

wtorek, 6 lipca 2021 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: lipiec 2021

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

Rynki akcji będą kontynuowały trend wzrostowy, czemu sprzyja dalsza poprawa sytuacji makro i lepsze od oczekiwań wyniki spółek. Tego scenariusza nie burzy Delta, ani narastające ryzyko *taperingu* w USA.

Ze spółek

Finanse

Cały czas przeważamy sektor bankowy w oczekiwaniu na potwierdzenie dobrych wyników z początku roku w prognozach 2Q'21. Silne wolumeny kredytów hipotecznych i poprawiająca się sytuacja w kredytach gotówkowych powinny wspierać wynik odsetkowy, który trochę zawiódł w 1Q. Czwarta fala pandemii w skali, która mogłaby spowodować ponowne zamrożenie gospodarki jest ryzykiem dla naszego scenariusza.

Chemia

Rosnące ceny surowców (gaz, węgiel koksujący), to wyzwanie dla polskich spółek chemicznych. Z niepokojem spoglądamy na rosnące ceny CO₂ oraz zapowiedzi KE na zmniejszanie darmowej alokacji. Relatywnie lepiej niż Grupa Azoty pozycjonujemy Ciech.

Surowce

Wzrost zachorowań na wariant Delta COVID-19 studzi nastroje do spółek wydobywczych. Długoterminowe fundamenty dla KGHM pozostają bardzo silne, z kolei JSW sprzyjają wzrosty cen węgla koksowego i koksu.

Paliwa

Po ostatnich wzrostach PKN zalecamy odwracanie dysparytetu na parze PKN/PGN. Trendy w sektorze paliwowym nadal wspierają naszą pozytywną rekomendację dla Lotosu. W obecnym otoczeniu podwyższamy też nasze szacunki dla MOL-a i podnosimy rekomendację do kupuj.

Energetyka

Wysokie ceny paliw, energii i CO₂ to niezmiennie bardzo sprzyjające otoczenie dla CEZ. W temacie transformacji polskiej energetyki to w najbliższych miesiącach spodziewamy się słabszych komunikatów (dyskusja z KE ws. górnictwa, spory ze związkami, identyfikacja wyzwań w realizacji procesu).

Telekomunikacja, Media, IT

Atrakcyjne poziomy wycen oraz dobre momentum wynikowe powinny wspierać notowania ACP i CMR. W sektorze telco stawiamy na OPL. Strategia Grow stawia na wzrost wyników, dywidendę i ograniczony CAPEX na FTtx, co rynek powinien pozytywnie dyskutować. Pomimo niepewności związanej z rozwojem wariantu Delta, pozostawiamy nasze pozytywne podejście do WPL (słabsza turystyka powinna być nadrabiana przez mocną reklamę online).

Przemysł

Lokalnie rekordowe wskaźniki PMI dla przemysłu oraz osłabienie PLN do EUR korzystnie wpływają na otoczenie dla polskich spółek przemysłowych w perspektywie 2Q'21 i 3Q'21. Z większą ostrożnością natomiast spoglądamy natomiast na wzrosty kosztów energii i pracy w perspektywie 2022 roku. Najbardziej przekonani jesteśmy do AC, Astarta, Cognor, Kernel i Mo-BRUK. Unikilibyśmy Amica i PKP Cargo.

Kluczowe rekomendacje

Pozytywne: AC, Asseco Poland, Astarta, BNP Paribas Bank Polska, CEZ, Cognor, Comarch, JSW, KGHM, Kernel, Kruk, Lotos, Mo-BRUK, MOL, Moneta Money Bank, Orange Polska, Pekao, PGNiG, TIM

Negatywne: Allegro, Amica, PKN Orlen, PKP Cargo

Indeksy	Kurs bieżący	1M	YTD
WIG	67 350	+0,7%	+18%
ATX	3 488	-0,5%	+28%
BUX	47 424	-1,8%	+13%
PX	1 152	+0,1%	+16%

Indeksy sektorowe WIG		1M	YTD
WIG20	2 259	+0,5%	+14%
mWIG40	4 898	+0,5%	+26%
sWIG80	20 907	+1,0%	+32%
Banki	6 632	-3,8%	+39%
Budownictwo	4 195	-2,7%	+15%
Chemia	10 374	+3,9%	+35%
Energia	2 671	-10,8%	+31%
Gaming	24 194	+6,7%	-15%
Górnictwo	6 067	-4,7%	+8%
Informatyka	4 516	+8,6%	+17%
Media	7 875	+2,7%	+30%
Odzież	7 855	+15,1%	+52%
Paliwa	6 392	-2,4%	+29%
Spożywczy	4 337	-5,3%	+19%
Telekomunikacja	1 016	+1,3%	+4%

Top 5 / Worst 5		1M	YTD
CPD	13,50	+65,6%	+113%
Erbud	97,60	+50,6%	+254%
Rywu Therapeutics	66,00	+23,1%	+34%
LPP	12930,0	+21,9%	+61%
Netia	6,92	+21,0%	+37%
PGE	9,09	-14,8%	+40%
Rainbow Tours	27,25	-15,6%	+15%
Enter Air	35,20	-15,8%	-10%
AmRest	26,94	-18,4%	-3%
Photon Energy	7,95	-30,9%	-37%

Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
Agora	trzymaj ▼	10,60 PLN ▲
CEZ	kupuj ►	722,14 CZK ▼
Erste Group	akumuluj ▲	34,06 EUR ►
Grupa Kęty	trzymaj ►	599,16 PLN ▲
Kernel	kupuj ►	75,85 PLN ▲
Komercni Banka	akumuluj ▲	804,77 CZK ►
Kruk	akumuluj ►	288,46 PLN ▼
Lotos	akumuluj ►	60,75 PLN ▲
Mo-BRUK	kupuj ▲	379,61 PLN ▼
MOL	kupuj ▲	2816,00 HUF ▲
Netia	zawieszona -	-
PGNiG	akumuluj ▲	7,45 PLN ▲
PKN Orlen	redukuj ▼	70,59 PLN ▲
VRG	zawieszona -	-

Spis treści

1. Rynek akcji	3
2. Sektory	5
3. Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu	9
4. Zaskoczenia na wynikach spółek w poszczególnych kwartałach	10
5. Prognozy i rekomendacje Biura maklerskiego mBanku na tle konsensusu	13
6. Aktualne rekomendacje Biura maklerskiego mBanku	14
7. Statystyki rekomendacji	15
8. Kalendarium wydarzeń	16
9. Makroekonomia	17
10. Finanse	19
10.1. Alior Bank	19
10.2. BNP Paribas Polska	20
10.3. Handlowy	21
10.4. ING BSK	22
10.5. Millennium	23
10.6. Pekao	24
10.7. PKO BP	25
10.8. Santander Bank Polska	26
10.9. Komerčni Banka	27
10.10. Moneta Money Bank	28
10.11. Erste Group	29
10.12. RBI	30
10.13. OTP Bank	31
10.14. PZU	32
10.15. Kruk	33
10.16. GPW	34
11. Chemia	35
11.1. Ciech	35
11.2. Grupa Azoty	36
12. Surowce	37
12.1. JSW	37
12.2. KGHM	38
13. Paliwa	39
13.1. Lotos	39
13.2. MOL	40
13.3. PGNiG	41
13.4. PKN Orlen	42
14. Energetyka	43
14.1. CEZ	43
14.2. Enea	44
14.3. PGE	45
14.4. Polenergia	46
14.5. Tauron	47
15. Telekomunikacja	48
15.1. Cyfrowy Polsat	48
15.2. Orange Polska	49
16. Media	50
16.1. Agora	50
16.2. Wirtualna Polska	51
17. IT	52
17.1. Asseco Poland	52
17.2. Comarch	53
17.3. Sygnity	54
18. Przemysł	55
18.1. Cognor	56
18.2. Famur	57
18.3. Grupa Kęty	58
18.4. Kernel	59
18.5. Mo-BRUK	60
18.6. PKP Cargo	61
18.7. Stalprodukt	62
19. E-commerce	63
19.1. Allegro	63

