżąca

52,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

56,40 PLN

+8,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	56,40 PLN	2018-04-06	
poprzednia	akumuluj	56,10 PLN	2018-02-02	
Podstawowe dane			WPL PW	vs. WIG
Ticker	WPL PW	Zmiana 1M	+7,6%	+14,7%
ISIN	PLWRTPL00027	Zmiana YTD	+7,6%	+14,7%
Liczba akcji (mln)	29,8	Średni obrót 1M	1,3 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 554,3	Średni obrót 6M	1,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 693,1	EV/EBITDA 12M fwd	10,2	-4,3%
Free float	33,6%	EV/EBITDA 5Y avg	10,6	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	415	466	537	591	637
EBITDA	123	130	158	181	200
marża EBITDA	29,6%	27,8%	29,4%	30,7%	31,4%
EBIT	81	79	104	122	136
Zysk netto	54	35	76	93	108
P/E	28,9	44,0	20,6	16,7	14,4
P/BV	3,8	3,9	3,4	3,1	2,9
EV/EBITDA	14,1	13,4	10,7	9,1	8,1
DPS	0,00	1,27	0,97	1,78	2,19
DYield	0,0%	2,4%	1,9%	3,4%	4,2%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	415	466	537	591	637
gotówkowe	377	433	479	525	567
barterowe	37,8	33,0	34,4	36,1	37,5
Koszty	334	387	432	468	500
amortyzacja	42,1	51,0	53,6	58,7	63,3
zużycie mater. i energii	5,6	5,9	6,3	6,7	7,0
wynagrodzenia	124	134	139	145	150
pozostałe	162	196	233	258	280
EBITDA	123	130	158	181	200
marża	29,6%	27,8%	29,4%	30,7%	31,4%
EBITDA skorygowana	136	138	160	179	197
marża	322,9%	29,7%	297,8%	305,2%	311,2%
EBIT	81	79	104	122	136
marża	19,5%	16,9%	19,4%	20,7%	21,4%
Zysk netto	53,8	35,3	75,5	93,0	107,7

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	117	114	135	156	172
CFO/EBITDA	95%	88%	85%	86%	86%
Capex	-38	-42	-53	-56	-62
Aktywa ogółem	852	894	857	861	866
Kapitał własny	409	400	459	499	542
Dług netto	169	170	122	83	41
Dług netto/EBITDA (x)	1,4	1,3	0,8	0,5	0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	35,6	25,1	18,4	20,4	15,3	11,8
Maksimum	17,2	15,0	12,7	7,6	4,8	3,4
Mediana	25,4	19,6	16,0	11,8	10,5	9,3
waga	33%	33%	33%	33%	33%	33%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	537	591	637	676	708	737	762	785	804	820	837
EBITDA	158	181	200	215	226	235	242	248	251	254	259
marża EBITDA	29,4%	30,7%	31,4%	31,8%	31,9%	31,9%	31,8%	31,6%	31,2%	31,0%	31,6%
Amortyzacja	54	59	63	67	71	73	76	81	84	87	89
EBIT	104	122	136	148	155	162	166	167	166	167	170
Podatek	20	23	26	28	29	31	32	32	32	32	32
NOPLAT	85	99	111	120	126	131	135	135	135	135	138
CAPEX	-53	-56	-62	-66	-71	-74	-78	-81	-84	-87	-89
Kapitał obrotowy	-6	-3	-2	-1	-1	-1	0	0	0	1	1
FCF	80	99	110	119	125	129	132	135	135	136	139
PV FCF	75	86	88	88	85	81	77	72	66	62	
WACC	8,2%	8,3%	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Dług netto / EV	7,3%	5,1%	2,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana wartość FCF	1 733
Dług netto	263
Inne korekty	16
Wycena DCF na akcję (PLN)	48,79

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	57,21
DCF	50%	48,79
Cena wynikowa		53,00
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		56,40

Asseco Poland redukuje (bez zmian)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Asseco Poland jest notowane obecnie na P/E'18/'19 = 15,5x/16,2x, tj. z 8% dyskontem/5% premią do spółek porównywalnych, podczas gdy w ostatnich 7 latach wartość dyskonta wynosiła ok. 19%. Naszym zdaniem obecny poziom wyceny nie jest uzasadniony. (1) Asseco prezentuje niski profil wzrostu: CAGR zysku netto w okresie 2018-20 wynosi -0,1% vs. +11,8% średnia dla spółek porównywalnych, (2) spółka matka notuje wysokie spadki wyników (-37% zysk EBIT R/R w 2017 r.), a (3) wartość generowanego przez nią FCF istotnie obniżyła się z poziomu ok. 170 mln PLN w latach 2012-16 do ok. 70 mln PLN. Podtrzymujemy nasze zdanie z marcowego raportu analitycznego, że (4) utrzymanie obecnego poziomu dywidendy tj. 3,01 PLN jest mało realne i obniżamy jej poziom do 2,00 PLN od 2019 r. (-27% vs. konsensus Bloomberg). Dodatkowo wskazujemy, że (5) nasze prognozy na linię netto na lata 2018-19 są odpowiednio 8,0%/7,4% niższe od oczekiwań rynku. (6) Sceptycznie podchodzimy także do Asseco International. Utworzenie podmiotu wstrzyma na jeden rok transfer dywidendy ze spółek córek (zgodnie z KSH wypłata dywidendy następuje z zysku poprzedniego roku, co uniemożliwia wypłatę w 2018 r. do Asseco Poland). Do planów IPO AI na zachodniej giełdzie podchodzimy z rezerwą. Nasze obawy są skupione wokół powodzenia procesów M&A ze środków pozyskanych w drodze możliwej emisji/sprzedaży akcji AI po niepowodzeniach z rosyjskim R-Style. Podtrzymujemy neutralną rekomendację.

Cena bieżąca

45,56 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

41,20 PLN

-9,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	redukuje	41,20 PLN	2018-03-27

Podstawowe dane		ACP PW	vs. WIG
Ticker	ACP PW	Zmiana 1M	+3,6% +10,7%
ISIN	PLSOFTB000016	Zmiana YTD	+3,6% +10,7%
Liczba akcji (mln)	83,0	Średni obrót 1M	7,0 mln PLN
MC (mln PLN)	3 781,5	Średni obrót 6M	6,7 mln PLN
		P/E 12M fwd	14,3 +19,6%
Free float	68,0%	P/E 5Y avg	11,9 premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	7 932	7 831	8 834	9 024	9 253
EBITDA	1 070	922	1 074	1 128	1 170
marża EBITDA	13,5%	11,8%	12,2%	12,5%	12,6%
EBIT	769	585	705	764	810
Zysk netto	301	467	244	233	241
P/E	12,6	8,1	15,5	16,2	15,7
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
P/S	0,48	0,48	0,43	0,42	0,41
DPS	3,01	3,01	3,01	3,01	2,00
DYield	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	4,4%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	7 932	7 724	8 834	9 024	9 253
zmiana	0,0%	-2,6%	12,8%	2,2%	2,5%
rynek polski	1 599	1 514	1 574	1 563	1 605
rynek pd-wsch. Europy	571	590	656	686	714
rynek zachodnioeur.	579	608	648	661	675
rynek środkowoeur.	754	785	815	820	837
rynek izraelski	4 247	4 218	5 141	5 294	5 422
rynek wschodnioeur.	58	10	0	0	0
EBIT	769	644	705	764	810
Amortyzacja	300	289	369	364	360
EBITDA	1 070	933	1 074	1 128	1 170
marża	13,5%	12,1%	12,2%	12,5%	12,6%
Jednostki stowarzyszone	-242	169	-259	-317	-347
Podatek	-166	-163	-159	-169	-176
Zysk netto	301	596	244	233	241

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P*	2019P*	2020P*
CF operacyjny	883	793	918	932	932
CFO/EBITDA	83%	77%	82%	82%	82%
Capex	-211	-233	-245	-255	-255
Aktywa ogółem	12 791	13 044	13 284	13 538	13 538
Kapitał własny	5 505	5 520	5 538	5 562	5 562
Dług netto	358	235	2	-224	-224
Dług netto/EBITDA (x)	0,3	0,2	0,0	-0,2	-0,2

*bez uwzględnienia sprzedaży 20% Formula Systems i dekonsolidacji grupy

Analiza porównawcza

	18P	P/E 19P	20P
Maximum	22,5	19,9	17,8
Minimum	12,6	11,6	11,1
Mediana	16,8	15,4	14,2
waga	33%	33%	33%

Skrót z modeli DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Asseco Poland (matka)											
Przychody	830	793	812	830	847	864	881	899	917	935	935
EBITDA	148	113	110	113	117	119	122	124	125	125	125
NOPLAT	83	63	65	68	70	72	73	74	74	74	74
FCF	75	64	47	56	67	63	64	64	64	64	64
WACC	8,7%	8,6%	8,5%	8,5%	8,4%	8,4%	8,3%	8,3%	8,4%	8,4%	
Asseco Business Solutions											
Przychody	254	264	273	279	285	291	297	304	310	317	323
EBITDA	89	96	102	104	106	109	111	114	117	120	122
NOPLAT	58	63	67	69	70	72	74	75	77	79	81
FCF	49	60	64	66	68	70	72	74	75	77	79
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	0,0%	
Asseco South Eastern Europe											
Przychody	656	686	714	738	759	775	789	800	809	817	833
EBITDA	114	118	122	126	129	132	134	137	139	141	144
NOPLAT	59	62	64	66	67	69	70	70	71	71	73
FCF	36	52	53	55	58	60	63	65	67	69	70
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%	913
ACE	10x PE	93%	589
ABS	DCF	46%	997
ASEE	DCF	51%	858
R. zachodnioeurop.	10x PE	100%	238
Formula Systems	rynek	26%	1 734
R-Style Softlab	6x PE	100%	0
Pozostałe	10x PE	0%	71
Razem			3 126
Wycena 1 akcji			37,66

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	39,80
SOTP	50%	37,66
Cena wynikowa		38,73
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		41,20

CD Projekt sprzedaż (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Pomimo długiego okresu od premiery gry *Wiedźmin 3: Dziki Gon*, sprzedaż produkcji zapewnia spółce stabilne źródło dochodu. W 4Q'18 gros wyniku spółki było wygenerowane przez sprzedaż *Wiedźmina 3: Dziki Gon*. Pomimo spadku sprzedaży o 25% r/r do 124 mln PLN w 4Q'17 oraz wyniku EBITDA o 41% r/r do 57 mln PLN w 4Q'17, rezultaty spółki były nieznacznie powyżej oczekiwań rynkowych. W kolejnych kwartałach niekorzystnie na wartość sprzedaży CD Projekt będzie wpływała deprecjacja USDPLN oraz coraz dłuższy okres sprzedaży od premiery *Wiedźmina 3* oraz dodatków (coraz niższa średnia cena). W 2018 roku planowane jest zakończenie fazy otwartej bety gry *Gwint* oraz wydanie zapowiadanej pierwszej jednoosobowej kampanii. Spółka zgłosiła swoje uczestnictwo na prezentacji na targach E3, które odbędą się w czerwcu 2018. Według spekulacji medialnych CDR mógłby opublikować kolejny materiał promujący grę *Cyberpunk 2077*. Taki scenariusz uwzględniałby wydłużenie kampanii promocyjnej gry, co byłoby sprzeczne z pierwotnymi założeniami Zarządu CD Projekt (przyjmując datę premiery gry w 2019). Szansą na potencjalne istotne zwiększenie sprzedaży w 2018 roku może być wydanie jednoosobowej kampanii do *Gwinta*, rozpowszechnienie gry na rynku chińskim oraz ewentualna premiera mobilnej wersji gry. Niemniej jednak uważamy, że obecnie kurs spółki dyskontuje zbyt ambitne założenia dotyczące przyszłych wyników.

Cena bieżąca

114,90 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

90,80 PLN

-21,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	sprzedaż	90,80 PLN	2018-04-06
poprzednia	sprzedaż	90,00 PLN	2018-02-02
Podstawowe dane		CDR PW	vs. WIG
Ticker	CDR PW	Zmiana 1M	+18,5% +25,5%
ISIN	PLOPTTC00011	Zmiana YTD	+18,5% +25,5%
Liczba akcji (mln)	95,2	Średni obrót 1M	30,1 mln PLN
MC (mln PLN)	10 940,0	Średni obrót 6M	41,1 mln PLN
EV (mln PLN)	10 832,5	EV/EBITDA 12M fwd	25,6 +28,2%
Free float	65,3%	EV/EBITDA 5Y avg	20,0 premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	584	463	496	1 590	1 229
EBITDA	308	250	248	810	773
marża EBITDA	52,7%	53,9%	49,9%	50,9%	62,9%
EBIT	304	245	242	803	766
Zysk netto	251	204	198	658	640
P/E	43,7	53,7	55,3	16,6	17,1
P/BV	14,1	12,4	10,1	6,3	4,6
EV/EBITDA	34,8	43,6	43,7	12,5	12,2
DPS	0,00	1,06	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
EBITDA		+51,2%	-23,4%	-7,6%	
Zysk netto		+52,5%	-23,4%	-8,0%	
W3 (S)		0,0%	-	-	
Gwint (S)		+79,0%	0,0%	0,0%	
C2077 (S)		-	0,0%	0,0%	

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Produkcja gier (S)	476	330	324	1 409	1 040
Produkcja gier (EBIT)	324	221	227	786	745
Produkcja gier (marża)	68,2%	66,8%	70,1%	55,8%	71,7%
GOG.com (S)	133,5	170,0	172,2	180,8	189,8
GOG.com (EBIT)	6,4	18,6	14,9	17,8	20,9
GOG.com (marża)	4,8%	10,9%	8,6%	9,9%	11,0%
Przepływy oper.	259	235	207	820	754
Amortyzacja	4	5	6	6	7
Kapitał obrotowy	-11	34	-12	-46	15
Przepływy inv.	-440	-291	-167	-83	-92
CAPEX	-12	-13	-8	-9	-10
Nakłady na produkcję	56	77	159	74	82
FCF	228	224	182	602	632
FCF/EBITDA	73%	74%	82%	83%	74%
CFO/EBITDA	84%	101%	98%	114%	100%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
W3 (tys. szt.)	1 050	800	800	800	0	0	0	0	0	0	0
C2077 (tys. szt.)	11 000	7 100	4 600	4 000	4 000	4 000	4 000	4 000	4 000	0	0
Gra AAA (tys. szt.)					12 000	9 500	5 000	12 500	5 100	12 000	0
Przychody	496	1 590	1 229	823	1 569	1 379	651	1 589	703	1 525	-
EBITDA	248	810	773	467	568	901	392	526	247	1 219	-
marża EBITDA	49,9%	50,9%	62,9%	56,7%	36,2%	65,3%	60,2%	33,1%	35,2%	79,9%	-
EBIT	242	803	766	460	560	893	384	517	238	1 209	-
Podatek	46	153	146	87	106	170	73	98	45	230	-
CAPEX	-8	-9	-10	-11	-12	-13	-15	-9	-9	-9	-
Kapitał obrotowy	-12	-46	15	17	-31	8	31	-39	37	-34	-
FCF	182	602	632	386	418	726	335	380	230	945	483
PV FCF	171	522	506	284	284	454	193	202	113	427	-
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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wiedźmin 3 (S)	472	288	113	88	34
Gwint (S)	3	43	212	147	138
Cyberpunk 2077 (S)	0	0	0	1 174	867
Produkcja w toku	62	142	296	168	158
Środki pieniężne	217	67	108	845	1 507
Dług netto	-597	-647	-688	-1 425	-2 087
Dług netto/EBITDA (x)	-1,9	-2,6	-2,8	-1,8	-2,7

Analiza porównawcza

	P/E 12M fwd 4Y avg	EV/EBIT 12M fwd 4Y avg
Minimum	14,0	4,4
Maksimum	18,4	12,0
Mediana	17,8	10,1
waga	50%	50%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	3,5%
Zdyskontowana wartość FCF	5 143
Dług netto	-597
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	87,77

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	82,87
DCF	50%	87,77
cena wynikowa		85,32
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		90,80

Comarch kupuj (podwyższona)

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigel@mbank.pl

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, Comarch opublikował słabe wyniki za 4Q'17 (oczyszczone o ujemny wynik na poz. dział. operacyjnej są zgodne z naszymi oczekiwaniami na linii przychody i EBITDA), co rynek odczytał negatywnie. Stąd notowania Comarchu spadły w ciągu dwóch miesięcy o blisko 23%. W Comarch będzie pod presją negatywnych czynników: (1) słabej kontraktacji publicznej (z powodu rekonstrukcji Rządu oraz zbliżających się wyborów samorządowych; sądzymy, że część decyzji o przetargach może być przeciągnięta w czasie), (2) mocnego PLN vs. EUR i USD oraz (3) nieustającej presji na wynagrodzenia w branży informatycznej. Portfel zamówień Comarchu na 2018 r. jest kilkanaście procent wyższy R/R (Zarząd na konferencji po wynikach), jednak wzrost wynika głównie z dużych kontaktów na rynku publicznym (jak kontakt na system cyfrowej rejestracji rozpraw w sądach powszechnych za 138 mln PLN), które charakteryzują się niższą rentownością. Z drugiej strony spółka jest obecnie notowana na EV/EBITDA'18=7,5x, tj. z blisko 25% dyskontem do grupy porównywalnej. Dynamika wyników kwartalnych będzie pozytywna i wysoka (głównie ze względu na niską bazę wyników z 1H'17), co będzie sprzyjać sentymentowi do spółki. Obecny poziom notowań uznajemy za atrakcyjny, stąd podwyższamy zalecenie inwestycyjny z trzymaj do kupuj.

Cena bieżąca

131,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

166,50 PLN

+26,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	166,50 PLN	2018-04-06	
poprzednia	trzymaj	166,50 PLN	2018-03-05	
Podstawowe dane			CMR PW	vs. WIG
Ticker	CMR PW	Zmiana 1M	-30,8%	-23,7%
ISIN	PLCOMAR00012	Zmiana YTD	-30,8%	-23,7%
Liczba akcji (mln)	8,1	Średni obrót 1M	0,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 069,5	Średni obrót 6M	0,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 074,8	EV/EBITDA 12M fwd	6,9	-2,4%
Free float	59,2%	EV/EBITDA 5Y avg	7,1	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 109	1 102	1 219	1 334	1 397
EBITDA	176	99	144	169	176
marża EBITDA	15,8%	9,0%	11,8%	12,6%	12,6%
EBIT	113	34	79	104	111
Zysk netto	70	43	57	77	84
P/E	15,3	24,8	18,9	13,9	12,7
P/BV	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
EV/EBITDA	5,9	11,2	7,5	6,5	6,2
DPS	0,00	1,50	1,50	10,00	10,00
DYield	0,0%	1,1%	1,1%	7,6%	7,6%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 109	1 102	1 219	1 334	1 397
TMT	276	258	258	266	274
finanse i bankowość	164	186	208	218	227
handel i usługi	183	174	195	219	236
przemysł i utilities	146	142	156	167	175
sektor publiczny	73	63	108	161	173
SME	228	236	250	257	265
inne	39	43	44	45	47
Zysk brutto na sprzedaży	343	268	323	364	381
marża	30,9%	24,3%	26,5%	27,3%	27,3%
koszty sprzedaży	131	134	141	153	158
koszty ogólnego zarządu	101	98	103	108	112
EBIT	113	34	79	104	111
marża	10,2%	3,1%	6,5%	7,8%	7,9%
Zysk netto	70,1	43,1	56,5	76,7	84,0

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	1 219	1 334	1 397	1 444	1 488	1 533	1 580	1 628	1 678	1 730	1 765
EBITDA	144	169	176	181	187	192	199	206	213	221	225
marża EBITDA	11,8%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,5%	12,6%	12,6%	12,7%	12,8%	0
Amortyzacja	64	65	65	65	66	66	67	68	69	71	73
EBIT	79	104	111	116	121	126	132	137	143	150	153
Podatek	23	29	29	31	32	33	35	36	38	39	40
NOPLAT	56	75	82	85	89	93	97	101	106	110	112
CAPEX	-53	-58	-61	-63	-65	-66	-67	-68	-70	-71	-73
Kapitał obrotowy	-30	-24	-9	-6	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5
FCF	38	58	77	82	85	88	92	96	100	105	107
PV FCF	35	50	61	60	57	55	52	50	48	47	
WACC	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	
Dług netto / EV	1,5%	0,0%	1,1%	1,2%	0,9%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	88	61	91	118	140
CFO/EBITDA	50%	62%	63%	70%	80%
Capex	-121	-110	-53	-58	-61
Aktywa ogółem	1 439	1 503	1 573	1 598	1 620
Kapitał własny	861	880	925	920	923
Dług netto	-49	19	-8	14	16
Dług netto/EBITDA (x)	-0,3	0,2	-0,1	0,1	0,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	22,9	20,1	18,1	15,9	15,2	13,9
Maksimum	11,8	10,9	10,4	3,9	3,8	3,8
Mediana	16,2	15,5	14,7	10,4	9,8	9,1
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 233
Dług netto	19
Inne korekty	16
Wycena DCF na akcję (PLN)	147,34

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	165,41
DCF	50%	147,34
cena wynikowa		156,37
koszt kapitału 9M		6,5%
cena docelowa za 9M		166,50

Przemysł, metale

Famur

kupuj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Famur korzysta obecnie na wzroście cen surowców, w tym przede wszystkim węgla energetycznego i koksowego. Spółka w samym 4Q'17 poinformowała o szeregu podpisanych nowych umów z kontrahentami na łączną kwotę 391 mln PLN (4x więcej r/r). W sumie skumulowana wartość kontraktów, o podpisaniu których informowała Spółka w ostatnich 12 miesiącach, wyniosła 826 mln PLN i jest o 126% r/r wyższa. Trend podpisywanych nowych kontraktów wygląda obecnie podobnie, jak miało to miejsce w latach 2011-2012. W poprzednim cyklu efektem tego były rekordowe w historii wyniki w 2012 i 2013 roku. Nowe podpisywane kontrakty naszym zdaniem będą pozytywnie wpływać na sentyment do akcji producenta maszyn i urządzeń dla górnictwa. Spółka po połączeniu z Grupą Kopex jest największym i jedynym kompleksowym producentem maszyn i urządzeń dla górnictwa w Polsce. Po zakończeniu trwającego procesu sprzedaży Przedsiębiorstwa Budowy Szybów Famur będzie posiadał gotówkę netto na koncie (obecnie około 80 mln PLN długu netto). Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Grupy Famur. Cenę docelową korygujemy o aktualizację wskaźników w wycenie porównawczej i raportowany dług netto z końca 2017 roku (do 7,06 PLN/akcja wcześniej 7,28 PLN/akcja).