Rynek akcji

W czerwcu polski rynek akcji wszedł w trend boczny, tym samym kończąc 1,5-miesięczny okres relatywnej siły w porównaniu do S&P500 (nadal lepiej niż MSCI EM). Spadek oczekiwań inflacyjnych, a w efekcie oczekiwań na podwyżki stóp procentowych (szczególnie w strefie euro) przyniósł korektę całego sektora bankowego zarówno w Europie, jak i w USA, co nie pozostało bez wpływu na WIG20. Nie bez znaczenia jest tu rozwój mutacji Delta koronawirusa, który w percepcji inwestorów osłabia tempo odbudowywania się rynku pracy (dodatkowo gołębie nastawienie ECB), a jednocześnie „podbija” notowania części spółek technologicznych. Takie otoczenie może utrzymywać się w kolejnych tygodniach. Naszym zdaniem, Delta ponownie przyspieszy proces wyszczepiania (prawdopodobne są rozwiązania systemowe) w efekcie czego jesienny wzrost zachorowań nie będzie skutkował znaczącym wzrostem hospitalizacji. To z kolei oznacza ograniczony zakres ograniczeń społecznych (zbyt wysokie koszty, mniejsze ryzyko przeciążenia systemu opieki zdrowotnej), a w efekcie niewielki wpływ na gospodarkę. Obawy o inflację powrócą (zaskoczenia w górę), przy jednocześnie szybkim wzroście gospodarczym wspierającym wyniki spółek. ISI Evercore zakłada, że tegoroczny wzrost realnego PKB w USA wyniesie +8,1%, a EPS dla spółek z S&P500 zwiększy się do 263 USD (167 USD na koniec 2020). Dyskusja o taperingu w USA już się rozpoczęła i przed każdym posiedzeniem FED będzie wywoływać nerwowość inwestorów (oczekiwane ograniczenie skupu aktywów na przełomie roku), ale trend wzrostowy na rynku akcji zostanie utrzymany.

W Polsce sytuacja makro również pozostaje bardzo dobra i sprzyja rynkowi akcji. PMI dla przemysłu wzrósł do najwyższego poziomu w historii odczytów (59,4 pkt), szybko rośnie konsumpcja. W czerwcu utrzymywała się niekorzystna relacja „nowe środki w funduszach dedykowane na rynek polski” / „podaż akcji na rynku pierwotnym”, co negatywnie wpływało na rynek wtórny. Kolejne tygodnie powinny przynieść poprawę.

Nadal istotnym czynnikiem ryzyka pozostaje konflikt USA-Chiny – szczególnie rywalizacja w Azji Południowo-Wschodniej. Zmiana retoryki m.in. Japonii co do statusu Tajwanu (niepodległy kraj) zaostrza stanowisko Chin, czemu wyraz dał Xi Jinping na ostatnim zjeździe Partii, a co skutkuje m.in. coraz większą skalą wojskowych prowokacji na wyspie.

Makro w USA nadal wspierające dla rynku akcji

Jak pisaliśmy w poprzednim raporcie miesięcznym, gospodarka amerykańska najprawdopodobniej apogeum dynamiki wzrostu ma już za sobą, co oznacza coraz niższe odczyty wskaźników wyprzedzających, ale nadal potwierdzających silny wzrost gospodarczy. Taki scenariusz potwierdza m.in. ostatni odczyt ISM w przemyśle (60,6 vs. 61,2 poprzednio). Firmy stopniowo „rozładowują” zaległości produkcyjne (-6,1 p.p. m/m), zmniejszają się niedobory podażowe i rośnie bieżąca produkcja. Nowe zamówienia chociaż nadal na bardzo wysokich poziomach (66 vs. 67 poprzednio) również maksimum odczytów mają za sobą. Jedynym subindeksem, który nadal nie może wzrosnąć powyżej 50 pkt. jest zatrudnienie (ważne w kontekście decyzji o polityce monetarnej). Dane z rynku pracy są niezłe (nowe miejsca pracy w czerwcu: +865 tys. z czego +188 tys. w sektorze rządowym), ale najczęściej poniżej konsensusu rynkowego (np. czerwcowe payrolle w sektorze prywatnym), a gospodarka nadal jest daleka od osiągnięcia stanu zatrudnienia sprzed pandemii (146 mln vs. 153 mln). Czynnikiem, który w długim okresie będzie wspierał koniunkturę w USA jest pakiet infrastrukturalny (579 mld

USD), który został wreszcie uzgodniony pomiędzy Republikanami a Demokratami.

Mimo spowalnia odczytów wskaźników wyprzedzających amerykańska gospodarka ma się bardzo dobrze, co będzie wspierać wyniki spółek, a w efekcie rynek akcji. ISI Evercore szacuje tegoroczny wzrost realnego PKB w USA na poziomie aż 8,1% (powyżej konsensusu 6,6%) przy jednoczesnym wzroście deflatora PCE na poziomie 4% (stopy procentowe bez zmian do 2023 roku). Jako jeden z czynników pozytywnego scenariusza na 2021 rok wskazywaliśmy odłożony popyt konsumpcyjny będący efektem oszczędności jakie gospodarstwa domowe zbudowały w okresie pandemii. W USA wzrosły one do rekordowego poziomu 2,3 bln USD. Wydatkowanie tych nadwyżek w ciągu 3 lat oznacza wzrost wydatków konsumpcyjnych o 5% rocznie. Analogiczny trend obserwowany jest w większości największych gospodarek (Japonia: wzrost oszczędności o 6% r/r do 9,6 bln USD). W takim otoczeniu makro EPS dla S&P500 wzrośnie na koniec br. do 236 USD (167 USD na koniec 2020 r.) i będzie podtrzymywał trend wzrostowy na rynku akcji – mimo utrzymujących się obaw o zacieśnianie polityki monetarnej.

Banki centralne z różnym nastawieniem

FED w przeciwieństwie do ECB i BoJ powoli zmienia retorykę na bardziej jastrzębią, podkreślając jednocześnie, że podwyżki stóp procentowych to temat na 2023 rok (konsensus zakłada obecnie dwie podwyżki). Z drugiej strony Powell, podkreśla, że dyskusja na temat zmniejszania skupu aktywów będzie towarzyszyła radzie na każdym kolejnym posiedzeniu, co dla rynków oznacza zawsze element niepewności i potencjalny powód lokalnych korekt indeksów. Jeśli dane z rynku pracy zaczną wreszcie wskazywać na istotną poprawę sytuacji (w tym rosnącą presję płacową, wielkość zatrudnienia nadal odbiega od poziomu sprzed pandemii), najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest rozpoczęcie taperingu na przełomie roku. Obecnie suma bilansowa FED przekroczyła 8 bln USD w porównaniu z nieco ponad 4 bln USD przed rokiem.

Z kolei ECB jasno deklaruje utrzymanie obecnego poziomu skupu aktywów w perspektywie kolejnych kwartałów, co przekładało się na dalsze umacnianie USD (a w konsekwencji m.in. słabsze zachowanie metali przemysłowych). ECB nie obawia się o trwały wzrost inflacji powyżej celu jak również oświadcza, że presja płacowa w strefie jest nadal niska. Suma bilansowa FED i ECB w ciągu minionego roku zwiększyła się o 8,3 bln USD do 17,4 bln USD.

Zbliża się Delta

Przed nami kolejna fala pandemii związana z mutacją Delta. Jeśli utrzyma się sezonowość analogiczna jak w poprzednich przypadkach, szybkiego wzrostu zachorowań w Polsce należy oczekiwać od września/października. Co wiemy na przykładzie Wielkiej Brytanii, gdzie dzienna liczba nowych przypadków wzrosła powyżej 25 tys.? Delta roznosi się szybciej, co po części może wynikać również z rozluźnienia zasad bezpieczeństwa nie tylko systemowych, ale przede wszystkim dotyczących poszczególnych jednostek. Jak na razie wzrost zachorowań nie prowadzi do istotnego wzrostu hospitalizacji i śmiertelności. Ciężkie przypadki dotyczą głównie osób niezaszczepionych (ponad połowa społeczeństwa Wielkiej Brytanii przyjęła podwójną dawkę szczepionki, kolejne 16% pierwszą).

Naszym zdaniem najbardziej prawdopodobny scenariusz to częściowe przywrócenie przez rząd ograniczeń na jesieni, ale dużo mniej restrykcyjne niż na wiosnę – z niewielkim wpływem na dynamikę PKB. Analogicznie jak w Wielkiej Brytanii będzie nam towarzyszyć wysoka liczba zachorowań

przy niskim odsetku hospitalizacji, tj. bez znaczącego obciążenia systemu opieki zdrowotnej. Zwiększy się presja na szczepienia. Nie można wykluczyć wprowadzenia przez rząd systemowych rozwiązań – po tym jak obserwowane obecnie tempo zaszczepień spada.

Napływy do TFI nadal głównie do funduszy globalnych

Wbrew naszym oczekiwaniom nie zmienia się trend i Polacy nadal wybierają fundusze dedykowane na rynki zagraniczne. W maju napływy netto do funduszy akcyjnych wyniosły 716 mln PLN, a do absolute return 102,5 mln PLN. Od początku roku, łącznie obie grupy pozyskały netto już 4 mld PLN, co jest wartością wyższą niż zakładaliśmy w strategii na 2021 rok dla całego roku. W kwietniu i maju udział środków dedykowanych na rynek polski to zaledwie 21% (328 mln PLN z 1,58 mld PLN), co powoduje, że przy nadal dużej podaży akcji na rynku pierwotnym (dodatkowo w br. „sezon” ofert IPO/SPO/ABB rozszerzył się na połowę lipca, zwykle kończył się w czerwcu) polskie fundusze nie są w stanie wspierać wycen akcji notowanych.

Z przekazu w mediach wynika, że w rządzie trwają prace nad ustawą o przekształceniu OFE i rozważane są m.in. koncepcje powiązania IKE z PPK (bez szczegółów na czym miałyby polegać). Sugeruje to, że zmiany w ustawie mogą dotyczyć nie tylko uwzględnienia nowych elementów w systemie podatkowym (podatek od emerytur, kontekst opłaty przekształceniowej), ale samej koncepcji systemowej. To oznacza, że nieprędko rynek zobaczy finalne rozwiązanie dotyczące przyszłości OFE.

Michał Marczak

tel. +48 22 438 24 01

michal.marczak@mbank.pl

Sektory

Finanse

- Powoli wchodzimy w sezon wakacyjny, jednakże dla sektora bankowego nie będzie to typowy sezon ogórkowy. Lipiec to okres prognoz kwartalnych za 2Q, który w tym roku jest o tyle ważny, że rynek będzie oczekiwał potwierdzenia dobrej kondycji sektora z 1Q'21. Przypominamy, że o ile wynik odsetkowy był zgodny lub lekko poniżej oczekiwań rynkowych, to wynik z prowizji i koszty ryzyka zaskakiwały pozytywnie – potwierdzenie obserwowanych trendów i poprawa wolumenów powinny potwierdzić, że podwyżki konsensusu są zasadne. Wstępnie spodziewamy się dobrego obrazu w 2Q, aczkolwiek dostrzegamy pewne ryzyka na horyzoncie. O ile sytuacja epidemiczna cały czas się poprawia, to cały czas poziom wyszczepienia społeczeństwa nie pozwala myśleć o odporności stadnej, w tym kontekście z niepokojem patrzymy na mutację Delta COVID-19. Minister Zdrowia zakomunikował, że czwarta fala COVID-19 może nadejść nawet w sierpniu 2021 roku, co stwarzałoby ryzyko ponownych utrudnień w gospodarce a co za tym idzie dla banków.
- Saga frankowa nie posuwa się do przodu, a na ewentualne rozstrzygnięcia ze strony Sądu Najwyższego trzeba będzie poczekać co najmniej do września. Martwi nas trochę wstrzemięźliwość banków w oferowaniu ugód na masową skalę. Początkowo PKO BP zapowiadało, że proces ugód rozpocznie się na przełomie maja i czerwca, potem pod koniec czerwca, mamy lipiec, a ugody nie wystartowały. Wydaje się, że pozostałe banki potencjalnie zainteresowane ugodami przyjęły postawę wyczekującą, a orzeczenie SN będzie nadawało kierunek ich działaniom. Oczekiwalibyśmy bardziej aktywnego zachowania patrząc na utrzymujący się negatywny dla banków trend w orzecznictwie sądów powszechnych i stały napływ nowych spraw. Poznaliśmy opinię RPO, RF, RPD ws. kredytów frankowych i zgodnie z oczekiwaniami były one negatywne dla sektora bankowego. Dla odmiany opinia KNFu w mniejszym stopniu skupiała się na aspektach prawnych, a w większym pokazywała mechanizmy i konsekwencje wyroku SN, skupiając się na kwestii stabilności systemu bankowego i roli banków w finansowaniu rozwoju. KNF wskazała również, że koszt kapitału jest naturalnym następstwem udzielenia kapitału, a kwestią do ustalenia pozostaje wysokość tego kosztu – opinia KNF zgodnie z oczekiwaniami była pozytywna dla banków. Cały czas czekamy na publikację opinii Prezesa NBP, aczkolwiek podkreślamy, że nie musi one zostać podane do wiadomości publicznej.
- W regionie wystartowaliśmy z cyklem podwyżek stóp procentowych. Zarówno w Czechach, jak i na Węgrzech bankierzy centralni zdecydowali o podniesieniu kosztu pieniądza i zgodnie z oczekiwaniami jest to pierwsza podwyżka w ramach cyklu. Podobna sytuacja ma miejsce w Rosji. W Polsce członkowie RPP są mocno podzieleni jeżeli chodzi o czas pierwszej podwyżki, ale na razie przewagę mają zwolennicy luźnej polityki monetarnej. Spodziewamy się, że pierwsza podwyżka nastąpi na początku 2022 roku i będzie oznaczała początek cyklu podwyżek do 1,50%, zaznaczamy jednak, że w okresie „zagrożenia” podwyżkami” wejdziemy w listopadzie 2021 roku. Oczywiście ewentualna czwarta fala COVID-19 i ponowne utrudnienia w niektórych sektorach gospodarki będą miały znaczenie jeżeli chodzi o skłonność RPP do podejmowania decyzji. Jeżeli chodzi o politykę monetarną ECB to mała podwyżka jest najwcześniej wyceniana na 2023 rok, zaznaczamy jednak, że jest to wycena obciążona dużą niepewnością i obecnie nie przywiązujemy do niej większej wagi. W kontekście ECB wskazujemy jeszcze na datę 23 lipca, kiedy to rada nadzorcza powinna podjąć decyzję w sprawie polityki dywidendowej dla banków strefy euro – zakładamy, że ograniczenie wypłat dywidendy będzie zniesione od 4Q'21

w przypadku najsilniejszych kapitałowo banków.