Cena bieżąca

6,04 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

7,06 PLN

+16,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	7,06 PLN	2018-04-06	
poprzednia	kupuj	7,28 PLN	2018-03-05	
Podstawowe dane			FMF PW	vs. WIG
Ticker	FMF PW	Zmiana 1M	-2,6%	+4,5%
ISIN	PLFAMUR00012	Zmiana YTD	-2,6%	+4,5%
Liczba akcji (mln)	574,7	Średni obrót 1M	1,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 471,3	Średni obrót 6M	2,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 662,4	EV/EBITDA 12M fwd	7,4	+26,9%
Free float	35,3%	EV/EBITDA 5Y avg	5,9	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 030	1 458	2 059	2 177	2 249
EBITDA	239	291	439	481	501
marża EBITDA	23,2%	19,9%	21,3%	22,1%	22,3%
EBIT	114	117	275	326	364
Zysk netto	94	49	201	258	293
P/E	31,3	69,7	17,3	13,5	11,9
P/BV	3,0	2,4	2,1	1,9	1,8
EV/EBITDA	11,7	12,3	8,3	7,2	6,7
DPS	0,00	0,00	0,00	0,12	0,31
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	2,0%	5,1%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			-1,7%	+1,0%	+0,9%
EBIT			+7,5%	+0,1%	-0,1%
Zysk brutto			+8,4%	+0,4%	+0,1%
Zysk netto			+4,8%	+0,6%	+0,1%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Obroty Underground	792	1 052	941	1 012	1 054
Obroty Surface	238	336	406	429	440
Marża Underground	24,4%	25,9%	26,9%	28,4%	29,3%
Marża Surface	21,0%	12,7%	18,4%	19,4%	19,0%
Przepływy oper.	315	178	151	377	405
Amortyzacja	125	174	164	156	137
Kapitał obrotowy	95	-98	-208	-50	-30
Przepływy inw.	-85	-286	-61	-91	-93
CAPEX	83	286	105	91	93
Przepływy fin.	185	207	-113	-174	-199
Zmiana długu	196	-171	-100	-100	-24
Dywidenda/buyback	0	0	0	-70	-180
FCF	240	-105	75	280	308
FCF/EBITDA	101%	-36%	17%	58%	62%
CFO/EBITDA	132%	46%	34%	78%	81%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	2 059	2 177	2 249	2 309	2 363	2 410	2 457	2 506	2 556	2 607	2 659
zmiana (r/r)	28,0%	5,7%	3,3%	2,7%	2,3%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBITDA	439	481	501	520	541	549	560	572	584	593	611
marża EBITDA	21,3%	22,1%	22,3%	22,5%	22,9%	22,8%	22,8%	22,8%	22,9%	22,8%	23,0%
Amortyzacja	164	156	137	128	133	131	130	135	139	142	148
EBIT	275	326	364	392	408	418	430	437	445	452	463
Podatek	50	61	69	76	80	84	87	90	93	96	99
NOPAT	225	265	294	316	328	334	343	347	352	356	364
CAPEX	-105	-91	-93	-132	-134	-137	-139	-142	-144	-146	-148
Kapitał obrotowy	-208	-50	-30	-25	-22	-20	-20	-21	-21	-21	-22
FCF	75	280	308	287	304	309	313	320	326	330	343
PV FCF	70	241	245	210	205	192	179	169	159	148	142
WACC	8,3%	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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Aktywa	1 775	3 138	3 369	3 516	3 646
Aktywa trwałe	670	1 099	1 136	1 071	1 028
Goodwill	220	220	220	220	220
Kapitał własny	993	1 437	1 657	1 845	1 957
Udział mniejszości	0	115	39	48	60
Dług netto	-135	80	152	-61	-198
Dług netto/EBITDA (x)	-0,6	0,3	0,3	-0,1	-0,4

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	11,4	6,9	11,9	9,4	8,2	7,5
Maksimum	24,1	20,1	18,5	13,3	12,2	11,0
Mediana	17,3	13,7	13,2	10,8	8,9	8,2
waga	20%	20%	10%	20%	20%	10%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana wartość FCF	1 565
Dług netto	-135
Inne korekty	-98
Wycena DCF na akcję (PLN)	7,03

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	6,25
DCF	50%	7,03
Cena wynikowa		6,64
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		7,06

Grupa Kęty trzymaj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Grupa Kęty wyraźnie wyróżnia się na tle polskich spółek przemysłowych pod względem elastyczności w przenoszeniu rosnących kosztów produkcji na swoich klientów. Dobre otoczenie w zakresie budowy nowych domów i mieszkań oraz projektów komercyjnych wspiera popyt na systemy aluminiowe. Z kolei wyraźnie rosnące PMI w przemyśle dają szansę na wzrost sprzedaży profili aluminiowych. Naszym zdaniem w 2018 roku Grupa Kęty ma potencjał do wypracowania niemal 3 mld PLN obrotów, przy EBITDA na poziomie 460 mln PLN i zysku netto 276 mln PLN. Według nas również Grupę stać obecnie na wypłatę około 25 PLN dywidendy na akcję, co oznaczałoby stopę zwrotu na poziomie ponad 6%. W krótkim terminie nad sentymentem wokół spółek przetwarzających aluminium ciąży informacja o wprowadzeniu cła importowych w USD. Mocne spadki wycen spółek porównywalnych mają wpływ na naszą wycenę. Niestety Grupa Kęty jest obecnie notowana z dwucyfrowymi premiami do innych podmiotów zajmujących się przetwarzaniem aluminium. Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla Grupy Kęty, a cenę docelową korygujemy o aktualizację wskaźników w wycenie porównawczej do 359,19 (wcześniej 379,66 PLN/akcja).

Cena bieżąca

346,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

357,21 PLN

+3,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	357,21 PLN	2018-04-06	
poprzednia	trzymaj	379,66 PLN	2018-03-05	
Podstawowe dane			KTY PW	vs. WIG
Ticker	KTY PW	Zmiana 1M	-15,5%	-8,4%
ISIN	PLKETY000011	Zmiana YTD	-15,5%	-8,4%
Liczba akcji (mln)	9,5	Średni obrót 1M	0,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 283,5	Średni obrót 6M	2,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	4 014,2	EV/EBITDA 12M fwd	8,8	-5,5%
Free float	55,8%	EV/EBITDA 5Y avg	9,3	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	2 267	2 643	2 983	2 980	3 086
EBITDA	394	421	474	480	490
marża EBITDA	17,4%	15,9%	15,9%	16,1%	15,9%
EBIT	282	301	352	358	367
Zysk netto	278	236	279	271	278
P/E	11,8	13,9	11,8	12,1	11,8
P/BV	2,3	2,3	2,1	2,0	2,0
EV/EBITDA	9,3	9,2	8,5	8,5	8,3
DPS	17,95	30,00	24,91	23,55	22,87
DYield	5,2%	8,7%	7,2%	6,8%	6,6%
Zmiana prognoz					2018P
EBITDA			-0,9%	-0,8%	-0,8%
Zysk netto			+7,3%	+4,2%	+4,5%
Aluminiem (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Premia producencka (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Użyte aluminium (tys. t)			+0,5%	+0,5%	+0,5%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA SOG	104	123	153	161	165
EBITDA SWW	139	145	152	155	158
EBITDA SSA	160	182	192	187	191
EBITDA pozostałe	-10	-18	-18	-19	-19
EBITDA/użyte aluminium	5	4	4	4	4
Przepływy oper.	315	276	317	403	389
Amortyzacja	112	120	122	122	123
Kapitał obrotowy	-51	-91	-79	-10	-30
Przepływy inw.	-270	-187	-200	-200	-150
CAPEX	270	187	200	200	150
Przepływy fin.	-43	-85	-182	-196	-231
Dywidenda/buyback	-170	-285	-236	-223	-217
FCF	84	86	143	207	245
FCF/EBITDA	21%	20%	30%	43%	49%
CFO/EBITDA	80%	66%	67%	84%	79%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Aluminiem (USD/t)	2 100	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
Prem. prod. (USD/t)	150	150	150	150	150	150	150	150	151	152	153
Użyte alum. (tys. t)	112	117	122	124	127	130	132	135	138	139	141
Przychody	2 983	2 980	3 086	3 156	3 228	3 292	3 358	3 425	3 493	3 543	3 595
EBITDA	474	480	490	495	501	507	515	523	533	533	540
marża EBITDA	15,9%	16,1%	15,9%	15,7%	15,5%	15,4%	15,3%	15,3%	15,3%	15,0%	15,0%
EBIT	352	358	367	381	385	388	393	398	405	401	407
Podatek	52	64	65	68	69	70	71	72	73	73	74
CAPEX	-200	-200	-150	-120	-122	-125	-127	-130	-132	-132	-132
Kapitał obrotowy	-79	-10	-30	-21	-22	-20	-20	-21	-21	-16	-16
FCF	143	207	245	286	288	293	297	301	307	312	318
PV FCF	135	181	200	216	202	190	178	167	158		
WACC	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	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%

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Aktywa	2 323	2 499	2 667	2 764	2 847
Aktywa trwałe	1 396	1 439	1 532	1 614	1 646
Kapitał własny	1 405	1 363	1 406	1 454	1 514
Udział mniejszości	0	1	1	1	1
Dług netto	397	591	730	774	775
Dług netto/EBITDA (x)	1,0	1,4	1,5	1,6	1,6
Dług netto/kap. wł. (x)	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	4,8	4,2	4,6	4,0	3,5	2,7
Maksimum	29,4	24,1	22,0	11,9	10,8	10,1
Mediana	10,9	9,3	9,2	7,8	6,4	6,2
waga	20%	20%	10%	20%	20%	10%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 776
Dług netto	591
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	392,63

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	279,39
DCF	50%	392,63
Cena wynikowa		336,01
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		357,21

JSW kupuj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

JSW w 21018 roku jest beneficjentem ożywienia globalnego otoczenia w przemyśle oraz poprawiającego się od końca 2015 roku obłożenia mocy produkcyjnych w światowych hutach (obecnie 70,7%). Wraz z wyższymi wolumenami produkcji stali poprawia się rentowność dla producentów wielkopiecowych na podstawowych wyrobach. Z drugiej strony ograniczenie produkcji węgla kamiennego w Chinach (o 440 mln ton w 2016 i 2017 roku) wpłynęło na większe uzależnienie od importu węgla koksowego. W efekcie wszelkiego rodzaju zakłócenia w transporcie surowca do Chin znajdują odzwierciedlenie w jego wyższych cenach (np. cyklon Debbie w 2017 roku, modernizacje w porcie w Queensland, problemy na kolei w Australii). Naszym zdaniem popyt na stal w Polsce w najbliższych dwóch latach będzie dalej wspierany przez dobre dane z rynku nieruchomości (rekordowa ilość rozpoczynanych projektów mieszkaniowych), rosnącą ilość projektów infrastrukturalnych związanych z nowym budżetem UE (wydatki na infrastrukturę +10% w 2018 roku) oraz mocne dane z europejskiego przemysłu (PMI w EU najwyżej odkąd prowadzone są statystyki). W marcu ceny węgla koksowego znajdowały się pod wpływem informacji o wprowadzeniu ceł na import stali przez USA. Rynek obawia się o wojnę handlową między USA, a Chinami, na czym mógłby ucierpieć popyt na wyroby stalowe. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Grupy JSW, a cenę docelową korygujemy o aktualizację wskaźników w wycenie porównawczej do 108,14 (wcześniej 120,71 PLN/akcja).

Cena bieżąca

86,78 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

108,14 PLN

+24,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	108,14 PLN	2018-04-06
poprzednia	kupuj	120,71 PLN	2018-03-05
Podstawowe dane			
	JSW PW	Zmiana 1M	-9,9%
Ticker	PLJSW0000015	Zmiana YTD	-9,9%
Liczba akcji (mln)	117,4	Średni obrót 1M	31,6 mln PLN
MC (mln PLN)	10 189,0	Średni obrót 6M	24,0 mln PLN
EV (mln PLN)	8 757,9	EV/EBITDA 12M fwd	2,6 -33,9%
Free float	44,8%	EV/EBITDA 5Y avg	3,9 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	6 731	8 877	9 554	9 303	9 008
EBITDA skor.	1 065	3 941	3 514	2 930	2 443
marża EBITDA	15,8%	44,4%	36,8%	31,5%	27,1%
EBIT skor.	227	3 117	2 692	1 994	1 350
Zysk netto skor.	-2	2 189	2 181	1 624	1 107
P/E skor.	-	4,7	4,7	6,3	9,2
P/BV	2,5	1,6	1,2	1,1	1,1
EV/EBITDA skor.	10,1	2,2	2,5	2,9	3,6
DPS	0,00	0,00	0,00	7,43	6,92
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	8,6%	8,0%
Zmiana prognoz					2018P
EBITDA (skor.)			-4,7%	+0,9%	+1,1%
Zysk netto (skor.)			-2,4%	+12,8%	+19,9%
Węgiel koksowy (USD/t)			+0,1%	0,0%	0,0%
Węgiel do celów energetycznych (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Koks (USD/t)			-4,6%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Prod. węgla (tys. t)	16 835	14 768	15 500	15 750	16 000
Prod. w. koks. (tys. t)	11 580	10 675	11 392	11 733	12 079
Udział węgla koks. (%)	69%	72%	73%	74%	75%
Prod. w. ener. (tys. t)	5 255	4 093	4 109	4 017	3 921
Prod. koksu (tys. t)	4 145	3 458	3 518	3 700	3 700
Przepływy oper.	897	2 871	2 966	2 443	2 060
Amortyzacja	839	825	823	936	1 093
Kapitał obrotowy	-349	-76	-26	-85	-75
Przepływy inw.	-354	-2 170	-1 500	-1 350	-1 550
CAPEX	372	737	1 500	1 350	1 550
Przepływy fin.	278	-701	7	-856	-791
Dywidenda/buyback	0	0	0	-872	-812
FCF	289	2 129	1 475	1 113	558
FCF/EBITDA skor.	27%	61%	42%	38%	23%
CFO/EBITDA skor.	85%	82%	84%	83%	84%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
W. koksowy (USD/t)	194	180	170	170	170	170	170	170	170	170	170
W. energet. (PLN/t)	247	238	225	225	225	225	225	225	225	225	225
Koks (USD/t)	1 031	1 016	923	923	923	923	923	923	923	923	923
Przychody	9 554	9 303	9 008	9 210	9 405	9 599	9 787	9 901	9 988	10 073	10 074
EBITDA	3 514	2 930	2 443	2 455	2 466	2 492	2 527	2 512	2 465	2 413	2 349
marża EBITDA	36,8%	31,5%	27,1%	26,7%	26,2%	26,0%	25,8%	25,4%	24,7%	24,0%	23,3%
EBIT	2 692	1 994	1 350	1 206	1 062	1 086	1 118	1 100	1 050	995	927
Podatek	513	382	261	233	206	211	217	214	204	194	181
CAPEX	-1 500	-1 350	-1 550	-1 470	-1 420	-1 420	-1 420	-1 420	-1 420	-1 420	-1 422
Kapitał obrotowy	-26	-85	-75	6	6	27	26	9	5	4	-4
FCF	1 475	1 113	558	759	846	889	917	888	845	803	742
PV FCF	1 388	965	446	559	574	556	528	472	414	363	
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%

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Aktywa	11 520	12 090	12 998	13 688	13 908
Aktywa trwałe	9 097	8 118	8 804	9 236	9 738
Kapitał własny	4 003	6 389	8 570	9 322	9 616
Udział mniejszości	67	232	232	232	232
Dług netto	513	-1 641	-1 664	-1 901	-1 620
Dług netto/EBITDA skor.	0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7
Dług netto/kap. wł. (x)	0,1	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	5,2	4,6	5,2	2,4	2,0	1,9
Maksimum	32,3	22,1	40,2	8,3	8,4	8,7
Mediana	8,2	8,4	9,8	4,4	5,0	4,7
waga	20%	20%	10%	20%	20%	10%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	6 264
Dług netto	-1 641
Inne korekty	232
Wycena DCF na akcję (PLN)	98,89

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	104,56
DCF	50%	98,89
Cena wynikowa		101,73
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		108,14

Kernel trzymaj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

W sezonie 2017/2018 Kernelowi nie sprzyjają niższe o 1,5 mln ton zbiory słonecznika oraz słabsze zbiory zbóż. Obecne marże na tłoczeniu oleju powodują, że w bieżącym sezonie około 20% zainstalowanych na Ukrainie mocy pracuje na zerowych bądź negatywnych marżach. W efekcie ruchów konsolidacyjnych, wyłączenia nieefektywnych mocy oraz wzrostu zasiewu w zachodniej Ukrainie w kolejnych latach nastąpi odbicie marży. W ramach produkcji rolnej po akwizycji ponad 200 tys. ha gruntów rolnych Zarząd ocenia, że potrzeba około 2 lat, aby zintegrowane aktywa przynosiły podobne efektywności jak dotychczasowe w Grupie. Szacujemy, że w roku 2018 EBITDA Grupy spadnie o 26% r/r do poziomu 235 mln USD i dopiero w 2019 roku dojdzie do poziomu z 2017 roku. Spółka w marcu korzystała ze wzrostów cen kukurydzy na rynkach. Wyższe ceny wynikają z obaw o zbiory w Argentynie oraz zamykania pozycji krótkich przez inwestorów giełdowych. Podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla Grupy Kernel oraz cenę docelową na niezmienionym poziomie 53,46 PLN/akcja.

Cena bieżąca

50,40 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

53,46 PLN

+6,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	53,46 PLN	2018-03-05

Podstawowe dane			KER PW	vs. WIG
Ticker	KER PW	Zmiana 1M	+6,1%	+13,1%
ISIN	LU0327357389	Zmiana YTD	+6,1%	+13,1%
Liczba akcji (mln)	82,4	Średni obrót 1M		1,5 mln PLN
MC (mln PLN)	4 153,3	Średni obrót 6M		7,1 mln PLN
EV (mln PLN)	6 043,4	EV/EBITDA 12M fwd	5,5	+38,7%
Free float	59,8%	EV/EBITDA 5Y avg	4,0	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln USD)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 989	2 169	2 533	2 884	3 239
EBITDA	347	319	234	337	411
marża EBITDA	17,5%	14,7%	9,3%	11,7%	12,7%
EBIT	287	265	182	282	352
Zysk netto	225	179	105	202	268
P/E	5,3	6,8	11,5	6,0	4,5
P/BV	1,2	1,1	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	4,2	5,4	7,5	5,0	3,9
DPS	0,25	0,24	0,25	0,39	0,98
DYield	1,7%	1,7%	1,7%	2,6%	6,7%
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%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln USD)	15/16	16/17	17/18P	18/19P	19/20P
EBITDA olej butelkowany	16	17	12	18	21
EBITDA olej luzem	113	83	64	95	126
EBITDA przeladunek	37	48	41	66	82
EBITDA produkcja zbóż	146	144	87	142	174
EBITDA handel zbożami	46	23	15	15	14
Przepływy oper.	134	77	207	277	341
Amortyzacja	60	54	53	55	59
Kapitał obrotowy	-127	-212	-17	-43	-47
Przepływy inw.	-61	-223	-100	-110	-110
CAPEX	61	182	100	110	110
Przepływy fin.	-137	173	-140	-148	-196
Dywidenda/buyback	-20	-20	-21	-32	-81
FCF	155	-93	110	169	234
FCF/EBITDA	45%	-29%	47%	50%	57%
CFO/EBITDA	39%	24%	89%	82%	83%

Model DCF

(mln USD)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Marża olej (USD/t)	57	81	95	113	116	113	105	97	88	85	84
Pszenica (USD/t)	155	170	190	199	199	199	199	199	200	201	202
Kukurydza (USD/t)	160	175	185	194	194	194	194	194	195	196	197
Przychody	2 533	2 884	3 239	3 618	3 723	3 788	3 844	3 901	3 964	4 036	4 112
EBITDA	234	337	411	468	479	477	462	446	431	426	425
marża EBITDA	9,3%	11,7%	12,7%	12,9%	12,9%	12,6%	12,0%	11,4%	10,9%	10,6%	10,3%
EBIT	182	282	352	412	425	421	406	391	377	369	367
Podatek	8	15	20	24	26	25	24	23	22	50	49
CAPEX	-100	-110	-110	-45	-47	-50	-52	-55	-57	-57	-57
Kapitał obrotowy	-17	-43	-47	-49	-21	-21	-21	-21	-22	-23	-24
FCF	110	169	234	350	385	381	365	346	328	296	294
PV FCF	104	138	164	208	193	159	128	103	83	63	
WACC	16,1%	16,2%	16,5%	16,8%	17,3%	17,8%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
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)	15/16	16/17	17/18P	18/19P	19/20P
Aktywa	1 509	2 009	2 009	2 150	2 309
Aktywa trwałe	789	888	937	994	1 048
Kapitał własny	995	1 153	1 179	1 347	1 533
Udział mniejszości	2	5	5	5	5
Dług netto	276	508	547	478	394
Dług netto/EBITDA (x)	0,8	1,6	2,3	1,4	1,0
Dług netto/kap. wł. (x)	0,3	0,4	0,5	0,4	0,3

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	2,3	4,3	3,8	3,3	3,1	3,0
Maksimum	40,8	35,0	28,4	12,3	11,4	11,7
Mediana	13,8	13,5	12,6	8,6	7,9	7,6
waga	40%	10%	0%	40%	10%	0%

Podsumowanie DCF

(mln USD)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana wartość FCF	1 239
Dług netto	547
Inne korekty	5
Wycena DCF na akcję (PLN)	45,87

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	49,28
DCF	50%	45,87
Cena wynikowa		47,57
Koszt kapitału 9M		12,4%
Cena docelowa za 9M		53,46

KGHM Kupuj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Notowania Grupy KGHM w ostatnich tygodniach znajdowały się pod presją problemów produkcyjnych w Hucie Głogów oraz informacji o możliwym zaangażowaniu się w projekt budowy elektrowni atomowej. Naszym zdaniem budowanie zapasów anod pod przestój Huty Głogów II (w IV i V) spowoduje spadek sprzedaży miedzi oraz przełoży się na 24% spadek EBITDA Grupy w IH'18. Z drugiej strony po modernizacji huty do końca 2019 roku Spółka będzie mieć możliwość uwolnienia 40-50 tys. ton zapasu miedzi w koncentracie, co przy naszych założeniach pozwoli na wygenerowanie dodatkowych 440-530 mln EBITDA w okresie 3Q'18-4Q'19 (70-90 mln EBITDA kwartalnie). Co więcej w 2Q'18-3Q'18 Spółka planuje sprzedać część zapasu koncentratu (30-40 tys. ton), co przy naszych założeniach uwolni dodatkowe 200-270 mln EBITDA (100-135 mln PLN kwartalnie). Naszym zdaniem większe wykorzystanie wsadów własnych pozwoli na zwiększenie rentowności EBITDA Grupy w 2H'18 (do ponad 25%). Według nas bardzo niskie zaawansowanie projektu elektrowni atomowej sprawia, że pierwsze nakłady na ten cel pojawią się najwcześniej w 2022 roku, a wartość CAPEX w skrajnym scenariuszu w roku najwyższych wydatków nie przekroczy 60% FCF KGHM. Nie zmieniamy naszej rekomendacji (kupuj) dla Grupy KGHM oraz pozostawiamy bez zmian cenę docelową na poziomie 115,43 PLN/akcja.