- **Kluczowe rekomendacje:** Bank Pekao (kupuj), BNP Paribas Bank Polska (kupuj), Kruk (akumuluj), Moneta Money Bank (kupuj)

Chemia

- Wzrost cen nawozów w Europie oraz sody kalcynowanej w Chinach sprzyjają krótkoterminowo Grupie Azoty i Ciech. Wyzwaniem dla nich pozostają wzrosty cen gazu ziemnego, węgla koksującego i certyfikatów CO₂. Reuters poinformował, że Komisja Europejska może się zdecydować na dalsze cięcia ilości darmowej alokacji certyfikatów CO₂, co byłoby wyzwaniem dla Grupy Azoty i Ciech (obie spółki dostają odpowiednio 1,5 mln ton i ponad 4 mln ton darmowych uprawnień rocznie).
- Nie zmieniamy naszej neutralnej rekomendacji dla Grupy Azoty (ryzyko braku dywidendy przez kilka kolejnych lat z uwagi na konieczne inwestycje) oraz Ciech (spółka pozytywnie zaskoczyła wynikami za 1Q'21 oraz zadeklarowaną dywidendą za 2020 rok 3 PLN/akcja).
- Utrzymujemy nasze pozycjonowanie krajowego sektora na niedoważaj, preferując zagraniczne spółki jak Covestro i Fuchs Petrolub. Ciekawie ze względu na ekspozycję na wodór wyglądają Air Liquide i Linde.

Surowce

- Po słabszym zachowaniu cen surowców w maju, w kolejnym miesiącu ceny znalazły się znów pod presją po ogłoszeniu przez FED ambitniejszej ścieżki podwyżek stóp w USA oraz informacjom jakoby Chiny miały uwolnić zapasy metali z rezerw strategicznych, aby przeciwdziałać wzrostowi cen. Przy wciąż gołębiemu podejściu ECB inwestorzy zaczęli obstawiać aprecjację dolara, co przełożyło się na spadki cen surowców. O ile pierwsze ogłoszone sprzedaże rezerw metali przez Chiny okazały się poniżej oczekiwań rynku (pozytywnie dla cen), to odczuwalny spadek aktywności w przemyśle w Chinach (relatywnie słaby odczyt PMI na lipiec) i rozprzestrzeniający się po świecie wariant Delta COVID-19 mogą wciąż ciężać spółkom surowcowym w lipcu.
- W długim terminie fundamenty dla miedzi pozostają optymistyczne. Z punktu widzenia podaży warto zwrócić uwagę na wygraną socjalisty Pedro Castilo na urząd prezydenta w Peru. Lewicowy kandydat planuje zwiększyć opodatkowanie dla sektora wydobywania, co przekładać się będzie na zniechęcenie do inwestycji w tym obszarze i wzrostu krzywej kosztu wydobywania na świecie. Równolegle w Chile nastroje zmiernają w kierunku zwiększenia obciążeń fiskalnych do kopalni (royalties 3% sprzedaży, a jeśli cena przekracza 4USD/lb to do budżetu idzie 75% nadwyżki ponad 4 USD/lb). W Ameryce Południowej dodatkowo po wyraźnych wzrostach cen metali pracownicy sektora wydobywczego żądają podwyżek płac. W Rosji z kolei planowane jest zwiększenie opodatkowania wydobywania miedzi i niklu. Nowe podatki na świecie zniechęcają spółki górnicze do nowych inwestycji mimo wysokich cen surowców.
- Obecnie problemem po stronie podaży jest brak znaczących na horyzoncie nowych projektów górniczych w zakresie wydobywania miedzi. Poza kilkoma zaplanowanymi projektami na lata 2022-23 (Kamoa Kongo – obecnie 80% gotowe, pierwsza produkcja zaplanowana na VII'21 z docelowym wydobywaniem 500 tys. ton rocznie za 2 lata; Oyu Tulgoi II w Mongolii, pierwsze wydobywanie w 2022 roku, produkcja od 2028 roku ma wynieść 480 tys. ton rocznie; Quebrada Blanca Phase 2 w Chile ukończona w 40% ma docelowo produkować ponad 300 tys. ton miedzi rocznie)

obecnie nie ma w fazie konstrukcji żadnych nowych projektów o zdolnościach produkcyjnych ponad 200 tys. ton miedzi rocznie.

- Najważniejszym źródłem zwiększającym zapotrzebowanie na miedź w najbliższych latach będzie wzrost floty samochodów elektrycznych. Większa świadomość w obszarze ochrony środowiska oraz coraz rygorystyczne normy emisji CO₂ powodować będą zwiększenie rejestracji samochodów elektrycznych (w Niemczech w końcówce 2020 roku ponad 30% rejestrowanych nowych aut było z napędem elektrycznym). O ile klasyczny samochód spaliny średnio zużywa 23 kg miedzi, to w hybrydzie udział rośnie do 40 kg, plug-in 60 kg, to w aucie elektrycznym (EV) do 83 kg. W przypadku autobusów o napędzie hybrydowym te zużywają 89 kg miedzi, a autobus elektryczny 224-369 kg miedzi. Przykładowo na koniec 2020 roku globalnie zarejestrowanych było 10 mln samochodów elektrycznych (EV), a według Wood Mackenzie do 2040 roku flota wzrośnie do 323 milionów z roczną sprzedażą na poziomie 45 mln sztuk. Koncerny samochodowe, w tym między innymi VW, zapowiadają, że do 2030 roku udział samochodów elektrycznych w sprzedaży (EV) wzrośnie do 50%. Dodatkowym czynnikiem stymulującym wzrost zapotrzebowania na miedź jest konieczność instalacji stacji ładowania pojazdów, a klasyczna ładowarka zużywa 0,7 kg miedzi, z czego szybkiego ładowania nawet 8 kg miedzi. Bloomberg szacuje, że do 2040 roku na świecie potrzebnych będzie 12 mln komercyjnych punktów ładowania (każdy średnio zużywa 10 kg miedzi), a dotychczas zainstalowano 1 mln. W przypadku nowoczesnego szybkiego transportu kolejowego – kolej dużych szybkości zużywa 2-4 tony miedzi na skład, przy 1-2 ton przy klasycznych składach. Perspektywną branżą, która również zgłasza zwiększone zapotrzebowanie na miedź są odnawialne źródła energii. Te zużywają 4-5x więcej miedzi w przeliczeniu na generowaną moc niż klasyczna „brudna energetyka”. Według Freeport McMoRan zapotrzebowanie na miedź ze strony pojazdów elektrycznych oraz odnawialnych źródeł energii wzrośnie w ciągu najbliższych 5-ciu lat ponad dwukrotnie (z 0,6 mln ton w 2020 roku do 1,6 mln ton w 2025 roku ~ ponad 6% światowej produkcji miedzi w 2021 roku).
- Ceny węgla koksującego w Australii wyraźnie odbijają podążając do poziomu 200 USD/t. Powodem jest duża aktywność kupujących z Europy, którzy z uwagi na wysokie ceny na Morzu Atlantycznym (ponad 220 USD/t) oraz problemy z dostawami koksu z Kolumbii, szukają alternatywnych tańszych kierunków. Naszym zdaniem arbitraż na rynku węgla koksowego będzie dalej postępował na czym korzystać będzie JSW, dla której Australia jest bezpośrednim benchmarkiem cenowym. Na starym kontynencie dynamicznie rosną ceny koksu. Te jeszcze w XI'20 wynosiły 220 USD/t, a w VI'21 wzrosły do 400 USD/t. Argus donosi również, że ostatnie transakcje na koks realizowane w regionie Morza Czarnego przekraczają 450 USD/t.
- Ceny stali walcowanej na gorąco w regionie zagłębia Rury w Niemczech wciąż utrzymują się powyżej 1 000 EUR/t. Odbiorcy stali wskazują jednak, że dostępność fizyczna stali w maju wyraźnie poprawiła się w Europie. To w zestawieniu z korektą cen rudy żelaza sprawia, że w czerwcu i okresie wakacyjnym raczej będziemy obserwować stabilizację cen stali lub ewentualną korektę. W późnej jesieni w Europie uruchamiane będą programy stymulacyjne związane z odbudową gospodarki po COVID-19, co w perspektywie 2022 roku powinno pozytywnie przekładać się na popyt i ceny. W połowie lipca Parlament Europejski może przedstawić mechanizmy działania ceł na import wyrobów stalowych do Europy od 2023 roku (Carbon TAX).
- **Kluczowe rekomendacje:** JSW (kupuj), KGHM (kupuj)