Cena bieżąca

90,24 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

115,43 PLN

+27,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	115,43 PLN	2018-04-04

Podstawowe dane		KGH PW	vs. WIG
Ticker	KGH PW	Zmiana 1M	-18,8% -11,8%
ISIN	PLKGHM000017	Zmiana YTD	-18,8% -11,8%
Liczba akcji (mln)	200,0	Średni obrót 1M	73,8 mln PLN
MC (mln PLN)	18 048,0	Średni obrót 6M	66,7 mln PLN
EV (mln PLN)	22 678,9	EV/EBITDA 12M fwd	3,7 -28,2%
Free float	63,2%	EV/EBITDA 5Y avg	5,2 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	19 156	20 358	21 439	23 200	24 267
EBITDA skor.	3 440	3 043	5 135	6 184	6 403
marża EBITDA	18,0%	14,9%	24,0%	26,7%	26,4%
EBIT skor.	1 742	1 434	3 485	4 452	4 563
Zysk netto skor.	1 555	1 875	2 419	3 201	3 270
P/E skor.	11,6	9,6	7,5	5,6	5,5
P/BV	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA skor.	7,4	8,1	4,4	3,3	2,9
DPS	1,50	1,00	1,50	3,02	5,60
DYield	1,7%	1,1%	1,7%	3,4%	6,2%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
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%	

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Cu KGHM Pol (tys. ton)	376	359	380	404	403
Cu KGHM Int (tys. ton)	90	81	81	81	96
Cu Sierra Gorda (tys. ton)	52	53	59	66	72
Srebro Grupa (ton)	1 207	1 234	1 226	1 262	1 258
Złoto Grupa (tys. troz)	229	219	209	200	210
Przepływy oper.	4 212	3 054	5 111	6 010	5 216
Amortyzacja	1 698	1 609	1 650	1 732	1 840
Kapitał obrotowy	386	-1 270	956	991	20
Przepływy inw.	-3 948	-3 340	-2 695	-2 776	-2 741
CAPEX	3 922	3 257	2 695	2 776	2 741
Przepływy fin.	135	12	-386	-691	-1 206
Dywidenda/buyback	-300	-200	-300	-605	-1 120
FCF	186	776	2 373	3 191	2 432
FCF/EBITDA	5%	25%	46%	52%	38%
CFO/EBITDA	2%	1%	2%	3%	6%

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Aktywa	33 442	34 122	36 509	39 542	41 957
Aktywa trwałe	27 202	26 515	27 560	28 605	29 505
Kapitał własny	15 772	17 694	19 813	22 409	24 559
Udział mniejszości	139	91	91	91	91
Dług netto	7 238	6 570	4 540	1 997	728
Dług netto/EBITDA (x)	2,1	2,2	0,9	0,3	0,1
Dług netto/kap. wł. (x)	0,5	0,4	0,2	0,1	0,0

Analiza porównawcza

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

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Miedź (USD/t)	7 337	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000
Srebro (USD/oz)	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0
Molibden (USD/t)	19 529	20 000	19 000	18 000	18 000	18 000	18 000	18 000	18 000	18 000	18 001
Przychody	21 439	23 200	24 267	24 102	24 009	24 207	24 299	23 755	22 087	21 944	22 161
EBITDA	5 135	6 184	6 403	5 478	5 164	5 268	5 272	4 848	4 555	4 299	4 412
marża EBITDA	16,3%	19,2%	18,8%	14,7%	13,4%	13,5%	13,3%	11,8%	11,2%	10,3%	10,9%
EBIT	3 485	4 452	4 563	3 551	3 213	3 257	3 241	2 794	2 483	2 256	2 419
Podatek	1 024	1 208	1 250	1 040	974	980	975	887	828	785	816
CAPEX	-2 695	-2 776	-2 741	-2 220	-1 676	-1 710	-1 744	-1 779	-1 814	-1 814	-1 814
Kapitał obrotowy	956	991	20	-3	-2	4	2	-10	-32	-3	4
FCF	2 373	3 191	2 432	2 215	2 513	2 582	2 555	2 171	1 881	1 698	1 786
PV FCF	2 248	2 789	1 953	1 644	1 713	1 615	1 473	1 154	921	766	
WACC	7,5%	8,0%	8,3%	8,3%	8,4%	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	16 277
Dług netto	6 570
Inne korekty	364
Wycena DCF na akcję (PLN)	97,77

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	119,39
DCF	50%	97,77
Cena wynikowa		108,58
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		115,43

Stelmet kupuj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Stelmet w sezonie 2017/2018 korzystać będzie na zwiększeniu efektywności produkcji zakładu w Grudziądzu oraz zamknięciu drogiej produkcji w Telford (wygaszonej w 1Q'17). Spółka może stać się beneficjentem niestabilnej pogody w Wielkiej Brytanii na początku sezonu zimowego (liczne sztormy). W efekcie liczymy na dwucyfrowy wzrost wolumenów sprzedaży na wyspach w sezonie 2017/18 (oczekiwane +12,5% r/r). Dodatkowym elementem wspierającym może być zapowiadany przez Zarząd wzrost cen na tym rynku (oczekiwane +5% r/r w GBP). Przy oczekiwanej dynamicznej poprawie rezultatów rynek w drugiej połowie roku znów powinien dyskontować fakt, że Stelmet jest europejskim liderem swojej branży. Wówczas inwestorzy nie powinni mieć problemów z zaakceptowaniem wyższych niż w przypadków spółek przemysłowych wskaźników wyceny. Dodatkowym argumentem za wzrostem cen akcji może być potencjalna akwizycja. Jeżeli miałyby mieć miejsce w drugiej połowie roku, to wówczas rynek w większym stopniu uwierzyłby w dynamiczny wzrost sprzedaży w kolejnych latach. Największym zagrożeniem dla Stelmet naszym zdaniem jest potencjalne umocnienie PLN do EUR – gdyż Spółka ponad 50% sprzedaży plasuje na rynkach Europy Zachodniej. Nie zmieniamy naszej rekomendacji (kupuj) dla Grupy Stelmet oraz pozostawiamy bez zmian naszą cenę docelową (27,72 PLN/akcja).

Cena bieżąca	16,60 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	27,72 PLN	+67,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	27,72 PLN	2018-03-05

Podstawowe dane		STL PW	vs. WIG
Ticker	STL PW	Zmiana 1M	+15,3% +22,3%
ISIN	PLSTLMT00010	Zmiana YTD	+15,3% +22,3%
Liczba akcji (mln)	29,4	Średni obrót 1M	0,0 mln PLN
MC (mln PLN)	487,4	Średni obrót 6M	0,1 mln PLN
EV (mln PLN)	638,7	EV/EBITDA 12M fwd	- -
Free float	15,0%	EV/EBITDA 5Y avg	- -

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	567	538	592	658	709
EBITDA	82	58	84	105	118
marża EBITDA	14,5%	10,7%	14,2%	16,0%	16,6%
EBIT	62	21	46	67	79
Zysk netto	68	19	42	61	72
P/E	6,8	25,1	11,7	8,0	6,8
P/BV	1,2	1,1	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA	8,2	11,6	7,6	5,6	4,6
DPS	0,29	0,00	0,00	0,71	1,24
DYield	1,7%	0,0%	0,0%	4,3%	7,5%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Sprzedaż DAO (PL)	18	19	20	21	22
Sprzedaż DAO (UK)	210	158	179	200	214
Sprzedaż DAO (FR)	118	120	125	133	140
Sprzedaż DAO (DE)	94	101	107	117	124
Sprzedaż Pellet	57	68	78	83	86
Przepływy oper.	114	39	73	90	104
Amortyzacja	21	37	39	39	39
Kapitał obrotowy	40	-2	-9	-12	-9
Przepływy inw.	-186	-62	-39	-14	-16
CAPEX	185	62	39	14	16
Przepływy fin.	62	76	-4	-25	-40
Dywidenda/buyback	-8	0	0	-21	-36
FCF	-66	-11	35	77	89
FCF/EBITDA	-80%	-18%	42%	73%	76%
CFO/EBITDA	138%	68%	87%	85%	88%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
DAO (PLN/m3)	1 899	1 930	1 948	1 966	1 984	2 000	2 017	2 034	2 052	2 071	2 089
DAO vol (tys. m3)	255	280	300	321	341	361	366	371	371	372	372
DREWNO (PLN/m3)	255	259	264	269	274	280	285	291	297	303	309
Przychody	592	658	709	761	814	867	887	907	917	926	935
EBITDA	84	105	118	130	142	153	152	151	145	139	133
marża EBITDA	14,2%	16,0%	16,6%	17,1%	17,4%	17,6%	17,1%	16,6%	15,9%	15,1%	14,2%
EBIT	46	67	79	90	101	112	110	108	102	95	89
Podatek	0,1	2,4	3,0	4,6	6,3	7,7	6,7	5,6	1,9	17,7	16,5
CAPEX	-39	-14	-16	-25	-28	-30	-33	-36	-39	-43	-44
Kapitał obrotowy	-9,4	-11,7	-9,2	-9,2	-9,4	-9,4	-3,6	-3,6	-1,6	-1,6	-1,7
FCF	35	77	89	91	98	105	109	106	103	78	73
PV FCF	34	68	73	68	67	67	64	57	51	36	31
WACC	7,7%	7,9%	8,2%	8,4%	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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Aktywa	751	821	871	922	965
Aktywa trwałe	534	554	555	531	509
Kapitał własny	390	454	496	535	571
Udział mniejszości	0	0	0	0	0
Dług netto	214	182	151	100	53
Dług netto/EBITDA (x)	2,6	3,2	1,8	1,0	0,5
Dług netto/kap. wł. (x)	0,5	0,4	0,3	0,2	0,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	11,0	9,0	8,5	5,7	5,4	4,9
Maksimum	64,4	49,7	42,6	19,3	23,9	17,5
Mediana	16,9	14,6	13,0	7,3	6,9	6,3
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	584
Dług netto	182
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	31,21

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	20,93
DCF	50%	31,21
Cena wynikowa		26,07
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		27,72

Budownictwo

Budimex

akumuluj (obniżona)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Budimex już pod koniec lutego zaraportował wstępne wyniki za 4Q'17, które jak przypominamy, były o 20% wyższe od konsensusu oraz o 13% wyższe od naszej prognozy. Finalne dane nie przyniosły niespodzianek. Szeroko komentowanym wątkiem w wynikach Budimeksu jest spadek poziomu rezerw na straty na kontraktach o 165 mln PLN w trakcie 2017 r. do 244 mln PLN. Powyższa pozycja bilansowa istotnie znajduje się poniżej długoterminowej średniej, niemniej w naszej ocenie rynek przecenia jej znaczenie przy szacowaniu wyników spółki w najbliższych latach. Zwracamy uwagę, że poziom rezerw na zobowiązania wzrósł w 2017 r. o ponad 100 mln PLN. Blisko historycznych szczytów znajduje się również kwota należna odbiorcom z tytułu kontraktów długoterminowych. Uważamy, że o silne bilansu Budimeksu świadczą wciąż bardzo wysoki poziom gotówki netto (2,3 mld PLN), mimo obiektywnych czynników wpływających na jej obniżenie (wyższy CAPEX, nakłady na grunty, finansowanie podwykonawców). W związku z bardzo dobrymi wynikami 4Q, mocnym bilansem oraz wyższym od oczekiwań portfelem zamówień (10,3 mld PLN, +15% r/r), podnosimy nasze prognozy na lata 2018-2020 o średnio 4%. Pomimo podniesienia prognoz, obniżamy naszą cenę docelową dla akcji Budimeksu o 5% w związku ze spadkiem wyceny porównawczej (uwzględnienie 2020 r.). Rekomendujemy akumulację akcji Budimeksu.

Cena bieżąca

215,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

234,00 PLN

+8,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	akumuluj	234,00 PLN	2018-04-06
poprzednia	kupuj	246,00 PLN	2018-02-02
Podstawowe dane			
		BDX PW	vs. WIG
Ticker	BDX PW	Zmiana 1M	+1,4% +8,5%
ISIN	PLBUDMX00013	Zmiana YTD	+1,4% +8,5%
Liczba akcji (mln)	25,5	Średni obrót 1M	2,0 mln PLN
MC (mln PLN)	5 489,0	Średni obrót 6M	2,5 mln PLN
EV (mln PLN)	3 537,4	EV/EBITDA 12M fwd	7,2 -11,4%
Free float	30,3%	EV/EBITDA 5Y avg	8,1 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	5 572	6 369	7 202	7 137	6 976
EBITDA	531	626	552	529	475
marża EBITDA	9,5%	9,8%	7,7%	7,4%	6,8%
EBIT	505	588	512	490	438
Zysk netto	410	464	414	396	353
P/E	13,4	11,8	13,3	13,9	15,5
P/BV	6,8	6,2	6,5	6,6	6,9
EV/EBITDA	5,4	5,1	6,4	6,7	8,2
DPS	8,14	14,99	17,61	15,87	15,19
DYield	3,8%	7,0%	8,2%	7,4%	7,1%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
Przychody		+2,2%	+1,5%	+4,6%	
MBNS		+0,4 p.p.	+0,5 p.p.	-0,0 p.p.	
EBITDA		+4,4%	+6,0%	+2,1%	
Zysk netto		+4,2%	+6,0%	+1,4%	

Rachunek wyników i Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	5 572	6 369	7 202	7 137	6 976
budownictwo	5 060	5 717	6 522	6 435	6 304
deweloperka	350	499	521	539	503
pozostałe	163	154	158	163	168
MBNS	13,5%	12,7%	10,6%	10,4%	9,9%
budownictwo	12,8%	12,0%	9,8%	9,5%	9,0%
deweloperka	23,4%	20,5%	20,0%	21,0%	21,0%
pozostałe	12,7%	13,8%	11,0%	11,0%	11,0%
Gotówka	2 715	2 127	1 789	1 804	1 434
Dług netto	-2 634	-2 291	-1 953	-1 968	-1 598
Dług netto / EBITDA	-5,0	-3,7	-3,5	-3,7	-3,4
WC netto	-2 597	-2 311	-2 000	-2 021	-1 684
WC netto / przychody	-46,6%	-36,3%	-27,8%	-28,3%	-24,1%
Kapitał własny	801	881	845	836	801
ROE	58,5%	55,2%	47,9%	47,1%	43,1%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	7 202	7 137	6 976	6 991	7 006	6 896	7 036	7 176	7 320	7 466	7 616
EBITDA	552	529	475	439	433	417	422	430	438	446	454
marża EBITDA	7,7%	7,4%	6,8%	6,3%	6,2%	6,1%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Amortyzacja	41	39	38	37	37	37	37	37	37	37	37
EBIT	512	490	438	401	396	380	385	393	401	409	417
Podatek	97	93	83	76	75	72	73	75	76	78	79
NOPLAT	415	397	355	325	321	308	312	318	325	331	338
Zysk z JV (fbSerwis)	2	4	6	7	7	8	9	9	9	9	10
CAPEX	-32	-35	-36	-37	-37	-37	-37	-37	-37	-37	-37
Kapitał obrotowy	-311	20	-337	-269	-161	-153	-105	0	0	1	1
FCF	114	425	25	62	167	163	216	327	334	342	348
PV FCF	107	368	20	46	113	102	124	174	163	154	
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%

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	612	196	147	460	61
Amortyzacja	26	37	41	39	38
Kapitał obrotowy	155	-288	-311	20	-337
CF inwestycyjny	-49	-357	-32	-35	-36
CAPEX	-42	-31	-32	-35	-36
CF finansowy	-223	-400	-452	-410	-395
Dywidenda	-208	-383	-450	-405	-388

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	3,0	2,9	2,9	3,5	3,2	2,9
Maksimum	22,4	17,5	16,5	10,9	9,6	9,1
Mediana	11,6	9,9	9,0	5,2	5,0	4,8
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	3 790
Dług netto	-2 291
Inne korekty	-501
Wycena DCF na akcję (PLN)	219,00

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	164,00
DYield-porównawcza	17%	334,00
DCF	50%	219,00
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		234,00

Elektrobudowa kupuj (podtrzymana)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Wyniki Elektrobudowy za 4Q'17 były zdecydowanie największym pozytywnym zaskoczeniem w sektorze budowlanym. Opublikowane w ostatnich dniach marca pełne dane finansowe rysują nam jeszcze bardziej optymistyczny obraz niż wcześniejsza wstępna informacja o wynikach. Wysokie przychody i marże są wsparte bardzo dobrym cash flow. Wyniki 4Q nie wynikają z rozwiązania rezerw, które w samym 4Q wzrosły o 3% do 54 mln PLN. Zarząd wskazał na powynikowej konferencji, że pozytywny wpływ na wyniki 4Q miał kontrakt w Finlandii. Wysokie przychody z rynku fińskiego powinny utrzymać się przynajmniej do połowy bieżącego roku, następnie spodziewany jest ich stopniowy spadek. Zarząd zgodnie z oczekiwaniami zarekomendował wypłatę dywidendy w wysokości 8,00 PLN, co oznacza najwyższy DYield w sektorze (8,6%). Sytuacja finansowa Elbudowy jest komfortowa. Spółka posiadała na koniec 2017 r. 115 mln PLN gotówki, nie ma większych potrzeb inwestycyjnych, ani nie potrzebuje środków na zwiększenie kapitału obrotowego. Zarząd wskazuje, że spółka może wydać nawet 100-150 mln PLN na akwizycje, pomimo wysokiej dywidendy. Podejrzewamy, że może to skłonić akcjonariuszy finansowych do pociągnięcia wyższej dywidendy w 2018 r. Inaczej mówiąc, nie przesądzałibyśmy, że zaproponowane 8,00 PLN jest ostatecznym poziomem dywidendy. Będzie to zależało między innymi od tego, czy plany akwizycyjne znajdą uznanie w oczach rady nadzorczej i akcjonariuszy. Po dobrych wynikach 4Q podnosimy naszą prognozę ZN'18 o 2,5%. Jest ona wciąż o 9% niższa od aktualnej prognozy Zarządu. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Cena bieżąca

96,40 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

116,00 PLN

+20,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	116,00 PLN	2018-04-06	
poprzednia	kupuj	113,00 PLN	2018-02-02	
Podstawowe dane			ELB PW	vs. WIG
Ticker	ELB PW	Zmiana 1M	+24,4%	+31,4%
ISIN	PLELTBD00017	Zmiana YTD	+24,4%	+31,4%
Liczba akcji (mln)	4,7	Średni obrót 1M		0,1 mln PLN
MC (mln PLN)	457,7	Średni obrót 6M		0,2 mln PLN
EV (mln PLN)	284,3	EV/EBITDA 12M fwd	5,8	-9,1%
Free float	34,9%	EV/EBITDA 5Y avg	6,3	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	971,5	902,9	871,4	845,2	862,8
EBITDA	75,2	84,3	63,7	55,0	56,1
marża EBITDA	7,7%	9,3%	7,3%	6,5%	6,5%
EBIT	61,8	69,8	48,7	39,7	40,6
Zysk netto	55,1	58,6	41,8	35,3	36,0
P/E	8,3	7,8	11,0	13,0	12,7
P/BV	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0
EV/EBITDA	4,7	4,1	4,5	5,1	5,0
DPS	4,00	10,00	8,00	7,00	6,00
DYield	4,1%	10,4%	8,3%	7,3%	6,2%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
Przychody			+1,9%	+2,1%	+2,1%
MBNS			-0,0 p.p.	-0,2 p.p.	-0,2 p.p.
EBITDA			+1,3%	-0,4%	-0,4%
Zysk netto			+2,5%	+2,2%	+2,2%

Rachunek wyników i Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	971	903	871	845	863
realizacja projektów	772	673	639	607	619
produkcja	155	188	188	192	196
pozostałe	44	42	44	46	48
Marża EBIT	6,4%	7,7%	5,6%	4,7%	4,7%
realizacja projektów	8,6%	8,8%	6,2%	5,0%	5,0%
produkcja	-6,1%	4,7%	4,0%	4,0%	4,0%
pozostałe	10,8%	5,0%	3,5%	3,6%	3,7%
Gotówka	137	115	173	178	180
Dług netto	-102	-115	-173	-178	-180
Dług netto / EBITDA	-1,4	-1,4	-2,7	-3,2	-3,2
WC netto	204	176	116	112	115
WC netto / przychody	21,0%	19,5%	13,3%	13,2%	13,3%
Kapitał własny	423	431	435	437	444
ROE	13,6%	13,7%	9,7%	8,1%	8,2%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	871	845	863	881	898	916	935	953	972	992	1 012
EBITDA	64	55	56	57	58	59	60	60	61	62	63
marża EBITDA	7,3%	6,5%	6,5%	6,5%	6,4%	6,4%	6,4%	6,3%	6,3%	6,3%	6,2%
Amortyzacja	15	15	16	16	16	16	16	16	16	16	16
EBIT	49	40	41	41	42	43	44	45	46	47	48
Podatek	11	9	10	10	10	10	10	11	11	11	11
NOPLAT	40	33	34	35	35	36	37	37	38	39	39
CAPEX	-20	-18	-18	-16	-16	-16	-16	-16	-16	-16	-16
Kapitał obrotowy	59	4	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	95	35	28	31	32	33	34	34	35	36	36
PV FCF	89	31	23	23	22	21	19	18	17	16	
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%

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	72	84	113	51	45
Amortyzacja	13	15	15	15	16
Kapitał obrotowy	13	17	59	4	-3
CF inwestycyjny	-8	-18	-20	-18	-18
CAPEX	-15	-19	-20	-18	-18
CF finansowy	-34	-86	-35	-30	-25
Dywidenda	-19	-47	-38	-33	-28

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	3,0	2,9	2,9	3,5	3,2	2,9
Maksimum	22,4	20,5	19,2	14,0	13,3	12,7
Mediana	12,8	10,6	10,2	6,2	5,5	5,5
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	533
Dług netto	-115
Inne korekty	88
Wycena DCF na akcję (PLN)	118,00

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	99,00
DCF	50%	118,00
cena wynikowa		109,00
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		116,00

Erbud kupuj (podtrzymana)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Erbud pozostaje jednym z naszych top picków na 2018 r. Po silnej przecenie w 2H'17, w 1Q'18 spółka znajdowała się w trendzie bocznym. Podtrzymujemy opinię, że portfel zamówień Erbudu charakteryzuje się relatywnie niskim ryzykiem. Liczymy, że w 2018 r. objawi się to poprawą rentowności przy lekko rosnących przychodach. Istotny w tym udział będzie miała spółka IVT, zakupiona przez Erbud w lutym br. Na konferencji po wynikach rocznych Zarząd podkreślał chęć podniesienia rentowności. Zarząd nie zamierza natomiast zwiększać przychodów grupy (przynajmniej w najbliższym czasie). Przestrzeń do poprawy jest widoczna przede wszystkim w segmencie przemysłowym, który w ostatnich trzech latach generował bardzo niskie marże, podczas gdy docelowo powinien charakteryzować się ponadprzeciętną rentownością. Właśnie segment przemysłowy ma szansę być motorem wzrostu wyników spółki w kolejnych latach, co w naszych prognozach jest tylko częściowo zdyskontowane. W bieżącym przeglądzie aktualizujemy nasze prognozy finansowe dla Erbudu, podnosząc oczekiwany ZN'18-19 o średnio 2%. Mocniej (+12%) podnosimy nasze szacunki na 2020 r. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Cena bieżąca	21,60 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	29,60 PLN	+37,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	29,60 PLN	2018-04-06
poprzednia	kupuj	29,40 PLN	2018-03-05
Podstawowe dane			
	ERB PW	Zmiana 1M	+6,7% +13,7%
Ticker	PLERBUD00012	Zmiana YTD	+6,7% +13,7%
Liczba akcji (mln)	12,8	Średni obrót 1M	0,0 mln PLN
MC (mln PLN)	276,7	Średni obrót 6M	0,0 mln PLN
EV (mln PLN)	266,4	EV/EBITDA 12M fwd	4,8 -12,6%
Free float	15,5%	EV/EBITDA 5Y avg	5,5 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 789,8	1 805,5	1 937,8	1 984,0	1 964,4
EBITDA	57,0	48,9	59,2	60,2	57,8
marża EBITDA	3,2%	2,7%	3,1%	3,0%	2,9%
EBIT	45,8	37,7	46,9	47,6	44,8
Zysk netto	1,8	22,6	31,3	31,6	29,7
P/E	154,5	12,3	8,9	8,8	9,3
P/BV	1,1	1,0	0,9	0,9	0,9
EV/EBITDA	2,3	4,4	4,5	4,4	4,5
DPS	1,68	1,20	1,10	1,22	1,48
DYield	7,8%	5,6%	5,1%	5,6%	6,9%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
Przychody			-0,8%	-0,8%	-0,7%
MBNS			-0,0 p.p.	-0,0 p.p.	+0,1 p.p.
EBITDA			+0,1%	+0,2%	+6,8%
Zysk netto			+1,8%	+2,4%	+12,5%

Rachunek wyników i Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 790	1 805	1 938	1 984	1 964
budownictwo ogólne	1 424	1 423	1 434	1 463	1 444
inżynieryjno-drogowy	142	157	160	163	166
energetyczny	215	225	248	260	255
Marża EBIT	2,6%	2,1%	2,4%	2,4%	2,3%
budownictwo ogólne	2,6%	1,8%	1,9%	1,9%	1,7%
inżynieryjno-drogowy	4,6%	8,8%	4,5%	4,5%	3,5%
energetyczny	1,1%	1,2%	2,4%	2,6%	3,3%
Gotówka	257	190	139	134	135
Dług netto	-153	-73	-22	-26	-28
Dług netto / EBITDA	-2,7	-1,5	-0,4	-0,4	-0,5
WC netto	38	135	168	179	188
WC netto / przychody	2,1%	7,5%	8,6%	9,0%	9,6%
Kapitał własny	252	276	293	309	320
ROE	0,7%	8,6%	11,0%	10,5%	9,4%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	1 938	1 984	1 964	1 994	2 033	2 074	2 116	2 158	2 201	2 245	2 290
EBITDA	59	60	58	60	62	63	64	65	66	67	69
marża EBITDA	3,1%	3,0%	2,9%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Amortyzacja	12	13	13	13	14	14	14	14	14	15	15
EBIT	47	48	45	47	48	49	50	51	52	53	54
Podatek	10	10	10	10	11	11	11	11	11	12	12
NOPLAT	37	37	35	37	37	38	39	40	40	41	42
CAPEX	-49	-14	-14	-15	-14	-14	-15	-15	-15	-15	-15
Kapitał obrotowy	-33	-11	-9	-14	-10	-4	-4	-4	-4	-5	-5
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	-33	25	25	22	27	33	34	34	36	36	37
PV FCF	-31	21	20	16	18	21	19	18	17	16	
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%

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	75	-44	17	40	40
Amortyzacja	11	11	12	13	13
Kapitał obrotowy	14	-71	-33	-11	-9
CF inwestycyjny	24	5	-49	-14	-14
CAPEX	-4	-4	-14	-14	-14
CF finansowy	-64	-28	-19	-31	-24
Dywidenda	-22	-15	-14	-16	-19

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	3,0	2,9	2,9	3,5	3,2	2,9
Maksimum	22,4	17,5	16,5	10,9	9,6	9,1
Mediana	12,2	10,7	9,0	5,5	5,1	4,8
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	393
Dług netto	-73
Inne korekty	-85
Wycena DCF na akcję (PLN)	29,80

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	25,70
DCF	50%	29,80
cena wynikowa		27,80
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		29,60

Unibep kupuj (podtrzymana)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Unibep ma za sobą bardzo trudny rok, w którym w pełnej okazałości zmaterializowały się ryzyka obecne w branży budowlanej (rosnące koszty materiałów, coraz gorsza dostępność pracowników, trudna współpraca z publicznymi zamawiającymi). Czarnym koniem minionego roku okazał się segment deweloperski, który nie tylko pozwolił Unibepowi zasypać straty na segmencie drogowego lecz również przykryć straty w kwocie 17,5 mln PLN wynikające z przegranych sporów sądowych na rynku norweskim. Wypracowany ZN'17 w wysokości 26 mln PLN okazał się zbliżony do naszej prognozy. ZN oczyszczony o kary na rynku norweskim wyniósł aż 44 mln PLN (P/E=6,2x), pomimo bardzo trudnego otoczenia w segmencie budowlanym. Uważamy, że ryzyko związane z kontraktami budowlanymi, znajdującymi się w portfelu zamówień, wciąż jest istotne. Z tego względu oczekujemy relatywnie niskiej rentowności na działalności budowlanej w 2018 r. (marża 3,7%). Bardzo dobre wyniki segmentu deweloperskiego w 2017 r. mogą mieć jednorazowy charakter, stąd nie decydujemy się na istotne podniesienie naszych prognoz segmentu w 2018 r. Jest to jednak obszar działalności, w którym może dojść do pozytywnych niespodzianek i który ma coraz większy wpływ na wyniki Unibepu, o czym rynek mógł zapomnieć, ściągając w 1Q kurs spółki na nowe minima. W 2017 r. Unibep sprzedał 621 lokali (o 24% więcej r/r). W planach na 2018 r. jest uruchomienie budowy ponad 1000 lokali. W samym 1Q spółka nabyła grunty za 28 mln PLN na ok. 500 mieszkań. Podtrzymujemy rekomendację kupuj, delikatnie korygując prognozy na najbliższe lata.