Paliwa

- Oczekiwania zacieśnienia bilansu na rynku ropy z/w na odbudowę popytu wywindowały ceny Brent >70 USD/bbl, co skłania nas do rewizji średniorocznego poziomu ceny surowca do 69 USD/Bbl (poprzednio 65 USD/Bbl). Niemniej jednak nadal uważamy, że w perspektywie końca roku pojawi się większa presja podażowa (kwoty OPEC plus zwiększenie eksportu z Iranu) i dlatego w kolejnych latach utrzymujemy założenie 60 USD/Bbl.
- Popyt na paliwa kontynuuje trend wzrostowy, aczkolwiek powrót do poziomów z 2019 roku jest nieco wolniejszy niż zakładaliśmy. Zapotrzebowanie na benzynę na kluczowym rynku amerykańskim utrzymuje się 5-6% poniżej referencyjnego poziomu sprzed pandemii, a zapasy paliwa rosły w ostatnich tygodniach wbrew sezonowym wzorcom (rafinerie zbyt agresywnie zwiększyły podaż). Na rynku europejskim zapasy diesla również odbiły od dolnego ograniczenia 5-letnich wahań. Ruch lotniczy się odbudowuje, ale wciąż w Europie jesteśmy 50% poniżej odczytów z 2019 roku (w maju było to jednak powyżej -60%), a globalnie liczba lotów komercyjnych jest niższa o 30% vs 2019 rok.
- W tym otoczeniu trudniej o wzrost marż rafineryjnych, choć odczyty YTD są nieco wyższe niż wcześniej zakładaliśmy z uwzględnieniem dyferencjału Ural/Brent i stąd korygujemy nasze średnioroczne założenia nieznacznie w górę. Oczekiwana normalizacja cen surowca i dalsza odbudowa konsumpcji/mobilności powinny pozwolić na realizację naszego scenariusza wzrostu benchmarku o 2 USD/Bbl w 2022 roku i kolejne 1,6 USD/Bbl w 2023 roku. Zgodnie z naszymi założeniami wraz z powrotem wyższej utylizacji mocy w rafineriach, systematycznie rośnie premia dla kompleksowych instalacji (spread diesel-HSFO).
- Jeśli chodzi o marże detaliczne na stacjach benzynowych to po nieco lepszym kwietniu maj przyniósł pogorszenie odczytów. W 2Q średnie rentowności na paliwach znów będą więc istotnie niższe r/r. Wysokie ceny hurtowe raczej nie będą sprzyjały odwróceniu tej tendencji w kolejnych miesiącach, szczególnie, że baza odniesienia jest bardzo wymagająca.
- W petrochemii pojawiają się pierwsze symptomy normalizacji, na razie przede wszystkim na monomerach, ale cracki polimerowe również odpadły już od majowych maksimów. Napięcia podażowe powoli są rozładowywane i zbliża się termin uruchomienia nowych instalacji, choć ceny frachtu kontenerowego nadal jeszcze utrzymują wysokie premie lądowe w Europie. Podtrzymujemy naszą opinię, że drugie półrocze będzie już mniej sprzyjające, jednak odczyty YTD skłoniły nas do rewizji w górę założeń średnich dla roku 2021.
- Ceny gazu wspięły się na nowe szczyty, co napędzają warunki pogodowe i bardzo niskie stany magazynowe w UE, zbliżone do poziomów z 2017-18 roku. W tym kontekście trudno oczekiwać sezonowych spadków notowań, co potwierdza aktualna krzywa terminowa. W poprzednim raporcie miesięcznym zaktualizowaliśmy naszą ścieżkę cenową 2021-23 średnio o 14% i teraz aplikujemy te założenia do modeli spółek paliwowych (wcześniej zrobiliśmy to w energetyce).
- Uwzględniając nowe scenariusze dla benchmarków paliwowych podwyższamy prognozy i wyceny dla wszystkich spółek z sektora (uwzględnia to także ekspansję mnożników w wycenie wskaźnikowej). Największy potencjał wzrostu dostrzegamy w przypadku MOL-a (najlepsza ekspozycja na aktualne trendy makro), podtrzymujemy również pozytywną rekomendację dla Lotosu. Oczekujemy odwrócenia dysparytetu na parze PGN/PKN (PGNiG akumuluj/Orlen redukuj).
- **Kluczowe rekomendacje:** Lotos (akumuluj), MOL (kupuj), PGNiG (akumuluj), PKN Orlen (redukuj)

Energetyka

- Początek czerwca przyniósł korektę na rynku energii, ale obecnie ceny wróciły już do tegorocznych maksimów i roczny kontrakt w Niemczech oscyluje wokół 67 EUR/MWh. Ceny CO₂ utrzymują się powyżej 50 EUR/t, gdyż rynek dyskонтuje założenia reformy systemu ETS, które mają być opublikowane przez komisję Europejską 14 lipca w ramach pakietu „Fit for 55”. Zwyżkom cen energii sprzyjały też rosnące ceny węgla i gazu, tak więc ostatni ruch na notowaniach wspiera marże czystych wytwórców, ale też tych o zintegrowanym łańcuchu wytwarzania.
- W Polsce ceny również reagują na wyższe koszty certyfikatów CO₂ i aktualnie kontrakt 1Y FWD zbliżył się do poziomu 350 PLN/MWh. Marże dla elektrowni węglowych odbudowały się i obecnie są ponad 10 PLN/MWh wyższe od minimów notowanych w kwietniu. Wysokie ceny sprzyjają przede wszystkim aktywom OZE funkcjonującym w oparciu o system zielonych certyfikatów. Warto w tym miejscu też zasygnalizować ryzyko dla segmentu obrotu związane z presją na marże na klientach końcowych w 2022 roku. Średni koszt pozyskania energii do portfela wzrasta r/r o ponad 100 PLN/MWh, co nie będzie proste do przeniesienia 1:1 na klienta, a dodatkowo znów mogą się pojawić populistyczne pomysły polityków mrożenia cen lub restrykcyjnej polityki URE.
- W temacie procesu transformacji sektora nie pojawiły się żadne nowe komunikaty, poza wątpliwościami zgłaszanymi przez prezesa URE w zakresie transparentności i modelu rynku po utworzeniu NABE. Naszym zdaniem przedstawiony przez MAP harmonogram całego procesu jest bardzo ambitny, a skala wyzwań regulacyjnych, finansowych, społecznych i organizacyjnych jest przez rynek niedoszacowana. Najbliższe miesiące mogą przynieść trochę turbulencji związanych z negocjacjami z KE ws. węgla czy tłącym się oporem organizacji związkowych. Nadal konsekwencje transformacji to szerokie pole do spekulacji. Nasze szacunki oparte na racjonalnej metodologii wyceny aktywów powiązanej z ich rentownością przedstawiliśmy w komentarzu specjalnym z 10 maja. W każdym z przedstawionych scenariuszy relatywnie największą wartość z transformacji ujawnia się w Enei. Oczywiście nie można jednak wykluczyć, że założenia finansowe procesu będą uznaniowe, szczególnie że mniejszościowi akcjonariusze nie mają wystarczającej siły na WZA, aby blokować ewentualne niekorzystne dla siebie decyzje rządu.
- **Kluczowe rekomendacje:** CEZ (kupuj)