Cena bieżąca

7,50 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

10,10 PLN

+34,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	10,10 PLN	2018-04-06
poprzednia	kupuj	10,80 PLN	2018-02-02
Podstawowe dane			
	UNI PW	Zmiana 1M	-24,4%
	PLUNBEP00015	Zmiana YTD	-24,4%
Liczba akcji (mln)	35,1	Średni obrót 1M	0,0 mln PLN
MC (mln PLN)	263,0	Średni obrót 6M	0,1 mln PLN
EV (mln PLN)	266,6	EV/EBITDA 12M fwd	5,2
Free float	27,7%	EV/EBITDA 5Y avg	7,2

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 249,2	1 629,3	1 643,5	1 655,9	1 631,4
EBITDA	41,8	33,5	47,7	58,2	55,5
marża EBITDA	3,3%	2,1%	2,9%	3,5%	3,4%
EBIT	33,3	23,6	36,5	46,9	44,2
Zysk netto	31,6	25,8	30,6	35,8	32,4
P/E	8,3	10,2	8,6	7,4	8,1
P/BV	1,1	1,0	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	6,5	5,5	5,6	4,4	4,3
DPS	0,17	0,19	0,25	0,31	0,41
DYield	2,3%	2,6%	3,3%	4,1%	5,4%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
Przychody			+2,3%	+2,1%	+2,1%
MBNS			-0,1 p.p.	-0,1 p.p.	-0,1 p.p.
EBITDA			+1,1%	+1,1%	+1,1%
Zysk netto			-1,2%	-3,0%	-3,4%

Rachunek wyników i Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 249	1 629	1 643	1 656	1 631
budownictwo	994	1 219	1 275	1 250	1 236
produkcja	156	182	209	230	234
deweloperka	99	228	160	176	161
MBNS	6,7%	6,3%	5,4%	6,1%	6,1%
budownictwo	5,2%	2,5%	3,7%	4,3%	4,4%
produkcja	6,4%	6,3%	8,5%	8,5%	8,5%
deweloperka	22,7%	26,7%	15,0%	16,0%	16,0%
Gotówka	150	165	91	83	95
Dług netto	8	-84	-1	-13	-35
Dług netto / EBITDA	0,2	-2,5	0,0	-0,2	-0,6
WC netto	64	11	115	128	126
WC netto / przychody	5,1%	0,6%	7,0%	7,7%	7,7%
Kapitał własny	233	254	276	301	319
ROE	14,0%	10,6%	11,6%	12,4%	10,5%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	1 643	1 656	1 631	1 645	1 673	1 701	1 730	1 760	1 795	1 831	1 867
EBITDA	48	58	56	55	55	55	55	56	57	58	59
marża EBITDA	2,9%	3,5%	3,4%	3,4%	3,3%	3,3%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Amortyzacja	11	11	11	11	11	11	11	11	12	12	12
EBIT	37	47	44	44	44	44	44	44	45	46	47
Podatek	8	11	10	10	10	10	10	10	10	11	11
NOPLAT	28	36	34	34	34	34	34	34	35	35	36
CAPEX	-12	-12	-12	-12	-12	-12	-12	-12	-12	-12	-12
Kapitał obrotowy	-104	-13	3	-1	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	-77	22	36	32	31	31	31	31	31	32	33
PV FCF	-72	19	29	23	21	19	18	16	15	14	
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%

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	-14	104	-64	34	49
Amortyzacja	9	10	11	11	11
Kapitał obrotowy	-37	88	-104	-13	3
CF inwestycyjny	-9	7	-10	-11	-10
CAPEX	-8	-16	-12	-12	-12
CF finansowy	42	-91	0	-32	-27
Dywidenda	-6	-7	-9	-11	-14

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	3,0	2,9	2,9	3,5	3,2	2,9
Maksimum	22,4	17,5	16,5	10,9	9,6	9,1
Mediana	12,2	10,7	9,6	5,2	5,1	4,8
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	328
Dług netto	-84
Inne korekty	-72
Wycena DCF na akcję (PLN)	9,70

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	9,20
DCF	50%	9,70
Cena wynikowa		9,50
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		10,10

Deweloperzy

Atal

akumuluj (podtrzymana)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Ostatni kwartał roku okazał się nieco słabszy od naszych oczekiwań. Z perspektywy prognoz całego 2017 r. nie miało to jednak większego znaczenia (została ona zrealizowana w 96%). Lekkim zaskoczeniem było dla nas zarekomendowanie wskaźnika wypłaty dywidendy na poziomie 80% (liczyliśmy na 90-100%). Mimo niższej od oczekiwań dywidendy Atal oferuje jeden z najwyższych poziomów DYield w sektorze (8,3%). Pozytywnym zaskoczeniem jest dla nas silny spadek zadłużenia pomimo znaczących zakupów gruntów w 2017 r. Dług netto spadł o 34% r/r do 214 mln PLN. Wskaźnik dług netto/kapitał własny spadł do 27% na koniec 2017 r. vs. 47% rok wcześniej. Łącznie w 2017 roku Atal wydał na zakup nowych gruntów ponad 232 mln złotych. Spółka zakupiła łącznie 14 działek płacąc średnio 727 PLN/PUM. W 2018 r. również spodziewamy się istotnych wydatków na grunty (główna przyczyna ograniczenia dywidendy za '17). Pod względem posiadanego banku ziemi Atal jest obecnie jednym z najlepiej przygotowanych na wzrost deweloperem z GPW. Cele Zarządu na lata '18-19 są zbliżone do naszych założeń z lutowej strategii. W najbliższych latach spodziewamy się wzrostu ZN do ok. 190 mln PLN, przy czym wynik 2018 r. może być nieco lepszy od wyniku 2019 r. Potencjał na 2020 r. jest wyższy niż na lata '18-19, niemniej szybkie rozpoczęcie budowy projektów z banku ziemi może stanowić duże wyzwanie. Z powyższego względu zakładamy stabilizację wyników spółki w 2020 r. Rekomendujemy akumulację akcji Atalu.

Cena bieżąca

43,40 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

47,00 PLN

+8,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	47,00 PLN	2018-04-06	
poprzednia	akumuluj	49,20 PLN	2018-02-02	
Podstawowe dane			1AT PW	vs. WIG
Ticker	1AT PW	Zmiana 1M	+1,6%	+8,7%
ISIN	PLATAL000046	Zmiana YTD	+1,6%	+8,7%
Liczba akcji (mln)	38,7	Średni obrót 1M	0,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 680,2	Średni obrót 6M	0,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 817,4	EV/EBITDA 12M fwd	8,0	-3,1%
Free float	11,2%	EV/EBITDA 5Y avg	8,2	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	506,8	865,8	953,0	925,4	1 020,0
ZBNS	136,9	247,6	276,0	268,6	275,4
marża ZBNS	27,0%	28,6%	29,0%	29,0%	27,0%
EBIT	114,8	222,0	245,3	236,5	241,7
Zysk netto	89,4	171,2	192,8	185,8	189,0
P/E	18,8	9,8	8,7	9,0	8,9
P/BV	2,4	2,1	2,0	2,0	2,0
EV/EBITDA	17,1	8,5	7,4	7,9	8,0
DPS	0,61	1,73	3,54	4,54	4,86
DYield	1,4%	4,0%	8,2%	10,5%	11,2%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
MBNS			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
EBIT			-0,3%	-0,3%	0,0%
Zysk netto			+0,3%	+0,6%	+0,4%
Przekazane lokale			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przekazane lokale (szt.)	1 404	2 308	2 559	2 651	3 000
Przychód (tys. PLN)/lokal	353	375	372	349	340
SG&A	24	28	30	31	33
SG&A/przychody	4,8%	3,3%	3,1%	3,4%	3,2%
Marża EBIT	22,6%	25,6%	25,7%	25,6%	23,7%
Marża zysku netto	17,6%	19,8%	20,2%	20,1%	18,5%
Gotówka	187	266	317	252	181
Dług netto	324	214	143	208	279
Dług netto / kap. wias.	47%	27%	17%	24%	32%
Zapasy	1 132	1 342	1 228	1 315	1 410
Zapasy/przychody	223%	155%	129%	142%	138%
Zaliczki	231	365	275	297	321
Zaliczki/zapasy	20%	27%	22%	23%	23%
Kapitał własny	688	795	850	861	861
ROE	14,4%	24,9%	24,3%	21,8%	22,0%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	953	925	1 020	867	884	902	920	938	957	976	996
EBITDA	247	238	243	187	185	189	193	196	200	204	208
marża EBITDA	25,9%	25,7%	23,8%	21,6%	21,0%	21,0%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%
Amortyzacja	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
EBIT	245	236	242	186	184	188	191	195	199	203	207
Podatek	47	45	46	35	35	36	36	37	38	39	39
NOPLAT	199	192	196	150	149	152	155	158	161	164	167
CAPEX	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Kapitał obrotowy	15	-75	-72	32	41	-20	-20	-20	-20	-20	-20
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	213	116	124	182	190	132	135	137	140	144	147
PV FCF	201	101	100	137	132	85	80	76	72	68	
WACC	8,2%	8,0%	7,9%	7,9%	8,0%	7,9%	7,9%	7,8%	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%

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	-78	198	218	121	129
Amortyzacja	1	1	1	1	1
Kapitał obrotowy	-187	-13	15	-75	-72
CF inwestycyjny	0	1	4	4	3
CAPEX	-1	-1	-1	-1	-1
CF finansowy	135	-121	-172	-190	-203
Dywidenda	-24	-67	-137	-176	-188

Analiza porównawcza

	P/BV			P/E		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	0,38	0,36	0,35	5,0	5,2	4,3
Maksimum	2,03	2,03	2,01	13,9	11,3	10,7
Mediana	0,81	0,76	0,73	7,5	6,1	6,0
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	2 247
Dług netto	214
Inne korekty	-6
Wycena DCF na akcję (PLN)	52,70

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	24,40
DYield-porównawcza	17%	58,20
DCF	50%	52,70
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		47,00

Capital Park kupuj (podtrzymana)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Zaraportowane w marcu wyniki Capital park nie różniły się istotnie od naszych oczekiwań. Niższy od oczekiwań oczyszczony EBIT został zrekomensowany wyższą rewaluacją, co ostatecznie zaowocowało wynikiem netto na poziomie zera vs. oczekiwana przez nas strata w kwocie 10 mln PLN. W 2017 r. Capital Park systematycznie poprawiał oczyszczone wyniki finansowe. W 2018 r. trend ten powinien być kontynuowany dzięki wyższemu wskaźnikowi wynajmu powierzchni komercyjnej w obiektach pracujących spółki. Szacowany przez nas FFO'17 wyniósł 32 mln PLN (FFO Yield=5,1%) vs. 13 mln PLN w 2016 r. Spodziewamy się, że FFO'18 przekroczy 40 mln PLN. Nie licząc publikacji wyników, istotnym wydarzeniem ostatniego miesiąca było zawarcie z Warbud S.A. umowę o prace projektowe i roboty budowlane w inwestycji Art Norblin. Wynagrodzenie wykonawcy wynosi 333 mln PLN (+ kwota tymczasowa netto: 32 mln PLN). Umowa przewiduje termin zakończenia prac na 31 października 2020 roku. Pozyskanie generalnego wykonawcy było długo oczekiwane przez inwestorów. Nasze prognozy zakładały realizację projektu w terminie przewidzianym umową z Warbudem. Inwestycja ma istotne znaczenie dla naszej wyceny akcji Capital Park. Dotychczas rynek nie chciał dyskontować przyszłych zysków z projektu Artn. Rozpoczęcie prac budowlanych może to zmienić. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Cena bieżąca

5,95 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

8,35 PLN

+40,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	8,35 PLN	2018-04-06	
poprzednia	kupuj	8,42 PLN	2018-02-02	
Podstawowe dane			CPG PW	vs. WIG
Ticker	CPG PW	Zmiana 1M	+2,8%	+9,8%
ISIN	PLCPPRK00037	Zmiana YTD	+2,8%	+9,8%
Liczba akcji (mln)	108,8	Średni obrót 1M	0,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	647,1	Średni obrót 6M	0,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 984,5	EV/EBITDA 12M fwd	18,0	-29,9%
Free float	19,1%	EV/EBITDA 5Y avg	25,6	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	107,7	125,8	150,8	157,4	164,5
ZBNS	81,4	93,1	114,6	119,6	125,1
marża ZBNS	75,6%	74,0%	76,0%	76,0%	76,0%
EBIT bez rew.	55,5	79,8	99,4	105,9	110,8
Rewaluacja	68,9	-84,7	9,4	25,3	24,0
Zysk netto	29,9	-1,9	54,7	65,2	67,8
P/E	21,1	-	11,8	9,9	9,5
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	14,3	-	18,2	17,4	19,1
DPS	0,00	0,00	0,00	0,15	0,20
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	2,5%	3,4%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
FFO			-0,8%	-2,3%	-0,7%
Zysk netto			-0,7%	-1,8%	-23,1%
BPS			+0,6%	+0,4%	-1,5%
EUR/PLN			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
NOI	81	93	115	120	125
dynamika r/r	46,3%	14,3%	23,2%	4,4%	4,5%
EBIT bez rewaluacji	67	76	97	101	106
Koszty finansowe	-49	-38	-42	-49	-49
FFO	13	32	46	46	50
Rewaluacja	68,9	-84,7	9,4	25,3	24,0
EUR/PLN	4,42	4,17	4,15	4,15	4,15
Gotówka	157	193	76	82	57
Dług netto	1 086	1 115	1 219	1 516	1 815
Dług netto/kap. włas.	102%	101%	105%	125%	144%
NI	2 084	2 174	2 337	2 686	3 034
LTV	52%	51%	52%	56%	60%
Revaluacja/NI	3,6%	-4,1%	0,4%	1,1%	0,9%
Kapitał własny	989	984	1 039	1 088	1 134
ROE	3,1%	-0,2%	5,6%	6,3%	6,2%

Wycena metodą NAV

(mln PLN)	15	16	17	18P	19P	20P	21P
Nieruchomości inwestycyjne	1 935	2 084	2 174	2 337	2 686	3 034	3 034
Zapasy	13	0	0	0	0	0	0
Aktywa finansowe (JV)	31	49	45	45	45	45	45
Należności	27	24	27	28	29	30	31
Gotówka	114	157	193	76	82	57	100
Pozostałe aktywa	34	24	32	32	32	32	32
Suma aktywów	2 153	2 337	2 471	2 517	2 873	3 198	3 241
Kapitał mniejszości	73	72	115	119	122	126	130
Dług	1 066	1 243	1 308	1 295	1 598	1 872	1 872
Zobowiązania na podatek odroc.	6	5	25	25	25	25	25
Pozostałe zobowiązania	48	28	39	40	40	41	42
Suma zobowiązań i mniejszości	1 193	1 348	1 487	1 478	1 785	2 063	2 068
NAV	960	989	984	1 039	1 088	1 134	1 174
PV NAV	960	989	984	977	957	936	924

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	76	85	94	101	105
Amortyzacja	0	0	0	0	0
Kapitał obrotowy	-1	5	0	-1	-1
CF inwestycyjny	-104	-88	-153	-324	-324
CAPEX	-111	-123	-153	-324	-324
CF finansowy	71	40	-58	230	195
Dywidenda	0	0	0	-16	-22

Analiza porównawcza

	P/BV			P/E		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	0,32	0,31	0,31	7,1	6,6	8,1
Maksimum	1,28	1,20	1,18	32,5	27,5	17,2
Mediana	0,75	0,73	0,80	13,1	11,4	11,1
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie NAV

(mln PLN)	
Risk-free rate	3,5%
Premia za ryzyko	5,0%
Beta	1,0
Koszt kapitału własnego	8,5%
EUR/PLN '21P	4,15
Wycena NAVPS'21P (PLN)	8,50

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	7,20
NAV	50%	8,50
cena wynikowa		7,85
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		8,35

Dom Development kupuj (bez zmian)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Wyniki 4Q'17 nie przyniosły większych niespodzianek. Spółka zrealizowała konsensus analityków, a na powynikowej konferencji Zarząd podtrzymał optymistyczny przekaz. W obecnym otoczeniu rynkowym szczególnym wyzwaniem dla spółek z branży jest zabezpieczenie podaży mieszkań. W tym obszarze Dom Development radzi sobie znakomicie. W 2017 r. Dom Development wprowadził do realizacji o 30% więcej mieszkań r/r. Spółka posiada rekordową liczbę mieszkań w budowie: 5,2 tys. (+47% r/r), a dzięki przemysłanym akwizycjom, również rekordowy bank ziemi na 8,9 tys. mieszkań (+38% r/r). W raporcie z 20 marca nieznacznie obniżyliśmy prognozy ZN'18-19 i jednocześnie o ok. 30% podnieśliśmy prognozę na 2020, dostrzegając pozytywny wpływ ekspansji na rynki Trójmiasta i Wrocławia. W marcu konsensus prognoz na '20 słusznie wzrósł o około 40%. Widzimy coraz więcej przesłanek, że '20 będzie dla spółki rekordowy: (1) popyt na mieszkania utrzymuje się na rekordowym poziomie przy braku oznak spowolnienia, (2) bank ziemi Dom Development w 100% zabezpiecza nasze prognozy ZN'19-20, (3) w trakcie 2019 Spółka powinna pozyskać działki, które dodatkowo zwiększą potencjał wynikowy w 2020 r. Coraz bardziej optymistyczne prognozy nie przekładają się jeszcze na wzrost kursu, który w bieżącym roku pozostaje w trendzie bocznym. Podtrzymujemy rekomendację kupuj dla akcji Dom Development.

Cena bieżąca

85,40 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

103,10 PLN

+20,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	103,10 PLN	2018-03-20

Podstawowe dane			DOM PW	vs. WIG
Ticker	DOM PW	Zmiana 1M	-0,1%	+6,9%
ISIN	PLDMDVL00012	Zmiana YTD	-0,1%	+6,9%
Liczba akcji (mln)	24,9	Średni obrót 1M		1,0 mln PLN
MC (mln PLN)	2 123,8	Średni obrót 6M		0,4 mln PLN
EV (mln PLN)	2 177,0	EV/EBITDA 12M fwd	7,2	-37,6%
Free float	26,4%	EV/EBITDA 5Y avg	11,5	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 153,0	1 404,7	1 737,4	1 692,0	1 792,2
ZBNS	271,1	385,7	451,8	449,6	472,6
marża ZBNS	23,5%	27,5%	26,0%	26,6%	26,4%
EBIT	156,6	235,4	296,1	289,4	307,5
Zysk netto	125,7	190,7	238,3	233,3	247,8
P/E	16,8	11,1	8,9	9,1	8,6
P/BV	2,3	2,1	2,0	2,0	2,0
EV/EBITDA	12,7	9,0	7,2	7,5	7,1
DPS	3,25	5,05	7,60	9,50	9,38
DYield	3,8%	5,9%	8,9%	11,1%	11,0%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
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)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przekazane lokale (szt.)	2 482	2 929	3 801	3 600	3 768
Przychód (tys. PLN)/lokal	465	480	457	470	476
SG&A	107	138	152	156	161
SG&A/przychody	9,3%	9,9%	8,7%	9,2%	9,0%
Marża EBIT	13,6%	16,8%	17,0%	17,1%	17,2%
Marża zysku netto	10,9%	13,6%	13,7%	13,8%	13,8%
Gotówka	437	331	342	441	417
Dług netto	-57	64	53	94	118
Dług netto / kap. wias.	-6%	6%	5%	9%	11%
Zapasy	1 508	1 989	2 053	2 117	2 181
Zapasy/przychody	131%	142%	118%	125%	122%
Zaliczki	349	568	587	605	623
Zaliczki/zapasy	23%	29%	29%	29%	29%
Kapitał własny	930	1 002	1 052	1 049	1 063
ROE	14,2%	20,5%	23,8%	22,2%	23,6%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	1 737	1 692	1 792	1 617	1 649	1 682	1 716	1 750	1 785	1 821	1 858
EBITDA	303	297	315	242	245	248	253	258	263	268	273
marża EBITDA	17,5%	17,5%	17,6%	15,0%	14,9%	14,8%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%
Amortyzacja	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
EBIT	296	289	308	235	238	241	246	251	256	261	266
Podatek	56	55	58	45	45	46	47	48	49	50	51
NOPLAT	240	234	249	190	193	195	199	203	207	211	215
CAPEX	-7	-7	-7	-7	-7	-7	-7	-7	-7	-7	-7
Kapitał obrotowy	-39	-38	-38	-38	-38	-8	-3	-3	-3	-3	-3
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	201	196	211	152	155	187	196	200	204	208	212
PV FCF	189	170	169	113	106	119	115	109	103	97	
WACC	8,4%	8,3%	8,3%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	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%

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	265	198	209	204	219
Amortyzacja	5	7	7	7	7
Kapitał obrotowy	106	-9	-39	-38	-38
CF inwestycyjny	-6	-213	-7	-7	-7
CAPEX	-6	-8	-7	-7	-7
CF finansowy	-67	-120	-191	-97	-235
Dywidenda	-81	-126	-189	-236	-233

Analiza porównawcza

	P/BV			P/E		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	0,38	0,37	0,36	7,2	5,1	4,9
Maksimum	2,05	1,99	1,96	36,2	13,9	11,2
Mediana	0,87	0,83	0,77	13,1	7,5	5,5
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	2 920
Dług netto	64
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	114,90

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	54,60
DYield-porównawcza	17%	127,70
DCF	50%	114,90
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		103,10

Echo Investment kupuj (podtrzymana)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Rok 2017 był dla spółki bardzo udany. Ostatecznie zysk netto dewelopera okazał się o ok. 40% wyższy niż prognozowaliśmy w strategii w styczniu 2017 r., mimo że nasza prognoza była jedną z wyższych w konsensusie. Po zachowaniu kursu akcji w minionym roku widać, że inwestorzy nie traktują wyników ostatniego roku jako powtarzalnych. W naszej ocenie przynajmniej w perspektywie najbliższych 2-3 lat będą one do powtórzenia. Echo solidnie przepracowało miniony rok na rynku gruntów. Spółka posiada działki, które zabezpieczają w pełni potrzeby inwestycyjne przynajmniej we wspomnianym okresie. Rynek powierzchni komercyjnej sprzyjał deweloperom w 2017 r. Obserwujemy dalszą kompresję stóp kapitalizacji i rekordowo wysoki popyt na powierzchnię, co pozwoliło spółce bardzo dobrze wynająć (i zrewaluuować) inwestycje będące w budowie. W bieżącym roku spodziewamy się wzrostu liczby inwestycji wprowadzonych do budowy (i wzrostu rewaluacji). Liczymy ponadto na sprzedaż większej liczby obiektów niż to miało miejsce w 2017 r. Ech dokonało już przedsprzedaży czterech biurów o wartości ok. 650 mln PLN. Finalizacja transakcji powinna mieć miejsce w bieżącym roku. Zarząd liczy ponadto na sprzedaż dwóch kolejnych obiektów, będących w budowie (Galeria Libero, Browary J), których wartość szacujemy na 800 mln PLN. W tym kontekście nie obawiamy się o źródło finansowania dywidendy, która w '18 oferuje najwyższy DYield w sektorze deweloperskim (9,6%). Uważamy, że realny jest scenariusz dodatkowej nadzwyczajnej dywidendy w kwocie 0,50 PLN ze sprzedaży udziałów w EPP, choć obecnie nie zakładamy tego w naszych prognozach. Podtrzymujemy rekomendację kupuj dla akcji Echo.

Cena bieżąca

5,23 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

6,13 PLN

+17,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	6,13 PLN	2018-04-06	
poprzednia	kupuj	6,31 PLN	2018-02-02	
Podstawowe dane			ECH PW	vs. WIG
Ticker	ECH PW	Zmiana 1M	+14,9%	+22,0%
ISIN	PLECHPS00019	Zmiana YTD	+14,9%	+22,0%
Liczba akcji (mln)	412,7	Średni obrót 1M	0,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 158,4	Średni obrót 6M	0,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 195,4	EV/EBITDA 12M fwd	12,5	-20,7%
Free float	14,4%	EV/EBITDA 5Y avg	15,8	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	480,1	621,9	524,3	737,9	826,0
ZBNS	216,8	149,4	122,7	173,6	188,5
marża ZBNS	45,2%	24,0%	23,4%	23,5%	22,8%
EBIT bez rew.	56,4	41,3	2,5	51,1	63,6
Rewaluacja	555,2	233,5	399,3	336,1	253,1
Zysk netto	393,3	312,2	302,9	328,3	266,0
P/E	5,5	6,9	7,1	6,6	8,1
P/BV	1,4	1,4	1,3	1,2	1,2
EV/EBITDA	4,1	10,9	7,9	8,2	9,9
DPS	5,96	0,66	0,50	0,51	0,56
DYield	114,0%	12,6%	9,6%	9,8%	10,6%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
Przychody			-0,0%	0,0%	+4,8%
Rewaluacja			+0,4%	-0,2%	+33,9%
EBIT			+0,1%	-0,5%	+30,5%
Zysk netto			-0,1%	-0,4%	+34,2%
Przekazane lokale			0,0%	0,0%	+6,7%

Rachunek wyników i bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przekazane lokale (szt.)	451	1 006	901	1 270	1 600
Przychód (tys. PLN)/lokal	521	467	402	402	380
Przychody	480	622	524	738	826
Mieszkaniówka	235	470	362	511	608
Biura i handel	224	120	76	93	92
Pozostałe	21	32	86	134	126
Gotówka	663	731	691	728	655
Dług netto	346	879	1 037	1 021	994
Dług netto / kap. włas.	23%	55%	62%	57%	54%
Zapasy	656	682	746	810	912
NI	785	1 287	1 738	1 798	1 798
LTV	24%	45%	42%	39%	37%
Revaluacja/NI	38,0%	29,8%	31,0%	19,3%	14,1%
Kapitał własny	1 528	1 588	1 684	1 801	1 837
ROE	10,7%	20,4%	19,1%	19,5%	14,8%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	524	738	826	794	810	827	843	860	877	895	913
EBITDA	4	53	66	53	54	55	56	57	59	60	61
marża EBITDA	0,9%	7,2%	7,9%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%
Amortyzacja	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Rewaluacja NI	399	336	253	189	193	197	201	205	209	213	217
Podatek	76	74	60	46	47	47	48	49	50	51	52
NOPLAT	325	314	256	194	198	202	206	210	215	219	223
Nakłady/sprzedaż NI	222	363	251	187	193	197	201	205	209	213	217
Kapitał obrotowy	-56	-71	-81	-7	-7	-7	-8	-8	-8	-8	-8
Inne	0	0	128	0	0	305	0	0	0	0	0
FCF	93	271	303	187	193	502	201	205	209	213	218
PV FCF	89	241	251	145	139	338	126	120	114	109	
WACC	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,2%	7,2%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	140	-276	-112	-75	-59
Kapitał obrotowy	177	-168	-56	-71	-81
CF inwestycyjny	2 377	-46	222	363	379
Wydatki na NI	-848	-524	-720	-824	-377
Zbycie NI	3 513	509	944	1 189	630
CF finansowy	-2 702	362	-150	-251	-393
Dywidenda	-2 460	-272	-206	-212	-230

Analiza porównawcza

	P/BV			P/E		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	0,32	0,31	0,31	5,0	5,2	4,3
Maksimum	2,03	2,03	2,01	14,2	11,5	12,5
Mediana	0,73	0,68	0,65	9,7	8,2	7,6
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	3 750
Dług netto	879
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	6,96

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	4,56
DCF	50%	6,96
cena wynikowa		5,76
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		6,13

GTC trzymaj (obniżona)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

W 1Q'18 GTC zaraportował neutralne wyniki względem naszych oczekiwań. Wyższa rewaluacja skompensowała lekkie rozczarowanie na oczyszczonym EBIT. Na konferencji wynikowej nie usłyszeliśmy zaskakujących stwierdzeń. Zarząd zamierza realizować plan inwestycyjny, który został już dobrze zarysowany na poprzednich spotkaniach. Spółka jednoznacznie pozytywnie ocenia otoczenie rynkowe i na niektórych rynkach widzi szansę na szybszą realizację inwestycji. Zarząd wyznaczył sobie cel podwojenia NAV spółki w ciągu najbliższych 4-5 lat. Źródłem wzrostu będą przede wszystkim projekty deweloperskie, realizowane i planowane przez spółkę, lecz również akwizycje kolejnych projektów o wartości dodanej. Zarząd ocenia ponadto, że posiadany przez GTC portfel nieruchomości pracujących ma potencjał do wzrostu wartości. W naszej ocenie podwojenie NAV w ciągu 4-5 lat jest bardzo ambitnym celem. Nasze prognozy zakładają wzrost NAV o 50% w ciągu 4 lat (uwzględniając dywidendę). Nie zakładamy jednak realizacji Galerii Wilanów, kluczowej przy założeniach Zarządu. Nie zakładamy również akwizycji nowych projektów, które mogłyby przynieść spółce wartość dodaną. Na początku kwietnia Lone Star, rozpoczął przegląd opcji w odniesieniu do inwestycji w GTC. Rozważa sprzedaż wszystkich swoich akcji (61%) inwestorowi strategicznemu lub finansowemu i nie rozważa wprowadzenia jakichkolwiek akcji na rynek publiczny. Uważamy, że informacja powinna być neutralnie odebrana przez rynek. Uważamy, że Lone Star nie jest nastawiony na szybką sprzedaż posiadanego pakietu. Zakładalibyśmy, że ewentualna transakcja będzie miała miejsce najwcześniej w 4Q'18. W związku ze wzrostem kursu akcji GTC obniżamy rekomendację do trzymaj.

Cena bieżąca

9,39 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

9,60 PLN

+2,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	9,60 PLN	2018-04-06	
poprzednia	akumuluj	9,70 PLN	2018-03-05	
Podstawowe dane			GTC PW	vs. WIG
Ticker	GTC PW	Zmiana 1M	-4,2%	+2,9%
ISIN	PLGTC0000037	Zmiana YTD	-4,2%	+2,9%
Liczba akcji (mln)	470,3	Średni obrót 1M	0,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 416,1	Średni obrót 6M	0,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	8 709,3	EV/EBITDA 12M fwd	16,2	+8,6%
Free float	21,9%	EV/EBITDA 5Y avg	14,9	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln EUR)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	120,3	128,7	151,7	166,2	184,9
ZBNS	87,3	92,1	112,0	125,1	139,2
marża ZBNS	72,6%	71,6%	73,8%	75,3%	75,3%
EBIT bez rew.	70,2	73,5	92,7	105,3	119,1
Rewaluacja	84,6	148,6	40,7	45,7	53,7
Zysk netto	158,5	156,3	91,1	105,1	121,2
P/E	6,5	6,7	11,6	10,0	8,7
P/BV	1,3	1,1	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA	11,4	8,7	15,5	14,6	13,2
DPS	0,00	0,07	0,08	0,08	0,10
DYield	0,0%	2,9%	3,6%	3,8%	4,3%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
NOI			0,0%	0,0%	0,0%
FFO			-1,0%	-1,1%	+0,3%
Zysk netto			-0,5%	-0,6%	+0,2%
BPS			+0,7%	+0,6%	+0,5%

Rachunek wyników i bilans

(mln EUR)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
NOI	86	91	111	125	139
dynamika r/r	10,1%	4,7%	22,2%	13,1%	11,2%
EBIT bez rewaluacji	71	77	93	105	119
Koszty finansowe	-28	-29	-29	-31	-35
FFO	42	47	56	65	74
dynamika r/r	10,5%	11,9%	18,5%	17,1%	13,8%
Rewaluacja	85	149	41	46	54
Gotówka	178	202	115	120	103
Dług netto	715	833	980	1 104	1 172
Dług netto/kap. wias.	91%	89%	99%	104%	104%
NI	1 605	1 937	2 148	2 342	2 493
LTV	44%	43%	45%	47%	47%
Revaluacja/NI	6,6%	9,3%	2,1%	2,1%	2,3%
Kapitał własny	787	937	991	1 056	1 132
ROE	24,7%	19,8%	9,7%	10,6%	11,5%

Przepływy pieniężne

(mln EUR)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	73	81	85	97	109
Amortyzacja	0	1	0	0	0
Kapitał obrotowy	6	7	0	0	0
CF inwestycyjny	-232	-178	-164	-148	-96
CAPEX	-261	-234	-170	-149	-98
CF finansowy	141	95	6	51	-36
Dywidenda	0	-8	-37	-40	-45

Analiza porównawcza

	P/BV			P/E		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	0,32	0,31	0,31	7,1	6,6	8,1
Maksimum	1,28	1,20	1,18	32,5	27,5	17,2
Mediana	0,76	0,74	0,71	12,2	11,7	11,3
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Wycena metodą NAV

(mln EUR)	15	16	17	18P	19P	20P	21P
Nieruchomości inwestycyjne	1 289	1 605	1 937	2 148	2 342	2 493	2 566
Grunty i projekty mieszkaniowe	30	19	16	13	13	13	13
Aktywa finansowe (JV)	23	4	1	0	0	0	0
Należności	6	5	4	4	4	4	4
Gotówka	196	178	202	115	120	103	109
Pozostałe aktywa	16	29	22	22	22	22	22
Suma aktywów	1 560	1 839	2 183	2 302	2 503	2 636	2 715
Kapitał mniejszości	-21	3	4	5	5	5	5
Dług	739	893	1 034	1 095	1 224	1 275	1 255
Zobowiązania na podatek odroc.	133	98	126	131	136	143	149
Pozostałe zobowiązania	66	58	81	81	81	81	81
Suma zobowiązań i mniejszości	917	1 052	1 246	1 312	1 446	1 504	1 491
NAV	643	787	937	991	1 056	1 132	1 224
PV NAV	643	787	937	967	982	1 002	1 024

Podsumowanie NAV

(mln EUR)	
Risk-free rate	3,5%
Premia za ryzyko	5,0%
Beta	1,0
Koszt kapitału własnego	8,5%
EUR/PLN '21P	4,15
Wycena NAVPS'21P (PLN)	9,00

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	8,90
NAV	50%	9,00
cena wynikowa		9,00
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		9,60

LC Corp kupuj (podtrzymana)

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04

piotr.zybala@mbank.pl

Kurs akcji LC Corp zachowywał się w ostatnich dwóch miesiącach bardzo słabo na tle sektora nieruchomościowego. Trudno nam jednoznacznie wskazać przyczyny tego zjawiska. Możliwe, że wcześniejsze wzrosty kursu częściowo wyczerpały potencjał, wszak z perspektywy ostatnich 12M LCC wciąż pozostaje jednym z liderem wzrostów. Z bardziej fundamentalnych przyczyn ostatniej korekty wymienilibyśmy (1) obawy o utratę wartości Arkad Wrocławskich i pogorszenie wyników segmentu komercyjnego - uzasadnione, jak się okazało, (2) relatywnie pesymistyczną retorykę Zarządu na konferencji powynikowej - Zarząd akcentował czynniki ryzyka, tj. rosnące koszty gruntów i koszty budowy. Odnosnie Arkad, utrata wartości jest uwzględniona w kursie, a ewentualne odpisy w tym roku będą zneutralizowane zyskiem z wyceny projektów budowie. Problem rosnących kosztów jest naturalnie wyzwaniem, przed którym stoi cały sektor. Nie zakładalibyśmy jednak, że LC Corp jest w tej materii w gorszym położeniu niż inne spółki. W kontekście wyników 2018-2019, zwracamy uwagę, że na koniec grudnia spółka posiadała w budowie ok. 4000 lokali, które będą rozliczane właśnie w najbliższych dwóch latach (po ok. 2000 szt. rocznie vs. ok. 1800 szt. w 2017 r.). Zdecydowana większość działek, na których realizowane są inwestycje została zakupiona przed końcem 2016 r. (po atrakcyjnej cenie z dzisiejszej perspektywy). Z powyższych względów uważamy, że obawy o wyniki spółki w najbliższych latach są przesadzone. Przypominamy, że spółka posiada również grunty, by podtrzymać poziom ok. 2000 przekazania również w 2020 r. Przy wycenie na poziomie ok. 0,8xNAV oraz P/E'18-20~6,0x, DYield'18-20~10%, LC Corp pozostaje jednym z naszych top picków.

Cena bieżąca

2,70 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

3,50 PLN

+29,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	3,50 PLN	2018-04-06
poprzednia	kupuj	3,74 PLN	2018-02-02
Podstawowe dane			
		LCC PW	vs. WIG
Ticker	LCC PW	Zmiana 1M	-1,8% +5,2%
ISIN	PLCCRP00017	Zmiana YTD	-1,8% +5,2%
Liczba akcji (mln)	447,6	Średni obrót 1M	0,8 mln PLN
MC (mln PLN)	1 208,4	Średni obrót 6M	1,7 mln PLN
EV (mln PLN)	2 128,6	P/E 12M fwd	6,1 -38,8%
Free float	41,3%	P/E 5Y avg	10,0 dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	547,0	706,2	836,9	898,4	928,1
ZBNS	207,9	260,8	285,8	320,5	332,4
marża ZBNS	38,0%	36,9%	34,2%	35,7%	35,8%
EBIT bez rew.	169,6	208,6	234,2	267,3	277,7
Rewaluacja	34,2	-119,3	17,7	19,3	0,0
Zysk netto	113,1	80,2	185,4	209,0	201,4
Zysk netto koryg.	120,7	150,6	170,1	193,4	201,4
P/E	10,7	15,1	6,5	5,8	6,0
P/E koryg.	10,0	8,0	7,1	6,2	6,0
P/BV	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7
DPS	0,18	0,07	0,24	0,29	0,32
DYield	6,7%	2,6%	8,9%	10,6%	12,0%
Zmiana prognoz					
Przychody			-0,1%	-0,1%	0,0%
MBNS			-0,0 p.p.	-0,0 p.p.	-0,1 p.p.
EBIT korygowany			-3,6%	-3,3%	-3,2%
Zysk netto korygowany			-4,1%	-3,7%	-3,7%
Przekazane lokale			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przekazane lokale (szt.)	1 393	1 801	2 137	2 184	2 072
Przychody	547	706	837	898	928
sprzedaż mieszkań	402	563	687	727	741
wynajem	145	144	150	171	187
MBNS	38,0%	36,9%	34,2%	35,7%	35,8%
sprzedaż mieszkań	26,0%	28,8%	26,3%	27,6%	27,2%
wynajem	71,2%	68,7%	70,0%	70,0%	70,0%
Gotówka	355	344	270	241	237
Dług netto	737	737	920	984	1 005
Dług netto/kap. wias.	53%	51%	60%	61%	60%
Zapasy	971	1 064	1 048	1 031	1 015
NI	1 810	1 805	1 967	2 049	2 049
Revaluacja/NI	1,9%	-6,6%	0,9%	0,9%	0,0%
Kapitał własny	1 396	1 448	1 526	1 608	1 664
ROE	8,3%	5,7%	12,8%	13,7%	12,5%

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	199	167	135	194	155
Kapitał obrotowy	91	-18	-63	-29	-77
CF inwestycyjny	-102	-142	-185	-102	-1
Wydatki na NI	-102	-141	-183	-101	0
Zbycie NI	0	0	0	0	0
CF finansowy	113	-11	-74	-30	-4
Dywidenda	-81	-31	-107	-128	-145

Analiza porównawcza

	P/BV			P/E		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	0,38	0,36	0,35	5,0	5,2	4,3
Maksimum	2,03	2,03	2,01	13,9	11,3	10,7
Mediana	0,91	0,85	0,77	8,2	7,1	7,3
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Wycena DCF segmentu mieszkaniowego

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Przychody	687	727	741	608	588	599	611	623	636	649	662
EBITDA	141	159	159	102	84	85	87	89	91	92	94
marża EBITDA	20,5%	21,9%	21,4%	16,7%	14,3%	14,3%	14,3%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%
NOPLAT	113	128	128	82	67	68	70	71	73	74	75
Kapitał obrotowy	-64	-30	-78	-56	-33	-11	-11	-11	-11	-11	-11
FCF	50	99	51	26	35	58	60	61	63	64	65
PV FCF	47	86	41	19	24	36	34	32	31	29	

Wycena NAV segmentu komercyjnego

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P
NAV NI pracujących	983	1 129	1 147	1 175	1 203
NAV NI w budowie	98	0	0	0	0
NAV pozostałe	22	56	113	171	231
NAV segmentu	1 103	1 185	1 260	1 346	1 435
PV NAV	1 037	1 027	1 006	991	973

Podsumowanie NAV

(mln PLN)	
PV NAV'22P	973
ROE'22P	6,6%
Koszt kapitału (COE)	8,5%
Premia/Dyskonto (ROE - COE)	-23%
Wycena segmentu na akcję (PLN)	1,71

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Wartość firmy (EV)	834
Dług netto	148
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	1,53

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	3,08
DYield-porównawcza	17%	3,83
SOTP	50%	3,24
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		3,50

Handel

AmRest redukuje (obniżona)

Piotr Bogusz +48 22 438 24 08 piotr.bogusz@mbank.pl

Rok 2017 był rekordowym okresem dla spółki zarówno pod względem otwarć własnych restauracji jak i aktywności na rynku M&A. Łączna liczba restauracji spółek zwiększyła się o 38,7% r/r do 1638 placówek na koniec 2017 roku. Ponadto spółka uzyskała umowy master-franczyzobiorcy w CEE (MFA) dla formatu Pizza Hut Express oraz Delivery na rynkach CEE, w Niemczech oraz we Francji. W 4Q'17 spółka odnotowała 7,9% r/r wzrostu EBITDA oczyszczonej o aktualizację wartości restauracji. EBITDA wraz z odpisami uległa zmniejszeniu o 3% r/r do 138,2 mln PLN. Negatywnie na wynik wpłynęły jednorazowe koszty związane z przejętymi restauracjami. Oczekujemy, że w 2018 roku spółka będzie się koncentrowała na integracji przejętych podmiotów, co w początkowej fazie może przełożyć się na konieczność ponoszenia dodatkowych kosztów. AmRest zapowiedział otwarcie ponad 300 nowych restauracji w 2018 roku, co będzie się wiązało z rekordowo wysokimi nakładami inwestycyjnymi (szacujemy 914/908 mln PLN CAPEX odpowiednio w 2019/2020 roku). Pod koniec lutego spółka poinformowała o podpisaniu umowy wspólników z LPQ Russia na rozwijanie placówek typu „bakery” na rynku rosyjskim (oczekujemy neutralnego wpływu na wycenę w średnim terminie). Nieznacznie korygujemy nasze prognozy EBITDA'19-20 (-5%/-6,5%) oraz uwzględniamy lata 2018-20 w wycenie porównawczej. Podnosimy naszą cenę docelową do 426 PLN, ale ze względu na poziom aktualnych notowań obniżamy rekomendację do redukcji.