Telekomunikacja, media, IT

- Pod koniec czerwca'21 Cyfrowy Polsat zaprosił akcjonariuszy posiadających pozostałe 86,3 mln akcji Netii (które reprezentowały 25,71% kapitału zakładowego i głosów na walnym zgromadzeniu) do ofert sprzedaży. W ramach ogłoszonego zaproszenia wstępnie złożono zapisy na 78,9 mln akcji, co oznacza, że Cyfrowy będzie kontrolować blisko 98% akcji spółki. Ze względu na istotnie ograniczony free float, kończymy pokrycie analityczne Netii.
- Sentyment do telekomunikacji powinny pobudzić niedawne transakcje infrastrukturalne. OPL utworzyło 50/50% joint venture z APG. CAPEX na FTTH będzie przesunięty do spółki celowej i realizowany przede wszystkim z zaciągniętego przez nią długu. Wpłyne to korzystnie na wysokość generowanego FCFE przez OPL. Spółka po latach inwestycji w FTTx, rozgranicza interesy inwestorów giełdowych i infrastrukturalnych, co powinno znacznie poprawić sentyment do spółki. Z kolei CPS zawarło umowę sprzedaży pakietu 99,99 proc. udziałów Polkomtel Infrastruktura za 7,1 mld PLN. Wysokość przepływów pieniężnych nie zmieni się znacznie w wyniku transakcji.

Spółka przejdzie jednak transformację do modelu „asset light”, co powinno wspierać sentyment do CPS.

- Dodatkowo, zwracamy uwagę na podwyżkę cen taryf mobilnych w Orange Polska (każda o 5 PLN, w trybie „more for more”). Spodziewamy się, że na taki ruch może odpowiedzieć Play, także podwyższając cennik.
- Rozwój wariantu Delta COVID-19 budzi ryzyko dla reklamy stacjonarnej i kin. W takich warunkach akcje WPL są naszym zdaniem lepszym wyborem niż walory AGO.
- **Kluczowe rekomendacje:** Asseco Poland (kupuj), Comarch (kupuj), Orange Polska (kupuj), Wirtualna Polska (kupuj)

Przemysł

- Lokalnie rekordowe wskaźniki PMI dla przemysłu oraz osłabienie PLN do EUR korzystnie wpływają na otoczenie dla polskich spółek przemysłowych w perspektywie 2Q'21 i 3Q'21.
Z większą ostrożnością spoglądamy natomiast na wzrosty kosztów energii i pracy w perspektywie 2022 roku. Widmo podwyżek stóp procentowych w Polsce może przekładać się na umocnienie waluty i pogorszenie warunków dla eksporterów.
- W 1Q'21 73% spółek przemysłowych zanotowało poprawę r/r wyników finansowych. Naszym zdaniem momentum wynikowe pozostanie bardzo dobre w 2Q'21, w szczególności w przypadku eksporterów (Alumetal, Grupa Kęty, Forte, Mangata) i spółek stalowych (Cognor, Stalprodukt). Liczymy również na kolejny dobry kwartał w Astarce i Mo-BRUK.
- W krótkim terminie szybkie rozprzestrzenianie się wariantu Delta COVID-19 może sprzyjać Amice i Forte (spółki skorzystały na inwestycjach domowych po ogłoszeniu lockdown), z kolei pod presją mogą się znaleźć spółki cykliczne jak poddostawcy Automotive (Alumetal, Boryszew, Mangata), czy producenci maszyn dla górnictwa (Famur).
- Krótkoterminowo warto zwrócić uwagę na poprawiające się wskaźniki nastrojów w meblarstwie w Niemczech oraz rosnące ceny płyty (co sprzyja Forte).
- Obecnie najbardziej przekonani jesteśmy do: AC (utrzymanie profilu dywidendowego, rozwój nowego segmentu – PV), Astarta (rekordowe wyniki w 2021 r. z uwagi na wysokie ceny cukru, zbóż, oleju sojowego i mleka, dywidenda i buyback – [patrz nasz komentarz](#)), Cognor (rekordowe spready na produkcji pręta żebrowanego po wzrostach cen stali; oczekiwane bliskie rekordów wyniki w 2021 roku – [patrz nasza rekomendacja](#)), Kernel (wyraźna poprawa wyników w 20/21 i 21/22, oczekiwany wzrost dywidend w przyszłości, przy okazji przeglądu miesięcznego podnosimy nasze całoroczne prognozy) i Mo-BRUK (warto powrócić do kupna akcji po lokalnej przecenie, liczymy na dobre wyniki 2Q'21 oraz 3Q'21, możliwe, że wkrótce naliczona kara Marszałka Województwa Dolnośląskiego zostanie zrewidowana w dół).
- Unikilibyśmy spółek Amica (niedoważaj) z uwagi na presję ze strony rosnących cen stali, kosztów frachtu morskiego, marketingu (więcej w naszym [komentarzu specjalnym](#) oraz [prognozie na 1Q'21](#)), a także PKP Cargo (w 2021 r. jedynie powolne odbudowywanie wolumenów, utrzymująca się ciągła presja kosztowa i inwestycyjna).
- Przy okazji bieżącego *Przeglądu miesięcznego* podwyższamy nasze prognozy dla Grupy Kęty po bardzo dobrych szacunkowych wynikach za 2Q'21. Ostatnie spadki cen akcji Mo-BRUK to okazja na zwiększenie alokacji na długi termin.
- **Kluczowe rekomendacje:** AC (przeważaj), Amica (niedoważaj), Astarta (przeważaj), Cognor (kupuj), Kernel (kupuj), Mo-BRUK (kupuj), PKP Cargo (sprzedaj)

E-commerce

- Od 1 lipca zostały wprowadzone zmiany w opodatkowaniu VAT, z dokładnie zlikwidowano w całej UE zwolnienie z VAT od importu tzw. małych przesyłek o wartości do 22 EUR. Podwyżki cen dotkną również droższych zakupów. Od 1 lipca przesyłki przekraczające 150 EUR będą nie tylko objęte VAT-em, lecz również obowiązkiem pokrycia dodatkowych należności celnych. Dla serwisów e-commerce, a zwłaszcza na tych gdzie obrót odbywa się w znacznej mierze towarami produkowanymi poza UE, oznacza to potencjalne ryzyko. Droższe towary mogą przełożyć się na niższy popyt i większe zainteresowaniu towarami z UE.
- GUS opublikował dane o polskim handlu za maj'21. Nominalna sprzedaż e-commerce wzrosła o ponad 19% r/r. Penetracja e-commerce wyniosła 9,1% (stabilny stan r/r). Dane za maj'21 mogą nieco rozczarować polskich inwestorów e-commerce. Wyraźnie widać powrót do galerii handlowych. Maj'21 był pierwszym miesiącem po trzeciej fali pandemii i dynamika wzrostu handlu elektronicznego i stacjonarnego była na tym samym poziomie. Dane za maj'21 powinny pokazać inwestorom, że e-commerce szybko się rozwija, ale prognozy po pandemii powinny być sporządzane rozsądnie.
- Z drugiej strony rozwój wariantu Delta COVID-19 oraz spowolnienie tempa szczepień niosą ryzyko kolejnych ograniczeń w handlu stacjonarnym od września'21. To czynnik, który będzie wspierać sentyment do spółek e-commerce i naszym zdaniem przyczyna wzrostu kursu Allegro w ostatnich dniach. Ten wzrost wykorzystalibyśmy do wyjścia z inwestycji w akcje ALE. Podtrzymujemy nasze niekonsensusowe, negatywne podejście do spółki.
- Kluczowe rekomendacje:** Allegro (sprzedaj)