Cena bieżąca	449,50 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	426,00 PLN	-5,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	redukuj	426,00 PLN	2018-04-06
poprzednia	trzymaj	407,00 PLN	2018-02-02
Podstawowe dane		EAT PW	vs. WIG
Ticker	EAT PW	Zmiana 1M	+9,6% +16,7%
ISIN	NL0000474351	Zmiana YTD	+9,6% +16,7%
Liczba akcji (mln)	21,2	Średni obrót 1M	11,0 mln PLN
MC (mln PLN)	9 535,6	Średni obrót 6M	4,3 mln PLN
EV (mln PLN)	11 316,0	EV/EBITDA 12M fwd	13,1 +33,3%
Free float	31,1%	EV/EBITDA 5Y avg	9,8 premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	4 207	5 266	6 548	7 754	8 859
EBITDA	539	597	731	919	1 092
marża EBITDA	12,8%	11,3%	11,2%	11,8%	12,3%
EBIT	268	267	300	361	458
Zysk netto	191	182	201	257	333
P/E	50,0	52,3	47,4	37,2	28,6
P/BV	7,3	7,3	6,3	5,4	5,2
EV/EBITDA	19,6	18,4	15,5	12,4	10,4
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	12,09
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,7%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
EBITDA		-5,9%	-5,0%	-6,5%	
Zysk netto		-9,8%	-12,5%	-14,6%	
Sprzedaż/rest.		+0,7%	-0,5%	-1,5%	
marża EBITDA		-0,8p.p.	-0,6p.p.	-0,6p.p.	
Liczba rest.		0,0%	0,0%	0,0%	

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA (PL)	185	199	221	240	265
EBITDA (WE)	193	201	246	304	354
EBITDA (ES)	180	209	229	267	295
EBITDA (RU)	51	71	91	108	121
EBITDA (CZ)	93	116	149	174	199
Przepływy oper.	457	635	638	904	1 045
Amortyzacja	271	330	431	557	634
Kapitał obrotowy	43	74	7	91	79
Przepływy inw.	-533	-980	-963	-960	-809
CAPEX	-386	-527	-963	-960	-809
Przepływy fin.	66	588	-150	40	-197
Wpływy/spłaty pożyczek	132	764	-150	40	60
FCF	-3	-458	-288	-27	266
FCF/EBITDA	-1%	-77%	-39%	-3%	24%
CFO/EBITDA	85%	106%	87%	98%	96%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Sprzedaż/rest.	916	925	925	922	922	932	947	960	972	984	984
marża EBITDA	11,2%	11,8%	12,3%	12,8%	13,1%	12,6%	12,6%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%
Liczba rest.	1 939	2 254	2 536	2 795	3 028	3 206	3 378	3 545	3 708	3 869	3 869
Przychody	6 548	7 754	8 859	9 834	10 740	11 620	12 468	13 296	14 108	14 905	14 905
EBITDA	731	919	1 092	1 259	1 403	1 462	1 574	1 683	1 790	1 895	1 895
marża EBITDA	11,2%	11,8%	12,3%	12,8%	13,1%	12,6%	12,6%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%
EBIT	300	361	458	591	718	788	926	1 042	1 149	1 253	1 253
Podatek	63	76	96	124	151	165	194	219	241	263	263
CAPEX	-963	-960	-809	-766	-689	-558	-556	-641	-641	-641	-641
Kapitał obrotowy	7	91	79	69	61	57	53	49	46	43	43
FCF	-288	-27	266	437	624	796	876	872	954	1 033	1 054
PV FCF	-272	-23	215	327	431	508	516	473	477	476	
WACC	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,2%	8,3%	8,4%	8,5%	8,5%	8,6%	
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Wskaźniki

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
marża EBITDA (PL)	13,1%	12,1%	11,6%	11,6%	11,6%
marża EBITDA (WE)	15,8%	10,8%	11,3%	11,3%	11,5%
marża EBITDA (ES)	21,5%	22,6%	22,6%	22,6%	22,6%
marża EBITDA (RU)	10,9%	10,9%	10,6%	10,6%	10,5%
marża EBITDA (CZ)	19,1%	19,6%	18,6%	18,6%	18,6%
Dług netto	971	1 422	1 746	1 803	1 823
Dług netto/EBITDA (x)	1,8	2,4	2,4	2,0	1,7

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	7,6	7,7	7,4	6,8	6,9	6,5
Maksimum	49,3	32,9	28,2	18,7	18,1	17,3
Mediana	30,1	25,5	22,0	14,6	14,3	12,7
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	10 030
Dług netto	1 418
Inne korekty	35
Wycena DCF na akcję (PLN)	404,30

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	395,97
DCF	50%	404,30
Cena wynikowa		400,13
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		426,00

CCC kupuj (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Rezultaty CCC za 4Q'17 były zgodne z wcześniej opublikowanymi szacunkami. Negatywnie na wyniki spółki w 4Q'17 wpłynęła niska sprzedaż w październiku'17 (najważniejszy miesiąc w roku pod względem wyniku) oraz wysoka dynamika kosztów SG&A/mkw. r/r wynikająca z (1) dodatkowych premii sprzedażowych (dodatnia sprzedaż porównywalna w XI-XII'17) oraz (2) rosnących kosztów związanych z rozwojem eobuwie.pl. Kontynuacja niesprzyjających warunków pogodowych również istotnie wpłynęła na dynamikę sprzedaży w 1Q'18 (spadek sprzedaży o 3,8% r/r do 693 mln PLN). Zwracamy uwagę, że 1Q jest sezonowo najmniej istotnym okresem pod względem generowania wyniku. Słaba sprzedaż kolekcji jesień-zima'17 powinna przełożyć się na podwyższony stan zapasów spółki do kolejnego sezonu jesień-zima (zamrożenie części środków w kapitale obrotowym). Ze względu na efekt bazy, oczekujemy umiarkowanego tempa wzrostu sprzedaży r/r w 9M'18 i widzimy szansę na zwiększenie tempa wzrostu r/r w 4Q'18. Jednocześnie zwracamy uwagę na potencjał do poprawy marży brutto na sprzedaży r/r ze względu na korzystny kurs USDPLN przy zakupie kolekcji. Biorąc pod uwagę ostatnią korektę kursu spółki podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla spółki.

Cena bieżąca

257,40 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

295,00 PLN

+14,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	295,00 PLN	2018-04-06	
poprzednia	kupuj	286,00 PLN	2018-03-05	
Podstawowe dane		CCC PW	vs. WIG	
Ticker	CCC PW	Zmiana 1M	-9,7%	-2,6%
ISIN	PLCCC0000016	Zmiana YTD	-9,7%	-2,6%
Liczba akcji (mln)	41,1	Średni obrót 1M	27,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	10 586,1	Średni obrót 6M	24,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	11 155,6	EV/EBITDA 12M fwd	15,1	-4,6%
Free float	59,4%	EV/EBITDA 5Y avg	15,8	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	3 185	4 193	5 223	6 755	8 319
EBITDA	443	498	588	845	1 072
marża EBITDA	13,9%	11,9%	11,3%	12,5%	12,9%
EBIT	374	405	480	725	943
Zysk netto	306	279	315	532	715
P/E	32,9	37,9	33,6	19,9	14,8
P/BV	11,0	9,6	7,8	5,8	4,3
EV/EBITDA	24,3	22,2	19,0	13,2	10,2
DPS	2,19	2,47	1,40	1,87	0,00
DYield	0,9%	1,0%	0,5%	0,7%	0,0%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
EBITDA		-1,6%	-5,1%	-9,2%	
Zysk netto		-6,2%	-11,6%	-14,4%	
MBNS		+0,1 p.p.	+0,3 p.p.	+0,2 p.p.	
Sprzedaż det/mkw.		+2,2%	+3,2%	+2,2%	
SG&A/mkw.		+0,1%	+0,0%	-1,0%	

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Sprzedaż (stacjoname)	2 902	3 588	4 336	5 211	6 002
EBITDA (stacjoname)	393	415	457	648	778
Sprzedaż (eobuwie.pl)	287	606	1 030	1 545	2 317
EBITDA (eobuwie.pl)	50,6	82,6	131,0	196,6	294,9
MBNS	52,7%	51,2%	52,2%	51,6%	51,1%
Przepływy oper.	175	78	218	353	527
Amortyzacja	70	93	108	119	129
Kapitał obrotowy	-273	-588	-265	-367	-377
Przepływy inw.	-362	-212	-196	-194	-203
CAPEX	-382	-245	-196	-194	-203
Przepływy fin.	5	-11	-250	-121	-88
Dywidenda/buyback	86	101	58	77	77
FCF	-282	-164	15	7	150
FCF/EBITDA	-64%	-33%	3%	1%	14%
CFO/EBITDA	39%	16%	37%	42%	49%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Sprzedaż det/mkw.	683	701	710	721	733	729	726	722	738	773	0
SG&A/mkw.	274	276	277	280	286	289	289	286	292	306	0
Powierzchnia	575	664	745	825	903	986	1 073	1 167	1 193	1 218	0
Przychody	4 336	5 211	6 002	6 790	7 597	8 261	8 967	9 705	10 445	11 183	11 183
EBITDA	512	648	778	908	1 025	1 113	1 228	1 338	1 429	1 511	1 515
marża EBITDA	11,8%	12,4%	13,0%	13,4%	13,5%	13,5%	13,7%	13,8%	13,7%	13,5%	13,6%
EBIT	407	532	652	772	878	907	989	1 107	1 213	1 302	1 302
Podatek	77	101	124	147	167	172	188	210	230	247	0
CAPEX	193	191	200	219	236	850	304	105	118	214	214
Kapitał obrotowy	229	353	307	402	362	269	288	299	309	319	319
FCF	15	7	150	143	264	-174	452	728	776	735	757
PV FCF	14	6	119	104	177	-107	255	378	369	321	303
WACC	8,8%	8,8%	8,9%	9,0%	8,7%	8,7%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Wskaźniki

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Polska (sprzedaż/mkw.)	700	744	743	755	768
CEE (sprzedaż/mkw.)	514	529	523	531	534
WE (sprzedaż/mkw.)	409	470	492	558	609
eobuwie.pl (% sprzedaży)	9,0%	14,4%	19,7%	22,9%	27,9%
Środki pieniężne	142	512	284	322	558
Dług netto	656	406	502	488	301
Dług netto/EBITDA (x)	1,5	0,8	0,9	0,6	0,3

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	53,0	42,4	33,0	24,5	18,2	14,2
Maksimum	74,9	57,2	45,8	41,5	26,2	20,4
Mediana	72,5	52,4	40,8	32,3	23,6	17,9
waga	11%	11%	11%	11%	11%	11%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	3,0%
Zdyskontowana wartość FCF	7 143
Dług netto	521
Inne korekty	4 751
Wycena DCF na akcję (PLN)	276,56

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	276,60
DCF	50%	276,56
Cena wynikowa		276,58
Koszt kapitału 9M		6,6%
Cena docelowa za 9M		295,00

Dino kupuj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Spółka opublikowała bardzo dobre wyniki finansowe za 4Q'17, które były powyżej oczekiwań rynkowych i naszych oczekiwań. Sprawdzony model biznesowy sprawia, że Dino jest w stanie kontynuować dynamiczną poprawę sprzedaży porównywalnej (powyżej oczekiwań w 4Q'17), rentowności sprzedaży oraz marży EBITDA. Poprawie uległ również cykl konwersji gotówki (-5,4 dnia r/r do -52 dni na koniec 2017 roku), gdzie nadal widzimy wysoki potencjał (zakładamy poprawę o 1,5 dnia średniorocznie w latach 2018-21). Biorąc pod uwagę bardzo mocny trend w sprzedaży spółki podnosimy nasze oczekiwanie dynamiki sprzedaży/mkw. do 6,5% r/r w 2018 roku (vs. 5,9% r/r). Dalszy dynamiczny wzrost skali działalności powinien przełożyć się na (1) kontynuację poprawy warunków handlowych (wzrost rentowności sprzedaży oraz dalszą poprawę cyklu konwersji gotówki), (2) rozwodnienie kosztów SG&A, co łącznie powinno pozwolić Spółce na (3) poprawę marży EBITDA. Aktualizujemy nasze prognozy podwyższając oczekiwania dotyczące sprzedaży/mkw. oraz podnosimy szacunki dotyczące marży EBITDA (+0,2p.p. do 9,1% względem poprzednich szacunków). Biorąc pod uwagę powyższe oczekujemy 541,9 mln PLN EBITDA'18 (+35% r/r vs. skorygowana EBITDA) oraz średniorocznego wzrostu EBITDA w tempie 21,4% w latach 2017-2021 (najwyższe tempo wzrostu z grupy porównawczej). Uwzględniając nasze prognozy Spółka jest wyceniona na 27x P/E'18 oraz 0,59x EV/EBITDA Growth, który odzwierciedla wzrostowy profil Spółki. Biorąc powyższe pod uwagę, podtrzymujemy rekomendację kupuj dla akcji Dino.

Cena bieżąca

86,90 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

103,50 PLN

+19,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	103,50 PLN	2018-04-04

Podstawowe dane		DNP PW	vs. WIG
Ticker	DNP PW	Zmiana 1M	+10,3% +17,3%
ISIN	PLDINPL00011	Zmiana YTD	+10,3% +17,3%
Liczba akcji (mln)	98,0	Średni obrót 1M	14,6 mln PLN
MC (mln PLN)	8 519,7	Średni obrót 6M	22,5 mln PLN
EV (mln PLN)	9 063,7	EV/EBITDA 12M fwd	16,8 +8,2%
Free float	48,9%	EV/EBITDA 5Y avg	15,5 premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	3 370	4 516	5 944	7 576	9 268
EBITDA	281	389	542	698	855
marża EBITDA	8,3%	8,6%	9,1%	9,2%	9,2%
EBIT	216	303	429	557	685
Zysk netto	151	214	319	427	532
P/E	56,3	39,9	26,7	20,0	16,0
P/BV	12,5	9,4	7,0	5,2	3,9
EV/EBITDA	32,1	23,1	16,7	12,9	10,2
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz		2018P	2019P	2020P	
EBITDA		+5,1%	+8,2%	+8,7%	
Zysk netto		+7,6%	+10,6%	+10,3%	
Liczba sklepów		0,0%	0,0%	0,0%	
sprzedaż/mkw		+0,4%	+2,4%	+2,3%	
marża EBITDA		+0,4 p.p.	+0,5 p.p.	+0,5 p.p.	

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Liczba sklepów	628	775	953	1 153	1 338
Powierzchnia	238	295	364	442	515
Średnia powierzchnia skl.	380	381	382	383	385
MBNS	22,9%	23,0%	23,1%	23,2%	23,2%
Sklepów/centrum dystryb.	209	258	238	288	268
Przepływy oper.	324	497	614	775	925
Amortyzacja	65	86	113	141	171
Kapitał obrotowy	47	131	147	177	194
Przepływy inw.	-310	-402	-638	-652	-614
CAPEX	-312	-411	-638	-652	-614
Przepływy fin.	18	41	-35	-131	-128
Wpływy/spłaty pożyczek	92	31	0	-100	-100
FCF	-24	50	-30	117	305
FCF/EBITDA	-9%	13%	-6%	17%	36%
CFO/EBITDA	116%	128%	113%	111%	108%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Liczba sklepów	953	1 153	1 338	1 438	1 538	1 638	1 738	1 838	1 938	2 038	2 038
Sprzedaż/mkw.	1 502	1 565	1 614	1 639	1 663	1 662	1 661	1 660	1 660	1 659	1 659
narzut SG&A	15,9%	15,8%	15,9%	15,9%	15,9%	16,0%	16,0%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%
Przychody	5 944	7 576	9 268	10 523	11 480	12 285	13 095	13 911	14 731	15 557	15 557
EBITDA	542	698	855	970	1 053	1 106	1 173	1 227	1 291	1 355	1 355
marża EBITDA	9,1%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,0%	9,0%	8,8%	8,8%	8,7%	8,7%
EBIT	429	557	685	775	845	892	951	996	1 055	1 114	1 114
Podatek	82	106	130	147	161	169	181	189	200	212	0
CAPEX	-638	-652	-614	-429	-325	-330	-393	-331	-318	-318	-318
Kapitał obrotowy	147	177	194	162	139	86	86	87	88	88	88
FCF	-30	117	305	556	706	693	686	794	860	914	936
PV FCF	-30	106	256	430	504	457	417	446	446	437	448
WACC	8,1%	8,2%	8,2%	8,4%	8,4%	8,3%	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%

Wskaźniki

(dni)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Cykl konw. zapasów	38,8	38,7	38,1	37,5	36,8
Cykl konw. należności	3,6	3,1	3,1	3,1	3,1
Cykl konw. zobowiązań	80,7	85,2	86,2	87,2	88,2
Cykl konw. gotówki	-38,2	-43,5	-45,1	-46,7	-48,3
Narzut SG&A	16,5%	16,4%	15,9%	15,8%	15,9%
Dług netto (mln PLN)	496	485	544	452	169
Dług netto/EBITDA (x)	1,8	1,2	1,0	0,6	0,2

Analiza porównawcza

	PEG			P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	0,4	0,4	0,3	11,2	10,2	7,3	4,6	4,5	4,4
Maksimum	7,0	6,8	6,7	21,1	18,2	16,7	9,2	8,4	7,8
Mediana	0,9	0,8	0,7	17,0	12,8	12,0	6,6	6,0	5,5
waga	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdyskontowana wartość FCF	7 625
Dług netto	485
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	108,21

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	86,40
DCF	50%	108,21
Cena wynikowa		97,31
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		103,50

Eurocash kupuj (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Spółka opublikowała słabe wyniki za 4Q'17, które były istotnie poniżej oczekiwań rynkowych. Największe rozczarowanie stanowiły wyniki segmentu C&C, gdzie pogorszenie warunków w handlu alkoholami i produktami impulsowymi uległy pogorszeniu (spółka negocjuje warunki umów, co powinno przynieść normalizację rentowności w 2018 roku). W 2017 roku spółka zamknęła 10 hurtowni C&C (większość z planu restrukturyzacji segmentu). Spółka kontynuuje plan optymalizacji kosztowej zakładającej 150 mln oszczędności (70 mln PLN zrealizowane w 2017 roku). Uzyskane oszczędności w 2018 roku powinny przewyższyć presję kosztową z tytułu wzrostu wynagrodzeń w 2018 roku. Jednocześnie oczekujemy zmniejszenia straty generowanej przez segment Nowe Projekty (o około 10 mln PLN r/r) oraz brak zdarzeń jednorazowych (25 mln PLN kosztów w 2017 roku). Powyższe w połączeniu z organicznym wzrostem wyniku w segmencie hurtu zintegrowanego i w detalu (wzrost lfl), powinno pozwolić spółce na poprawę EBITDA'18 do 429 mln PLN (+18,1% r/r). Spółka opublikowała zaktualizowaną strategię dotyczącą rozwoju segmentu detalicznego, gdzie sieć ma się powiększyć o 900 placówek do 2500 sklepów na koniec 2023 roku. Szacowana przez spółkę sprzedaż segmentu ma wynieść 10 mld PLN w 2023 roku, a marża segmentu na poziomie przynajmniej 6%, co dawałoby EBITDA na poziomie 600 mln PLN w 2023 roku. Pozytywnie na zachowanie waloru w krótkim terminie mogą wpłynąć wyniki za 1Q'17, które powinny być wspierane przez efekt Świąt Wielkanocnych oraz sprzyjające otoczenie makroekonomiczne.

Cena bieżąca

24,41 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

30,70 PLN

+25,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	30,70 PLN	2018-04-06	
poprzednia	kupuj	31,10 PLN	2018-03-05	
Podstawowe dane		EUR PW	vs. WIG	
Ticker	EUR PW	Zmiana 1M	-7,8%	-0,7%
ISIN	PLEURCH00011	Zmiana YTD	-7,8%	-0,7%
Liczba akcji (mln)	139,2	Średni obrót 1M	9,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 397,0	Średni obrót 6M	21,1 mln PLN	
EV (mln PLN)	3 543,6	EV/EBITDA 12M fwd	8,5	-26,6%
Free float	53,0%	EV/EBITDA 5Y avg	11,6	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	21 206	23 271	25 772	26 954	27 544
EBITDA	440	246	429	472	517
marża EBITDA	2,1%	1,1%	1,7%	1,8%	1,9%
EBIT	274	63	247	284	328
Zysk netto	179	-33	133	172	236
P/E	18,9	-	25,6	19,8	14,4
P/BV	2,9	3,3	2,9	2,6	2,4
EV/EBITDA	8,6	15,6	8,3	7,1	6,1
DPS	1,05	0,80	-0,12	0,48	0,62
DYield	4,3%	3,3%	-0,5%	2,0%	2,5%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA			-1,2%	-1,4%	0,0%
Zysk netto			-4,1%	+0,3%	0,0%
Hurt niezależny (EBITDA)			0,0%	0,0%	0,0%
Hurt zintegrowany (EBITDA)			0,0%	0,0%	0,0%
Detal (EBITDA)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Hurt niezależny (S)	13 886	14 460	14 460	14 171	13 746
Hurt zintegrowany (S)	7 766	8 065	8 404	8 572	8 743
Detal (S)	976	2 273	2 500	3 240	3 467
Nowe projekty (S)	80,6	557,3	836,8	920,5	1058,6
Nowe projekty (EBITDA)	-41	-49	-37	-21	5
Przepływy oper.	325	494	500	482	491
Amortyzacja	166	183	182	188	189
Kapitał obrotowy	-99	247	119	63	40
Przepływy inw.	-270	-336	-164	-165	-167
CAPEX	-136	-162	-164	-165	-167
Przepływy fin.	22	-117	-421	-24	-112
Dywidenda/buyback	-146	-111	17	-66	-86
FCF	98	359	-199	290	306
FCF/EBITDA	22%	146%	-46%	62%	59%
CFO/EBITDA	74%	200%	117%	102%	95%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Hurt niezł. (EBITDA)	199	197	191	178	173	168	163	158	153	148	148
Hurt zint. (EBITDA)	303	317	324	334	344	354	364	375	387	398	398
Detal (EBITDA)	46	55	75	100	105	109	114	118	123	128	128
Przychody	25 772	26 954	27 544	28 129	28 778	29 472	30 215	31 012	31 480	32 404	32 404
EBITDA	429	472	517	541	549	557	566	575	585	595	595
marża EBITDA	1,66%	1,75%	1,88%	1,92%	1,91%	1,89%	1,87%	1,86%	1,86%	1,83%	1,83%
EBIT	230	266	310	333	341	348	356	364	373	402	402
Podatek	564	61	65	64	64	65	66	67	69	74	74
CAPEX	-164	-165	-167	-169	-171	-173	-174	-176	-193	-193	-193
Kapitał obrotowy	-117	-62	-39	-40	-43	-45	-48	-52	-39	-59	-59
FCF	-199	290	306	328	339	346	355	365	343	387	387
PV FCF	-188	253	247	245	234	221	209	199	173	180	
WACC	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	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%

Wskaźniki

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Cykl konwersji zapasów	21,1	23,4	23,2	23,2	23,2
Cykl konwersji należności	30,1	26,4	26,2	26,0	25,8
Cykl konwersji zobowiązań	66,9	70,0	69,3	69,3	69,3
Cykl konwersji gotówki	-15,8	-20,2	-19,9	-20,1	-20,3
Narzut SG&A	9%	10%	10%	10%	9%
Dług netto	324	370	83	-109	-321
Dług netto/EBITDA (x)	0,7	1,5	0,2	-0,2	-0,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	12,4	9,6	7,5	5,3	5,1	4,6
Maksimum	39,5	30,3	61,0	9,3	8,6	7,9
Mediana	19,9	14,3	11,6	6,6	6,0	5,9
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,5%
Zdyskontowana wartość FCF	4 494
Dług netto	370
Inne korekty	64
Wycena DCF na akcję (PLN)	29,18

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	28,20
DCF	50%	29,18
Cena wynikowa		28,99
Koszt kapitału 9M		6,0%
Cena docelowa za 9M		30,70

Jeronimo Martins akumuluj (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Poprawa sprzedaży porównywalnej w sieci Biedronka nie zmniejsza tempa, pomimo efektu bazy. W 4Q'17 sieć poprawiła lfl o 7,6% (vs. 11,9% w 4Q'16). Poprawa efektywności sprzedaży pozwoliła na nieznaczne poprawienie rentowności w sieci w 4Q'17 r/r, pomimo wysokiej presji kosztowej (rosnące wydatki na wynagrodzenia). Niski poziom inflacji, rosnące koszty wynagrodzeń (wprowadzony program podwyżek płac w Pingo Doce) oraz wysoka konkurencja powinny wywierać presję na wyniki biznesu portugalskiego w 4Q'17. Utrzymujące się koszty związane z rozwojem sieci Ara oraz Hebe (-85 mln EUR w 2017 roku) również stanowią obciążenie dla wyniku EBITDA Grupy, który został poprawiony o 7,7% r/r do 253 mln EUR w 4Q'17. W 2018 roku sieć Biedronka będzie się koncentrowała na dalszej poprawie lfl poprzez stałe powiększanie oferty produktowej. Jednocześnie sieć powinna korzystać z coraz wyższej dynamiki inflacji oraz poprawiającej się sytuacji konsumenta na rynku polskim. Pomimo bardzo dobrych wyników sieci Biedronka, rezultaty Grupy JMT są obciążane przez koszty związane z rosnącymi wynagrodzeniami w Polsce i Portugalii oraz rozwijaniem sieci Ara w Kolumbii (szacujemy nieznaczne zmniejszenie straty EBITDA związanej z nowymi biznesami do 78 mln EUR). Oczekujemy kontynuacji dynamicznego wzrostu sieci Ara w 2018 roku, co powinno w długim terminie zagwarantować wzrost wyników spółki. Spółka zaraportuje wyniki 26 kwietnia 2018, które naszym zdaniem powinny być dobre głównie za sprawą poprawy rezultatów r/r w sieci Biedronka.

Cena bieżąca

14,90 EUR

potencjał zmiany

Cena docelowa

16,40 EUR

+10,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	16,40 EUR	2018-04-06	
poprzednia	akumuluj	16,90 EUR	2018-03-05	
Podstawowe dane			JMT PL	vs. WIG
Ticker	JMT PL	Zmiana 1M	-8,0%	-1,0%
ISIN	PTJMT0AE0001	Zmiana YTD	-8,0%	-1,0%
Liczba akcji (mln)	629,3	Średni obrót 1M	12,3 mln EUR	
MC (mln EUR)	9 373,3	Średni obrót 6M	13,2 mln EUR	
EV (mln EUR)	9 289,0	EV/EBITDA 12M fwd	9,1	-9,3%
Free float	-	EV/EBITDA 5Y avg	10,0	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln EUR)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	14 622	16 276	17 972	19 282	20 297
EBITDA	862	920	1 050	1 136	1 203
marża EBITDA	5,9%	5,7%	5,8%	5,9%	5,9%
EBIT	536	577	674	718	749
Zysk netto	593	386	465	498	520
P/E	15,8	24,3	20,1	18,8	18,0
P/BV	5,4	5,3	4,6	4,1	3,6
EV/EBITDA	10,8	10,3	8,9	8,0	7,3
DPS	0,28	0,63	0,31	0,37	0,40
DYield	1,9%	4,2%	2,1%	2,5%	2,7%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA			-0,9%	-0,4%	+0,9%
Zysk netto			-6,1%	-8,9%	-9,2%
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

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
EBITDA Biedronka	704	805	893	945	973
EBITDA Pingo Doce	192	193	197	198	198
EBITDA Recheio	47	50	51	53	52
EBITDA Pozostałe	-79	-94	-92	-59	-20
CCC w dniach	-70	-67	-67	-67	-67
Przepływy oper.	843	896	1 071	1 099	1 116
Amortyzacja	326	343	376	418	454
Kapitał obrotowy	180	145	230	183	142
Przepływy inw.	-126	-660	-695	-710	-512
CAPEX	-433	-662	-695	-710	-512
Przepływy fin.	-504	-418	-243	-233	-249
Dywidenda/buyback	177	396	193	233	249
FCF	515	249	404	417	631
FCF/EBITDA	60%	27%	38%	37%	52%
CFO/EBITDA	98%	97%	102%	97%	93%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Biedronka (sklepy)	2 891	2 959	3 027	3 067	3 107	3 147	3 187	3 227	3 267	3 307	3 307
Pingo Doce (sklepy)	426	426	426	426	426	426	426	426	426	426	426
Ara (sklepy)	559	799	1 059	1 219	1 379	1 539	1 659	1 739	1 779	1 819	1 819
Przychody	17 972	19 282	20 297	21 199	21 902	22 535	23 115	23 608	24 014	24 390	24 390
EBITDA	1 050	1 136	1 203	1 272	1 357	1 389	1 415	1 442	1 465	1 485	1 485
marża EBITDA	5,8%	5,9%	5,9%	6,0%	6,2%	6,2%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
EBIT	674	718	749	803	879	902	923	950	969	976	976
Podatek	181	193	201	216	237	243	248	256	261	263	263
CAPEX	-695	-710	-512	-460	-456	-452	-416	-381	-496	-509	-509
Kapitał obrotowy	230	183	142	126	98	88	81	69	57	53	53
FCF	404	417	631	722	763	783	831	874	765	766	780
PV FCF	380	362	507	535	523	495	485	471	381	352	0
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

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
MBNS	21,3%	21,2%	21,5%	21,5%	21,5%
narzut SG&A	17,4%	17,6%	17,7%	17,7%	17,8%
Biedronka (s/mkw. r/r)	2,7%	9,3%	7,0%	2,7%	0,0%
Pingo Doce (s/mkw. r/r)	1,0%	0,8%	1,1%	0,4%	0,6%
Recheio (s/mkw. r/r)	5,0%	5,3%	2,1%	2,8%	-0,2%
Dług netto	-304	-159	-342	-499	-853
Dług netto/EBITDA (x)	-0,4	-0,2	-0,3	-0,4	-0,7

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	13,0	10,3	8,8	6,2	5,3	4,7
Maksimum	23,3	22,8	14,8	9,0	8,0	7,2
Mediana	16,8	13,8	12,3	7,5	6,7	6,2
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,8%
Zdyskontowana wartość FCF	9 951
Dług netto	-159
Inne korekty	258
Wycena DCF na akcję (PLN)	15,66

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	15,21
DCF	50%	15,66
cena wynikowa		15,43
koszt kapitału 9M		6,2%
cena docelowa za 9M		16,40

LPP akumuluj (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Spółka ma za sobą udany 2017, w którym istotnie została poprawiona sprzedaż porównywalna spółki. Jednocześnie LPP poprawiło marżę brutto na sprzedaży o 4,2p.p. r/r do 52,9% w 2017, co wynikało z mniejszych r/r wyprzedaży, dobrego przyjęcia nowych kolekcji oraz nowej polityki wyprzedaży. Z drugiej strony istotnie wzrosły koszty SG&A/mkw. r/r (+14,6% do 298 PLN w 4Q'17), ze względu na zwiększanie zatrudnienia w centrali, jednostkowe koszty marketingu oraz wyższe koszty logistyki związane z rozwojem e-commerce. Oczekujemy, że pozytywne zmiany wprowadzone w kolekcjach poszczególnych marek spółki powinny dalej wpływać na wyniki sprzedaży kolekcji wiosna-lato'17. Jednocześnie uwzględniając niski koszt zakupu kolekcji (USDPLN był na poziomie niższym o 15-19% r/r), spółka powinna poprawić rentowność sprzedaży w 1H'17. LPP opublikowało szacunkowe wyniki spółki za 1Q'17, w których pozytywnie oceniamy wzrost lfl o 8,2% (może wskazywać na dobry odbiór nowej kolekcji spółki) oraz spowolnienie dynamiki SG&A/mkw. (+3,9% r/r w 1Q'18, co jest znacznie niższym tempem niż w poprzednich kwartałach. Zmniejszeniu uległa rentowność sprzedaży (-0,6p.p. r/r w 1Q'18), na co wpływ miała wysoka działalność promocyjna spółki. Oczekujemy istotnego wzrostu wyników spółki r/r w 2Q'18 ze względu na kontynuację poprawy lfl oraz wzrost marży brutto na sprzedaży r/r (kolekcja została zakupiona po USDPLN niższym o około 15% r/r).

Cena bieżąca

8 900,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

9 500,00 PLN

+6,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	9 500,00 PLN	2018-04-06	
poprzednia	akumuluj	9 500,00 PLN	2018-03-05	
Podstawowe dane			LPP PW	vs. WIG
Ticker	LPP PW	Zmiana 1M	-0,1%	+7,0%
ISIN	PLPP0000011	Zmiana YTD	-0,1%	+7,0%
Liczba akcji (mln)	1,9	Średni obrót 1M		21,3 mln PLN
MC (mln PLN)	16 486,6	Średni obrót 6M		20,7 mln PLN
EV (mln PLN)	15 814,3	EV/EBITDA 12M fwd	14,6	-2,3%
Free float	62,0%	EV/EBITDA 5Y avg	15,0	dyskonto

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	6 019	7 029	8 328	9 752	11 074
EBITDA	494	872	1 120	1 282	1 432
marża EBITDA	8,2%	12,4%	13,4%	13,1%	12,9%
EBIT	226	578	793	925	1 045
Zysk netto	175	441	645	758	862
P/E	93,5	37,4	25,5	21,7	19,1
P/BV	7,7	6,7	5,6	4,7	4,0
EV/EBITDA	33,4	18,5	14,1	12,0	10,4
DPS	32,66	35,71	72,07	107,01	123,97
DYield	0,4%	0,4%	0,8%	1,2%	1,4%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA			-0,7%	-1,7%	-4,0%
Zysk netto			-5,3%	-6,6%	-10,0%
Sprzedaż det/mkw.			-0,4%	+1,1%	+0,7%
SG&A/mkw.			-0,1%	2,7%	3,2%
Powierzchnia			0,0%	0,5%	0,8%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Sprzedaż/mkw (Polska)	585	665	752	828	908
Sprzedaż/mkw (Rosja)	534	589	613	627	626
Sprzedaż/mkw (Czechy)	545	649	700	716	730
Sprzedaż/mkw (Niemcy)	485	520	546	556	555
MBNS	48,7%	52,9%	54,0%	53,9%	53,8%
Przepływy oper.	718	893	951	1 038	1 171
Amortyzacja	267	293	327	357	387
Kapitał obrotowy	256	101	-31	-77	-77
Przepływy inw.	-181	-384	-463	-399	-405
CAPEX	-272	-442	-463	-399	-405
Przepływy fin.	-394	-360	-139	-402	-222
Dywidenda/buyback	60	66	132	196	228
FCF	444	358	435	587	712
FCF/EBITDA	90%	41%	39%	46%	50%
CFO/EBITDA	145%	102%	85%	81%	82%

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Sprzedaż det/mkw.	661	706	733	756	772	780	777	775	772	831	831
SG&A/mkw.	295	316	329	337	342	347	346	346	347	375	375
Powierzchnia	1 097	1 205	1 312	1 417	1 532	1 650	1 779	1 921	2 077	1 935	1 935
Przychody	8 328	9 752	11 074	12 379	13 664	14 890	15 987	17 194	18 526	20 001	20 001
EBITDA	1 120	1 282	1 432	1 596	1 763	1 861	1 957	2 053	2 161	2 282	2 282
marża EBITDA	13,4%	13,1%	12,9%	12,9%	12,9%	12,5%	12,2%	11,9%	11,7%	11,4%	11,4%
EBIT	793	925	1 045	1 207	1 369	1 459	1 541	1 619	1 703	1 795	1 795
Podatek	152	176	199	229	260	277	293	308	324	341	341
CAPEX	-463	-399	-405	-407	-441	-454	-487	-525	-568	-617	-617
Kapitał obrotowy	70	120	117	107	105	100	90	99	109	121	121
FCF	435	587	712	853	957	1 030	1 087	1 121	1 159	1 202	1 232
PV FCF	435	541	605	668	690	685	666	633	604	577	
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%

Wskaźniki

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Powierzchnia (Polska)	497	516	537	564	587
Powierzchnia (Rosja)	170	201	227	263	298
Powierzchnia (Czechy)	43	43	45	49	53
Powierzchnia (Niemcy)	38	47	52	52	53
Środki pieniężne	366	515	863	1 100	1 646
Dług netto	144	-316	-672	-1 115	-1 654
Dług netto/EBITDA (x)	0,3	-0,4	-0,6	-0,9	-1,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	14,9	14,5	14,0	7,9	7,6	7,2
Maksimum	23,1	20,8	18,8	16,2	13,1	11,3
Mediana	22,5	18,6	15,6	13,0	12,1	11,0
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdyskontowana wartość FCF	16 502
Dług netto	-316
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	9 100

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	8 200
DCF	50%	9 100
Cena wynikowa		8 920
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		9 500

TXM kupuj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Pomimo rozwiązywania problemów związanych z logistyką, w 3Q'17 spółka była zmuszona do przeprowadzania wyprzedaży na większą skalę, co negatywnie przełożyło się na wyniki spółki. Akcje promocyjne niekorzystnie wpłynęły na marżę brutto na sprzedaży, która zmniejszyła się o 5,1p.p. r/r do 35,2% w 3Q'17. Wzrost wynagrodzeń oraz płatności za czynsze (przenoszenie sklepów do droższych lokalizacji) przełożyło się na wzrost kosztów SG&A. W 4Q'17 spółka kontynuowała wyprzedaże, co miało niski wpływ na dynamikę sprzedaży (-1,4% r/r), jednak powinno pozytywnie wpłynąć na strukturę zapasu spółki. W 4Q'17 zaszło wiele zmian organizacyjnych wprowadzonych przez nowy Zarząd, co może wpłynąć na krótkookresowe zwiększenie kosztów SG&A (koszty związane z odprawami). Naszym zdaniem działania Zarządu mające na celu odbudowę efektywności sprzedaży powinny się zmaterializować w 2018 roku, gdzie dodatkowo sprzyjać będzie efekt bazy. Oczekujemy, że istotna poprawa wyników powinna mieć miejsce w 2H'18, gdzie pozytywny wpływ na sprzedaż powinna mieć prowadzona modyfikacja oferty produktowej. Uważamy, że problem ze spadkiem efektywności sprzedaży w spółce jest przejściowy, a TXM ma nadal atrakcyjne perspektywy wzrostu w średnim terminie. 19 kwietnia 2018 spółka opublikuje wyniki za 2017 rok, które zgodnie z naszymi oczekiwaniami będą istotnie niższe r/r. Oczekujemy odwrócenia trendu w dynamice wyników w 1H'18.

Cena bieżąca

2,36 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

5,41 PLN

+129,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	5,41 PLN	2018-02-02

Podstawowe dane			TXM PW	vs. WIG
Ticker	TXM PW	Zmiana 1M	-1,7%	+5,4%
ISIN	PLTXM0000015	Zmiana YTD	-52,8%	-45,7%
Liczba akcji (mln)	33,4	Średni obrót 1M	0,06 mln PLN	
MC (mln PLN)	78,9	Średni obrót 6M	0,04 mln PLN	
EV (mln PLN)	108,0	EV/EBITDA 12M fwd	8,6	+37,9%
Free float	21,4%	EV/EBITDA 5Y avg	6,2	premia

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody	379	387	463	500	531
EBITDA	22,9	-16,8	15,8	28,3	34,8
marża EBITDA	6,0%	-4,3%	3,4%	5,7%	6,6%
EBIT	16,6	-22,8	8,6	21,0	27,1
Zysk netto	13,0	-19,5	6,0	16,0	21,0
P/E	6,1	-	13,2	4,9	3,8
P/BV	1,2	1,2	1,1	1,0	0,8
EV/EBITDA	4,6	-	6,8	3,6	2,7
DPS	0,21	0,00	0,06	0,17	0,22
DYield	8,9%	0,0%	2,7%	7,1%	9,3%
Zmiana prognoz			2018P	2019P	2020P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Sprzedaż/mkw.			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
SG&A/mkw.			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
Powierzchnia			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Polska (S)	310	340	326	379	403
Słowacja (S)	3	5	7	17	23
Rumunia (S)	1	17	45	69	79
Polska (s/mkw. r/r)	2,8%	-3,5%	-14,1%	15,3%	4,6%
Rumunia (s/mkw. r/r)	0,0%	5,2%	-23,7%	34,3%	-0,1%
Przepływy oper.	18	3	57	101	184
Amortyzacja	4	6	6	7	7
Kapitał obrotowy	-6	13	20	-13	-4
Przepływy inw.	-15	-33	-19	-13	-10
CAPEX	-14	-28	-19	-13	-10
Przepływy fin.	0	-6	27	-3	-7
Dywidenda/buyback	0	-7	0	-2	-6
FCF	4	6	-9	-9	12
FCF/EBITDA	17%	27%	55%	-58%	43%
CFO/EBITDA	71%	170%	-	24%	79%

Model DCF

(mln PLN)	17P	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	+
Sprzedaż/mkw.	310	354	365	371	374	373	373	367	362	360	359
SG&A/mkw.	131	141	137	136	135	135	134	134	133	132	131
Powierzchnia	410	427	444	461	478	495	512	529	546	563	580
Przychody	387	463	500	531	558	580	604	616	631	650	663
EBITDA	-17	16	28	35	38	40	43	42	42	44	45
marża EBITDA	-4,3%	3,4%	5,7%	6,6%	6,8%	7,0%	7,1%	6,9%	6,6%	6,8%	6,7%
EBIT	-23	9	21	27	30	32	34	33	33	35	35
Podatek	-6	-1	2	5	6	6	6	6	6	7	7
CAPEX	-19	-13	-10	-9	-14	-9	-9	-9	-9	-9	-9
Kapitał obrotowy	-20	13	4	4	3	4	3	2	2	3	3
FCF	-9	-9	12	16	15	22	25	25	24	25	26
PV FCF	-9	-8	10	12	10	14	14	13	12	11	
WACC	8,3%	8,1%	8,3%	8,7%	9,0%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Cykl konwersji zapasów	72	80	83	83	84
Cykl konwersji należności	5	22	4	4	4
Cykl konwersji zobowiązań	38	66	71	64	63
Cykl konwersji gotówki	39	36	17	24	25
MBNS	41,0%	42,0%	40,7%	41,5%	42,2%
Dług netto	21	26	17	29	24
Dług netto/EBITDA (x)	0,8	1,2	-1,0	1,8	0,8

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	17P	18P	19P	17P	18P	19P
Minimum	8,6	9,3	8,8	2,3	2,9	2,8
Maksimum	31,8	26,3	20,8	18,4	14,0	11,3
Mediana	16,1	16,1	14,1	9,1	7,7	7,1
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,2
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdykontowana wartość FCF	229
Dług netto	53
Inne korekty	20
Wycena DCF na akcję (PLN)	5,86

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	4,24
DCF	50%	5,86
cena wynikowa		5,05
koszt kapitału 9M		7,1%
cena docelowa za 9M		5,41

Inne PBKM trzymaj (podtrzymana)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

PBKM zaraportował wyniki za 4Q'17 zgodne z naszymi oczekiwaniami, ale 20% poniżej konsensusu rynkowego. Spółka odnotowała wyższe przychody ze sprzedaży, ale z drugiej strony widzimy spadek rentowności. Wyniki odbieramy neutralnie. Stąd nie mamy podstaw do zmiany naszych prognoz finansowych. Po wzroście notowań PBKM o kolejne 5,8% w ostatnim miesiącu (+28,8% w ciągu ostatnich 5 miesięcy), sądzimy że potencjał do dalszych wzrostów wyczerpał się i utrzymujemy neutralną rekomendację. Estymujemy, że w 2018 r. wzrost wyniku EBITDA będzie na poziomie >10%. Z drugiej strony PBKM wygeneruje FCFE rzędu 13 mln PLN, co implikuje FCFE Yield=3,8%. PBKM prowadzi obecnie rozmowy na temat przejścia z ok. 10 podmiotami na różnych rynkach i chce sfinalizować do końca 1H'18 transakcję. Zarząd zdementował pogłoski o planach emisji akcji na potrzeby zapłaty za przejścia. PBKM chce w pierwszej kolejności wykorzystać środki własne w przypadku mniejszego przejścia i rozważa emisję obligacji w przypadku zakupu większego podmiotu. PBKM podtrzymał także chęć wypłacania dywidendy w kolejnych latach (jej wysokość będzie uzależniona od wielkości przejścia). Po aktualizacji wyceny porównawczej, nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 76,83 PLN.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Liczba nowych próbek (tys.)	18,9	20,1	21,1	21,9	22,5
Przychód/nowa próbka	5,13	5,32	5,48	5,62	5,77
Liczba próbek ogółem (tys.)	127,7	146,8	166,7	187,3	0,0
Przychody	128,3	147,1	161,0	173,4	185,1
Koszt własny sprzedaży	50,2	56,2	60,9	65,6	69,7
ZBNS	78,1	90,9	100,1	107,8	115,4
marża	60,9%	61,8%	62,1%	62,2%	62,3%
Koszty sprzedaży	28,0	31,4	33,8	35,6	37,1
Koszty ogólnego zarządu	20,5	20,5	21,3	22,4	24,1
Poz. dział. operacyjna	0,4	2,2	0,4	0,0	0,0
EBIT	29,9	41,2	45,3	49,8	54,1
Amortyzacja	4,1	4,8	5,3	5,5	5,7
EBITDA	34,1	46,0	50,7	55,3	59,8
marża	26,6%	31,3%	31,5%	31,9%	32,3%
Zysk netto	22,1	30,6	33,9	37,4	40,6

Model DCF

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
EBIT gotówkowy	23,0	25,4	28,8	29,5	30,2	31,0	31,8	32,6	33,4	34,2	35,1
Opodatkowanie EBIT	3,9	4,5	5,3	5,4	5,5	5,7	5,8	5,9	6,1	6,2	6,4
NOPLAT	19,1	20,9	23,5	24,1	24,7	25,3	26,0	26,6	27,3	28,0	28,7
Amortyzacja	5,3	5,5	5,7	6,1	6,3	6,4	6,6	6,7	6,9	7,1	7,3
CAPEX	-8,0	-7,9	-8,2	-6,1	-6,3	-6,4	-6,6	-6,7	-6,9	-7,1	-7,3
Kapitał obrotowy	-3,2	-2,3	-2,5	-2,6	-2,6	-2,7	-2,8	-2,8	-2,9	-3,0	-3,1
FCF	13,3	16,2	18,5	21,5	22,1	22,6	23,2	23,8	24,4	25,0	25,6
PV FCF	12,5	14,1	14,8	15,9	15,0	14,2	13,4	12,6	11,9	11,3	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Koszt długu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	
Koszt kapitału włas.	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	

Model DDM

(mln PLN)	18P	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	+
Dywidendy	13,0	17,0	18,7	20,2	20,9	21,4	21,9	22,5	23,0	24,2	24,8
PV dywidend	12,2	14,7	14,9	14,9	14,2	13,4	12,6	11,9	11,3	182,2	
Koszt kapitału włas.	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%	

Cena bieżąca

77,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

76,83 PLN

-0,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	76,83 PLN	2018-04-06
poprzednia	trzymaj	76,00 PLN	2018-02-02
Podstawowe dane			
	BKM PW	Zmiana 1M	+10,0%
Ticker	PLPBKM000012	Zmiana YTD	+17,1%
Liczba akcji (mln)	5,0	Średni obrót 1M	0,5 mln PLN
MC (mln PLN)	382,8	Średni obrót 6M	0,4 mln PLN
EV (mln PLN)	379,3	EV/EBITDA 12M fwd	6,4
Free float	48,8%	EV/EBITDA 5Y avg	6,0

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	128,3	147,1	161,0	173,4	185,1
EBITDA	34,1	46,0	50,7	55,3	59,8
marża EBITDA	26,6%	31,3%	31,5%	31,9%	32,3%
EBIT	29,9	41,2	45,3	49,8	54,1
Zysk netto	22,1	30,6	33,9	37,4	40,6
P/E	17,3	12,5	11,3	10,2	9,4
P/BV	6,9	4,9	3,9	3,2	2,7
EV/EBITDA	11,3	8,2	7,5	6,9	6,4
DPS	1,41	1,56	2,62	3,41	3,76
DYield	1,8%	2,0%	3,4%	4,4%	4,9%
Zmiana prognoz					
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%

Bilans i CF

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
CF operacyjny	14,0	19,7	21,3	24,1	26,7
CFO/EBITDA	41%	43%	42%	44%	45%
Capex	-9,4	-6,5	-8,0	-7,9	-8,2
Aktywa ogółem	163,5	190,5	221,2	252,9	286,3
Kapitał własny	55,6	78,4	99,4	119,7	141,7
Dług netto	-0,3	-1,3	-4,5	-3,2	-2,4
Dług netto/EBITDA (x)	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0

Analiza porównawcza

	EV/ EBITDA			FCF/ EV		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P
Minimum	7,3	7,2	7,2	-5,6%	1,4%	2,0%
Maksimum	36,1	17,6	14,4	8,0%	9,1%	10,0%
Mediana	10,5	9,6	9,0	3,5%	4,5%	4,8%
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdyskontowana wartość FCF	328,1
Dług netto i inne korekty	-1,3
Wycena DCF na akcję (PLN)	66,26

Podsumowanie DDM

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost DIV po prognozie	2,5%
Wycena DDM na akcję (PLN)	62,96

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	33%	83,20
DDM	33%	62,96
DCF	33%	70,48
Cena wynikowa		72,23
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		76,83

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

PRZEWAGA (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 6-9 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.

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.

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. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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

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

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

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

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

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

Sporządzanie nowych rekomendacji zakończyło się 6 kwietnia 2018 o godzinie 8:34.
Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 6 kwietnia 2018 o godzinie 8:34.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, Ergis, ES-System, IMS, MLP Group, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, PBKM, Solar Company, Tarczyński, TXM, Vistal Gdynia, Zastal, ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Alior Bank, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, CCC, Cyfrowy Polsat, Enea, Energia, Ergis, ES-System, Eurocash, IMS, JSW, KGHM, Kruk, Lotos, LW Bogdanka, MLP Group, Neuca, Orange Polska, PGNiG, PKN Orlen, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawiplug, Robyg, Rubicon Partners NFI, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Tauron, TXM, Unibep, Uniwheels, Vistal Gdynia, YOLO, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BGŻ BNP Paribas, Boryszew, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, CCC, CD Projekt, Cognor, Cyfrowy Polsat, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energia, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, ES-System, Eurocash, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Groclin, Grupa Azoty, i2 Development, Impexmetal, IMS, INDATA, ING BSK, JSW, KGHM, Kopex, Kruk, LC Corp, Lotos, LW Bogdanka, Mennica Polska, MLP Group, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Oponeo.pl, Orange Polska, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pemug, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawiplug, Robyg, Rubicon Partners NFI, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Tauron, TXM, Unibep, Uniwheels, Vistal Gdynia, YOLO, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym/współoferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółki: GetBack, Cognor Holding.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pełnił rolę prowadzącego lub współprowadzącego Księgę Popytu na rzecz: Asseco SEE, Cognor Holding, Famur, GetBack, Grupa Azoty, LC Corp, Polski Bank Komórek Macierzystych, Robyg, Wirtualna Polska.

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 abonamentową z Orange Polska S.A.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

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

W związku z powyższym – w ocenie Domu Maklerskiego mBanku – Przegląd miesięczny nie jest rekomendacją w rozumieniu Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów.

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

Grupy porównawcze wykorzystywane w wycenie poszczególnych spółek

Agora	Axel Springer, Carmike Cinemas, Cinemark Holdings, Cineworld, Daily Mail&General, Gruppo Editoriale L'Espresso, IMAX Corp, JC Decaux, Lagardere, Regal Entertainment Group, Sanoma, Schibsted, Stroeer Media, Telegraaf Media Groep
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, Tieto
Atal, Dom Development	Archicom, Atal, Dom Development, i2 Development, JWC, LC Corp, Lokum Deweloper, Polnord, Ronson
Budimex, Erbud, Unibep	Budimex, Elektrobudowa, Elektrotim, Erbud, Herkules, Torpol, Trakcja, Ulma, Unibep, ZUE, Strabag, Porr, Hochtief, Bouygues, Salini, Astaldi, Mota Engil, Skanska, PEAB, NCC
Capital Park, GTC	BBi Development, Capital Park, Echo Investment, GTC, P.A. Nova, PHN, Alstria Office, Atrium European RE, CA Immobilien, Deutsche Euroshop, DIC Asset, Immofinanz, Klepierre, Unibail-Rodamco, S Immo
CCC	Adidas, Asos, Boohoo.com, Caleries, Crocs, Foot Locker, Geox, Nike, Steven Madden, Tod's, Voox 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, Huntsman, Soda Samayii, Solvay, Tata Chemicals, Tessenderlo Chemie, Tronox, Wacker Chemie
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, Swisscom, Talktalk Telecom, TDC, Tele2, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vimpelcom, Vodafone Group
Dino	Carrefour, Dixy Group, Emperia, Eurocash, Jeronimo Martins, Magnit, Metro, O'Key Group, Tesco, X5
Echo Investment	Archicom, Atal, Capital Park, Dom Development, GTC, JWC, LC Corp, Lokum Deweloper, P.A. Nova, PHN, Polnord, Ronson
Elektrobudowa	Budimex, Elektrobudowa, Elektrotim, Erbud, Herkules, Torpol, Trakcja, Ulma, Unibep, ZUE, Strabag, Porr, Hochtief, Bouygues, Salini, Astaldi, Mota Engil, Skanska, PEAB, NCC, Siemens, Alstom, ABB, Schneider Electric
Eurocash	Carrefour, Dixy Group, Emperia, Jeronimo Martins, Magnit, Metro, O'Key Group, Tesco, X5
Famur	Atlas Copco, Caterpillar, Duro Felguera, Komatsu, Sandvik, Shanghai Chuangli, Tian Di
Grupa Azoty	Acron, Agrium, CF Industries, Israel Chemicals, K+S, Mosaic, Phosagro, Potash, Yara
Jeronimo Martins	Carrefour, Emperia, Eurocash, Magnit, Tesco, X5
JSW	Alliance Resource Partners, Peabody Energy, Arch Coal, Semirara Mining and Power, Bukin Asam, Henan Shenhua, Yanzhou Coal Mining, Banpu Public, LW Bogdanka, Shaanxi Heima, China Coal, Shougang Fushan Resources, Cokal, Teck Resources
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
LC Corp	Archicom, Atal, Dom Development, Echo Investment, GTC, i2 Development, JWC, Lokum Deweloper, Polnord, Ronson
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, Iliad, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Megafon, Mobile Telesystems, O2 Czech, Orange, Orange Polska, Rostelecom, Swisscom, Talktalk Telecom, TDC, Tele2, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vimpelcom, Vodafone Group
Orange Polska	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Mobile Telesystems, Netia, O2 Czech, Orange, Rostelecom, Swisscom, TDC, 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, TDC, Telecom Italia, TalkTalk, Tele2, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vimpel, Vodafone Group
Polwax	Alexandria Mineral Oils, Calumet Specialty Products, Ciech, Fuchs Petrolub, H&R, Moresco, Sasol
Skarbiec Holding	Affiliated Managers, AllianceBernstein, Altus, Ashmore Group, Blackrock, Brewin Dolphin, Eaton Vance Mgmt, Franklin Resources, GAM Holding, Invesco, Investec, Jupiter AM, Legg Mason, Liontrust AM, Och-Ziff Capital Mgmt., Quercus, Schroders, T Rowe Price
Stelmet	AFG Arbonia, Canfor, Century Plyboards, Deceuninck, Duratex, Forte, Greenply Industries, Interfor, Inwido, Louisiana Pacific, Nobia, Paged, Pflaiderer, Rayonier, Uzin UTZ, Vanachai Group, Vilmorin, West Fraser
TXM	Brown Group, Bytom, Citi Trends, Duluth, Express, Giordano, Monnari, Premier Inv, The Buckle, Vistula
Wirtualna Polska	eBay, Facebook, Google, Mail.ru, Priceline Group, Yahoo!, Yandex

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku wydane w przeciągu ostatnich 12 miesięcy

Agora

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-04-06	2018-01-26	2017-11-23	2017-10-02	2017-07-25
cena docelowa (PLN)	18,40	18,90	18,00	18,80	18,80
kurs z dnia rekomendacji	14,50	13,15	15,20	17,10	15,28

Ailleron

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2018-03-28	2018-01-30	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	16,20	17,60	18,73

Alor Bank

rekomendacja	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-02-01	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	109,00	90,00
kurs z dnia rekomendacji	85,50	78,10

Alumetal

rekomendacja	równoważ	przeważaj
data wydania	2017-07-31	2017-04-28
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	46,99	64,00

Amica

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	130,00

AmRest

rekomendacja	redukuj	trzymaj	trzymaj	kupuj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02	2018-01-05	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	426,00	407,00	422,00	422,00
kurs z dnia rekomendacji	449,50	425,00	403,00	357,00

Aparator

rekomendacja	równoważ	równoważ	przeważaj
data wydania	2018-02-28	2017-07-31	2017-04-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	24,00	31,29	35,05

Archicom

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	15,75

Asseco BS

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2018-03-28	2018-01-30	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	28,00	28,90	26,29

Asseco Poland

rekomendacja	redukuj	redukuj	trzymaj	redukuj	trzymaj	redukuj	redukuj
data wydania	2018-03-27	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-08-30	2017-07-20	2017-04-27
cena docelowa (PLN)	41,20	44,00	44,80	44,80	44,00	44,80	48,79
kurs z dnia rekomendacji	45,20	45,62	44,47	47,00	44,54	47,23	54,70

Asseco SEE

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-03-28	2018-01-30	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	12,95	13,25	11,45

Atal

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02	2017-09-01	2017-06-02	2017-04-10
cena docelowa (PLN)	47,00	49,20	45,00	44,10	44,10
kurs z dnia rekomendacji	43,40	42,40	40,40	40,00	34,89

Atende

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-03-28	2018-01-30	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,25	4,85	4,46

BBI Development

rekomendacja	równoważ	równoważ
data wydania	2018-02-02	2017-06-02
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	0,70	0,73

Boryszew

rekomendacja	równoważ
data wydania	2017-11-30
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	9,85

Budimex

rekomendacja	akumuluj	kupuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02	2017-07-24	2017-05-08
cena docelowa (PLN)	234,00	246,00	267,00	238,40
kurs z dnia rekomendacji	215,00	197,80	229,50	275,65

Bytom

rekomendacja	przeważaj	równoważ	przeważaj
data wydania	2017-11-28	2017-09-13	2017-08-25
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	2,50	2,67	2,37

BZ WBK

rekomendacja	kupuj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-03-05	2018-02-01	2017-12-01	2017-11-03	2017-09-01	2017-05-08
cena docelowa (PLN)	430,00	430,00	377,87	377,87	400,10	332,34
kurs z dnia rekomendacji	357,80	420,00	370,00	358,50	369,60	351,25

Capital Park

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	8,35	8,42
kurs z dnia rekomendacji	5,95	5,95

CCC

rekomendacja	kupuj	kupuj	trzymaj	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	295,00	286,00	295,00	292,00	292,00	308,00	294,00
kurs z dnia rekomendacji	257,40	243,00	281,00	293,00	239,85	276,00	262,20

CD Projekt

rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	90,80	90,00	74,34	59,90
kurs z dnia rekomendacji	114,90	115,00	116,25	83,40

CEZ

rekomendacja	redukuj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27
cena docelowa (CZK)	449,51	506,40	532,50	548,60	512,33	512,33	468,78	453,01
kurs z dnia rekomendacji	519,50	495,00	530,00	490,70	481,30	441,30	416,00	399,00

Ciech

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-02
cena docelowa (PLN)	85,40	85,87	90,13	79,54	77,07	82,00
kurs z dnia rekomendacji	57,00	55,90	61,25	65,16	62,73	69,69

Comarch

rekomendacja	kupuj	trzymaj	trzymaj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-11-27	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-02
cena docelowa (PLN)	166,50	166,50	180,00	205,00	185,00	195,00	195,00	205,00
kurs z dnia rekomendacji	131,50	155,00	177,00	178,30	163,50	178,50	195,00	223,00

Cyfrowy Polsat

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	redukuj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-01-31	2017-11-03	2017-08-29
cena docelowa (PLN)	25,30	24,90	25,70	24,40	24,40
kurs z dnia rekomendacji	24,84	22,80	24,70	24,58	27,80

Dino

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-04-04	2018-02-02	2018-01-18
cena docelowa (PLN)	103,50	95,40	95,40
kurs z dnia rekomendacji	85,10	85,00	80,00

Dom Development

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-03-20	2018-02-02	2017-09-01	2017-06-02	2017-05-12
cena docelowa (PLN)	103,10	103,00	101,10	81,70	81,70
kurs z dnia rekomendacji	85,80	82,00	82,25	76,10	70,20

Echo

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02	2017-10-02	2017-09-01	2017-07-03
cena docelowa (PLN)	6,13	6,31	6,42	6,64	6,64
kurs z dnia rekomendacji	5,23	5,05	5,19	5,21	6,26

Elektrobudowa

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02	2017-09-01	2017-05-08	2017-04-05
cena docelowa (PLN)	116,00	113,00	134,00	146,00	146,00
kurs z dnia rekomendacji	96,40	81,20	109,50	120,55	139,90

Elektrotim

rekomendacja	przeważaj	niedowóżaj	równoważ
data wydania	2017-11-16	2017-10-24	2017-09-14
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	7,61	9,76	11,98

Elemental

rekomendacja	równoważ
data wydania	2017-08-31
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	2,55

Enea

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27
cena docelowa (PLN)	11,78	12,11	12,98	12,82	12,82	14,59	15,23	12,60
kurs z dnia rekomendacji	9,10	10,36	11,07	12,19	11,89	14,80	15,25	13,14

Energia

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-07-21	2017-06-27
cena docelowa (PLN)	14,91	14,71	15,20	14,97	14,81	14,49	13,50	13,20	10,71
kurs z dnia rekomendacji	9,96	10,11	12,21	12,60	12,09	13,40	13,64	11,65	10,87

Erbud

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2017-12-15	2017-11-03	2017-09-01	2017-06-02	2017-04-05
cena docelowa (PLN)	29,60	29,40	28,70	29,80	31,30	33,50	33,50
kurs z dnia rekomendacji	21,60	21,30	20,60	24,70	26,00	31,50	32,98

Ergis

rekomendacja	równoważ
data wydania	2018-01-29
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	4,77

Erste Bank

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2018-02-02	2017-09-01	2017-06-02
cena docelowa (EUR)	40,00	35,98	35,98
kurs z dnia rekomendacji	40,64	35,50	32,67

Eurocash

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	30,70	31,10	32,30	38,30	44,30	47,60
kurs z dnia rekomendacji	24,41	21,99	26,04	27,48	38,62	39,14

Famur

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-09-01	2017-07-20
cena docelowa (PLN)	7,06	7,28	7,29	7,24	6,84	6,95
kurs z dnia rekomendacji	6,04	6,10	6,20	6,18	5,81	5,84

Forte

rekomendacja	równoważ	równoważ	niedoważaj
data wydania	2018-02-02	2018-01-29	2017-08-31
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	43,00	49,10	74,02

GetBack

rekomendacja	kupuj
data wydania	2017-11-30
cena docelowa (PLN)	33,38
kurs z dnia rekomendacji	23,00

Getin Noble Bank

rekomendacja	trzymaj	sprzedaj	sprzedaj	trzymaj
data wydania	2018-03-05	2018-02-01	2017-11-03	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	1,50	1,50	1,27	1,27
kurs z dnia rekomendacji	1,45	1,83	1,61	1,28

Gino Rossi

rekomendacja	równoważ	przeważaj
data wydania	2017-11-28	2017-08-25
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,29	1,78

Grupa Azoty

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-08-02	2017-07-03	2017-06-23	2017-06-02
cena docelowa (PLN)	67,13	73,42	73,64	78,52	80,77	69,60	74,30	74,30	74,30	73,90
kurs z dnia rekomendacji	56,55	72,00	74,40	71,30	79,80	68,90	72,08	63,30	67,50	63,01

GTC

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-08-02
cena docelowa (PLN)	9,60	9,70	9,70	10,00	9,59
kurs z dnia rekomendacji	9,39	8,64	9,67	9,90	9,62

Handlowy

rekomendacja	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-04-06	2018-02-01	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	94,00	94,00	85,00
kurs z dnia rekomendacji	77,50	84,70	83,70

Herkules

rekomendacja	równoważ	równoważ	przeważaj
data wydania	2018-01-25	2017-10-24	2017-06-02
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,67	3,60	4,17

i2 Development

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2018-01-12
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	14,90

ING BSK

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	sprzedaj	redukuj
data wydania	2018-03-05	2018-02-01	2017-12-01	2017-04-05
cena docelowa (PLN)	212,00	212,00	152,39	152,39
kurs z dnia rekomendacji	198,00	220,00	203,00	171,00

Jeronimo Martins

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-09-01	2017-05-08
cena docelowa (EUR)	16,40	16,90	16,90	17,10	17,10	17,10	16,90
kurs z dnia rekomendacji	14,90	15,17	17,12	16,50	15,85	16,76	17,09

JSW

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-01-30
cena docelowa (PLN)	108,14	120,71	122,30
kurs z dnia rekomendacji	86,78	92,80	101,00

JWC

rekomendacja	niedoważaj	równoważ
data wydania	2018-03-29	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,16	4,41

Kernel

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-09-01	2017-06-02
cena docelowa (PLN)	53,46	53,47	57,20	58,70	71,74	73,90
kurs z dnia rekomendacji	48,80	50,90	47,51	48,25	60,70	68,33

Grupa Kety

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	357,21	379,66	391,41	390,72	414,09
kurs z dnia rekomendacji	346,00	352,50	385,00	408,00	402,10

KGHM

rekomendacja	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-04-04	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-08	2017-11-23	2017-10-02	2017-09-01	2017-08-02	2017-07-03	2017-04-05
cena docelowa (PLN)	115,43	122,81	128,62	114,71	103,08	103,08	124,12	130,96	132,22	132,22	132,22
kurs z dnia rekomendacji	88,00	102,50	111,50	113,10	100,00	114,25	117,40	126,10	121,00	110,65	120,10

Komercni Banka

rekomendacja	kupuj	akumuluj
data wydania	2017-12-01	2017-09-01
cena docelowa (CZK)	1111,00	1111,00
kurs z dnia rekomendacji	899,00	966,50

Kruk

rekomendacja	kupuj	kupuj	redukuj	sprzedaj
data wydania	2018-02-02	2017-10-02	2017-09-01	2017-05-08
cena docelowa (PLN)	300,94	340,17	308,06	219,64
kurs z dnia rekomendacji	222,20	293,45	340,95	293,85

Kruszwica

rekomendacja	równoważ
data wydania	2017-03-29
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	63,50

LC Corp

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02	2017-09-26
cena docelowa (PLN)	3,50	3,74	3,54
kurs z dnia rekomendacji	2,70	3,10	2,69

Lokum Deweloper

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-03-29	2018-01-25	2017-09-14
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	17,80	18,00	16,30

Lotos

rekomendacja	trzymaj	redukuj	redukuj	redukuj	sprzedaj	sprzedaj	redukuj	sprzedaj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-11-29	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	51,73	51,08	52,67	51,53	51,53	51,61	51,61	48,25
kurs z dnia rekomendacji	54,60	56,30	57,78	58,48	61,66	66,37	59,75	58,86

LPP

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	sprzedaj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-20	2017-04-05
cena docelowa (PLN)	9500,00	9500,00	9900,00	9900,00	8200,00	8400,00	8800,00	7400,00	5300,00
kurs z dnia rekomendacji	8 900,00	8 620,00	9 790,00	9 990,00	8 173,95	8 172,05	8 696,65	6 700,00	6 635,25

Mangata

rekomendacja	niedoważaj
data wydania	2018-03-29
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	95,60

Millennium

rekomendacja	redukuj	sprzedaj	sprzedaj	redukuj
data wydania	2018-04-06	2018-02-01	2017-05-08	2017-04-05
cena docelowa (PLN)	7,00	7,00	5,81	5,81
kurs z dnia rekomendacji	8,35	9,59	7,06	6,67

MOL

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-11-29	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (HUF)	2898,00	3027,00	3152,00	3104,00	3077,00	2865,00
kurs z dnia rekomendacji	2 864,00	2 718,00	3 080,00	3 121,00	3 000,00	2 977,50

Monnari

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	równoważ
data wydania	2017-11-28	2017-09-13	2017-08-25
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	8,21	8,93	7,89

Netia

rekomendacja	sprzedaj	redukuj	trzymaj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	4,30	4,60	4,00
kurs z dnia rekomendacji	5,27	5,30	3,90

Orange Polska

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-04-06	2017-12-12	2017-06-30
cena docelowa (PLN)	7,60	7,30	7,10
kurs z dnia rekomendacji	5,83	5,39	5,15

OTP Bank

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (HUF)	12090,00	10901,00	10901,00	10901,00	10901,00	10901,00
kurs z dnia rekomendacji	11 560,00	10 960,00	10 055,00	10 715,00	9 895,00	10 445,00



PA Nova

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2018-03-29	2018-02-28	2017-11-27
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	23,30	23,30	24,00

PBKM

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-04-05
cena docelowa (PLN)	76,83	76,00	71,00	71,00	66,30	63,90	70,00
kurs z dnia rekomendacji	77,00	73,00	69,60	63,00	63,00	54,50	60,50

Prime Car Management

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	33,00	35,30
kurs z dnia rekomendacji	23,60	28,80

Pekao

rekomendacja	kupuj	akumuluj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-02-01	2017-07-18	2017-07-03	2017-04-05
cena docelowa (PLN)	157,00	145,42	137,42	146,10
kurs z dnia rekomendacji	135,90	131,25	124,80	134,60

Pfleiderer Group

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2017-11-08
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	36,65

PGE

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-08-02	2017-06-27
cena docelowa (PLN)	12,89	12,61	13,30	13,20	13,61	14,98	14,46	14,46
kurs z dnia rekomendacji	9,81	10,28	11,87	11,93	13,30	14,27	13,29	12,29

PGNiG

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-10-02	2017-09-01	2017-08-02
cena docelowa (PLN)	7,96	7,51	7,65	7,73	7,73	7,73	7,57	7,25
kurs z dnia rekomendacji	5,71	5,98	6,58	6,03	6,63	6,79	6,83	6,75

PKN Orlen

rekomendacja	redukuj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-11-29	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	76,89	80,55	82,84	81,80	86,55	81,50
kurs z dnia rekomendacji	89,52	95,20	107,90	121,60	121,70	117,90

PKO BP

rekomendacja	trzymaj	redukuj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-01	2017-12-01
cena docelowa (PLN)	38,00	38,00	38,00	31,20
kurs z dnia rekomendacji	39,74	42,20	45,66	42,30

Play

rekomendacja	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-04-06	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	33,50	34,70
kurs z dnia rekomendacji	32,70	33,20

Polnord

rekomendacja	równoważ	równoważ	niedoważaj
data wydania	2018-02-02	2017-12-27	2017-05-16
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	10,50	8,70	10,00

Polwax

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	18,80	20,56	20,53
kurs z dnia rekomendacji	11,05	11,95	13,54

Pozbud

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2017-11-13
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	2,98

PZU

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-09-01	2017-07-18
cena docelowa (PLN)	50,58	50,58	51,83	51,83	51,83
kurs z dnia rekomendacji	41,55	44,17	45,00	48,50	44,19

Ronson

rekomendacja	równoważ	niedoważaj	niedoważaj
data wydania	2018-04-03	2018-03-29	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,32	1,32	1,45

Skarbiec Holding

rekomendacja	kupuj
data wydania	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	56,30
kurs z dnia rekomendacji	30,60

Stelmet

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-03-05	2018-02-02	2017-09-01	2017-07-17
cena docelowa (PLN)	27,72	28,37	28,94	30,50
kurs z dnia rekomendacji	17,15	19,20	22,20	22,51

Tarczyński

rekomendacja	równoważ	przeważaj	równoważ
data wydania	2018-01-29	2017-11-20	2017-05-31
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	13,05	11,00	11,20

Tauron

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-06-27	2017-04-05
cena docelowa (PLN)	2,73	2,98	3,38	3,23	3,64	3,89	3,67	3,03
kurs z dnia rekomendacji	2,38	2,69	3,08	3,10	3,75	3,92	3,65	3,35

Torpol

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	przeważaj
data wydania	2018-03-29	2018-02-02	2018-01-25	2017-11-27	2017-10-24	2017-09-14
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	7,50	7,98	8,16	8,55	10,93	12,05

Trakcja

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	niedoważaj	niedoważaj	równoważ
data wydania	2018-03-29	2018-02-02	2018-01-25	2017-11-27	2017-10-24	2017-09-14
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	6,75	7,24	7,56	7,69	10,30	12,80

TXM

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2017-12-01	2017-11-03	2017-09-01	2017-06-08
cena docelowa (PLN)	5,41	5,74	5,77	6,10	6,25
kurs z dnia rekomendacji	2,36	2,02	1,99	2,97	4,00

Ulma

rekomendacja	równoważ	równoważ
data wydania	2018-03-29	2017-11-27
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	66,50	73,90

Unibep

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02	2018-01-05	2017-11-03	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	10,10	10,80	10,80	14,00	15,40
kurs z dnia rekomendacji	7,50	8,60	9,76	9,90	12,20

Vistula

rekomendacja	równoważ	przeważaj	równoważ	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-02-02	2018-01-19	2017-12-13	2017-11-28	2017-08-25
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	5,16	4,34	4,36	3,88	3,26

Wasko

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-03-28	2018-01-30	2017-11-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	2,25	2,24	1,98

Wirtualna Polska

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02	2018-01-05	2017-11-03	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	56,40	56,10	53,00	53,00	53,00
kurs z dnia rekomendacji	52,20	51,80	48,20	43,00	47,89

ZUE

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	niedoważaj	niedoważaj	przeważaj
data wydania	2018-03-29	2018-02-02	2018-01-25	2017-11-27	2017-09-14	2017-04-12
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	6,12	6,18	6,44	6,89	9,20	12,35

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 Zybala
+48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 86
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

Biuro Aktywnej Sprzedaży

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

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