Handel

- W czerwcu 2021 r. szacowane przychody ze sprzedaży TIM (jednostka) wyniosły 109,9 mln PLN, co oznacza wzrost r/r o 46%. W rozbiciu segmentowym sprzedaż online wzrosła r/r o 40% (do 75,3 mln PLN), a offline o 62% (do 34,6 mln PLN; w czerwcu 2020 sprzedaż offline wykazała ujemną 16% dynamikę). Wskaźniki średniej dziennej sprzedaży wyniosły 3,58 mln PLN dla online i 1,65 mln PLN dla offline. Czerwiec w 2021 r. miał tyle samo dni roboczych co w roku ubiegłym. Wynik czerwca jest powyżej naszych założeń i implikuje potencjał bardzo dobrych wyników całego kwartału. Dane jednostkowe wraz z naszą prognozą dla 3LP wskazują, że w 2Q'21 cała Grupa osiągnęła sprzedaż na poziomie ponad 325 mln PLN, co oznacza prawie 30% r/r wzrostu przychodów (a korygując o sprzedane Rotopino prawie 40% r/r). Tak wysokie kwartalne przychody w połączeniu z oczekiwaną przez nas dobrą rentownością wskazują na świetny wynik operacyjny (historycznie w 2Q Grupa wykazywała wyższą rentowność niż w 1Q). Dodatkowo, rok temu wynik netto został wsparty księgowym przeszacowaniem zadłużenia FX w wysokości +1,3 mln PLN, a adekwatną pozycję w 2Q'21 szacujemy na poziomie ok. +2,1 mln PLN. Naszym zdaniem wyniki 2Q'21 będą rekordowe w historii spółki. TIM od dłuższego czasu pozostaje jednym z naszych top picków. Wysokie dynamiki sprzedażowe potwierdzają pozytywne otoczenie dla spółki i sprawiają, że nasze całoroczne prognozy dla TIM oraz konsensus wymagają zdecydowanej aktualizacji.
- Kluczowe rekomendacje:** TIM (przeważają)

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

vs. konsensus	2018				2019				2020				21	+/-
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q		
in minus	8	11	13	22	11	13	15	20	21	9	7	12	8	170
brak zaskoczeń	32	18	23	20	28	26	26	15	13	15	24	18	11	269
in plus	16	28	22	18	22	23	23	29	30	40	36	30	38	355
suma	56	57	58	60	61	62	64	64	64	64	67	60	57	794
in minus (%)	14	19	22	37	18	21	23	31	33	14	10	20	14	21
in plus (%)	29	49	38	30	36	37	36	45	47	63	54	50	67	45

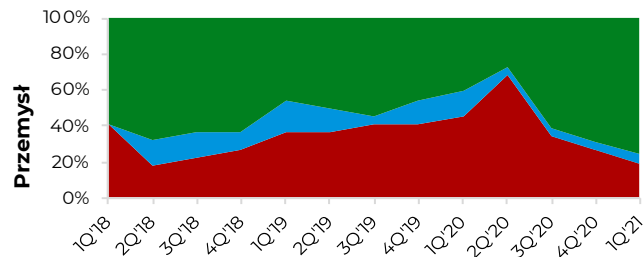
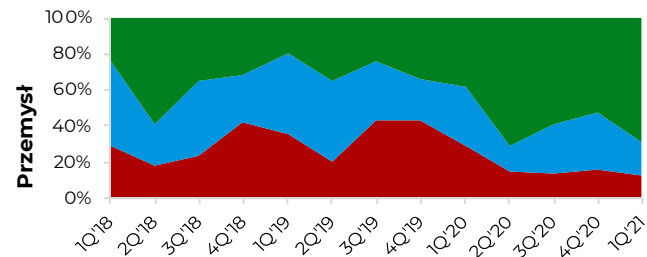
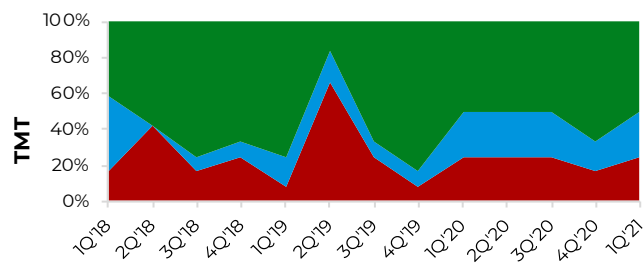
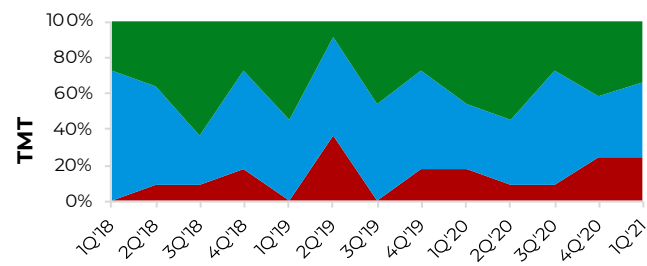
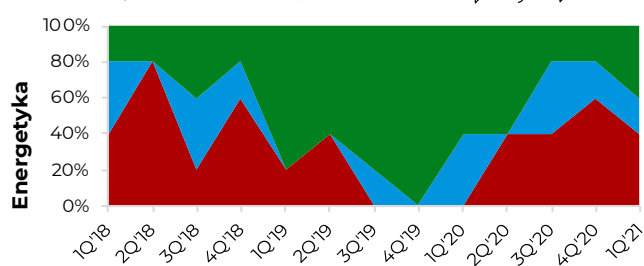
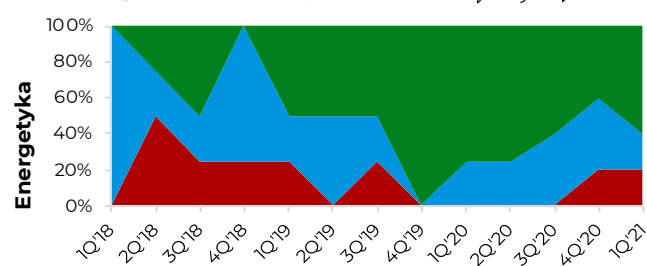
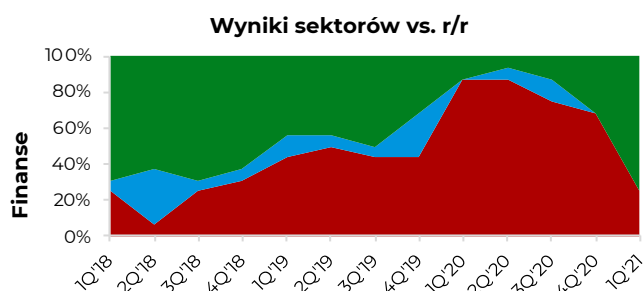
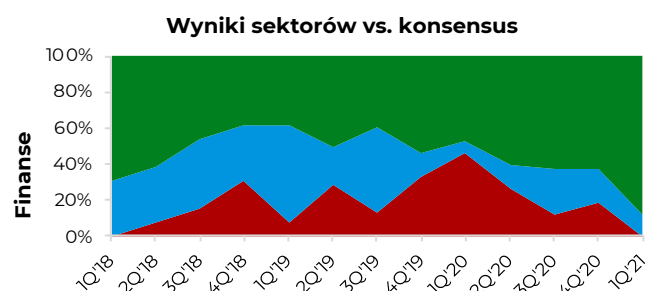
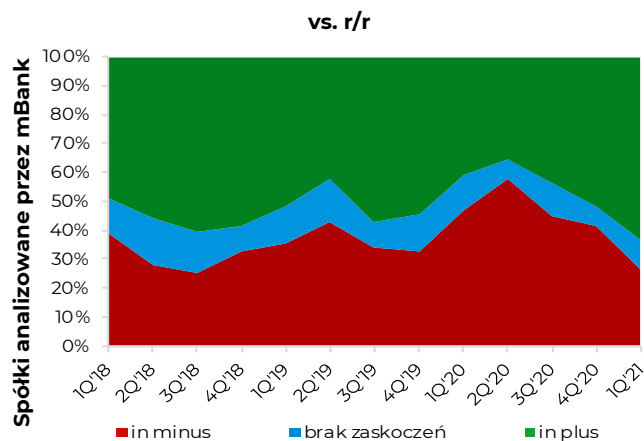
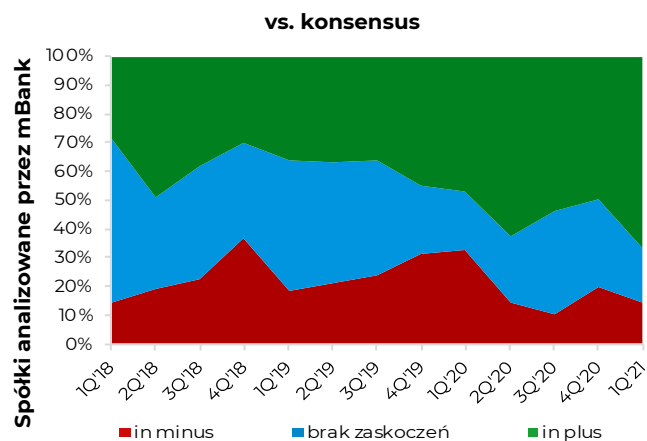
Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank

vs. r/r	2018				2019				2020				21	+/-
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q		
in minus	26	19	17	22	24	29	23	22	32	39	31	25	15	324
brak zaskoczeń	8	11	10	6	9	10	6	9	8	5	8	4	6	100
in plus	33	38	41	40	35	29	39	37	28	24	30	31	36	441
suma	67	68	68	68	68	68	68	68	68	68	69	60	57	865
in minus (%)	39	28	25	32	35	43	34	32	47	57	45	42	26	37
in plus (%)	49	56	60	59	51	43	57	54	41	35	43	52	63	51

Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu

Sektor		Rynek polski	Rynek amerykański	Rynek europejski
Finanse	SENTYMENT	POZYTYWNY	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	PEO, BNP BPL, KRU	JPM US, BAC US, WFC US, MS US, GS US	EBS, MONET
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:	Wyniki za 2Q'21	Perspektywa powrotu do wypłat dywidend i buybacków w	Podwyżki stóp w regionie
Chemia	SENTYMENT	NEGATYWNY	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	CIE	DOW US, APD US, ASH US, LYB US	LIN GY, TCOV GY, FPE3 GY, SDF GY
	Spółki na minus	ATT		YAR NO
	Kluczowe katalizatory:		Wzrosty cen surowców, CO ₂	
Surowce	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	JSW, KGH	ALB US, PLL US, LTHM US	OQ11 UK, AA US, ANTO US, MT US, BFS A GY, FCX US
	Spółki na minus		FCX US, A US	
	Kluczowe katalizatory:	Wzrost zachorowań na wariant Delta COVID-19 chłodzi sentyment do spółek wydobywczych		
Paliwa	SENTYMENT	POZYTYWNY	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	LTS, MOL, PGN	VLO US, PSX US, GTLS US, BKR US, LNG US, CHX US	TUPRAS, MOTOR OIL
	Spółki na minus	PKN		
	Kluczowe katalizatory:	Wysokie ceny gazu, odbicie marż rafineryjnych i normalizacja w petchem	Wysokie ceny ropy, mniejszy o oczekiwani wzrost wydobycia przez OPEC+	Odbicie marż rafineryjnych na powrocie pełnej mobilności w sezonie
Energetyka	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	CEZ	VST US, AES US, AWK US, EVRG US, AEP US	RWE GY, EOAN GY, EDP PL, EDPR PL, ORSTED DC
	Spółki na minus		HE US, ED US	
	Kluczowe katalizatory:	Wysokie ceny energii i CO ₂ , negatywny newsflow z procesu		Rosnące ceny CO ₂
Telekomy	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	
	Spółki na plus	OPL	TMUS US, CMCSA US	
	Spółki na minus		DLR US, COR US	
	Kluczowe katalizatory:	Joint venture z APG - budowa sieci FTTx (+)		
Media	SENTYMENT	NEUTRALNY	POZYTYWNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	WPL	DIS US, FB US, NFLX US, GOOGL US	EVD GY
	Spółki na minus			G24 GY
	Kluczowe katalizatory:	Rozwój wariantu Delta może być pozytywny dla reklamy cyfrowej	Rozwój wariantu Delta może skłonić do zostawania w domu	
IT	SENTYMENT	POZYTYWNY	POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus	ACP, CMR	NVDA US, AMAT US, MSFT US, LRCX US, CSCO US, KLA US,	ASML NA, IFX GY
	Spółki na minus			
	Kluczowe katalizatory:	Atrakcyjne wyceny i pozytywne momentum wynikowe	Dobry outlook na resztę roku	
Przemysł	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus	ACG, AST, COG, FTE, KER, MBR	CAT US, PDL US, CSX US, CMI US, LUV US	ENR GY, SGRE SM
	Spółki na minus	AMC, FMF, PKP		VWS DC
	Kluczowe katalizatory:	Wysokie PMI, sprzyjająca słaba PLN, wzrost cen surowców	Wysokie PMI, wzrost cen surowców	
Automotive	SENTYMENT	NEUTRALNY	NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus		GM US, F US, TSLA US, MGA US, APTV US, CRNC US	STLA IM, FR FP, DAI GY
	Spółki na minus	AML, BRS, MGT		BMW GY
	Kluczowe katalizatory:	Delta COVID-19 negatywny dla sprzedaży aut		
Konsument cykliczny	SENTYMENT		NEUTRALNY	NEUTRALNY
	Spółki na plus		TSCO US, GOOS US, LEVI US, NKE US, HD US, TPR US, AAP US, KMX US, AZO US, FL US, BBY US,	HFG GY, TUI1 GY, ADS GY, PUM GY, BOSS GY
	Spółki na minus			DHER GY
	Kluczowe katalizatory:		Rozwój wariantu Delta może osłabić sentyment do sprzedawców brick-and-mortar	
Konsument defensywny	SENTYMENT		POZYTYWNY	POZYTYWNY
	Spółki na plus		EL US, CL US, KO US	HEN3 GY
	Spółki na minus		PG US	
	Kluczowe katalizatory:			

Zaskoczenia na wynikach wszystkich spółek analizowanych przez mBank oraz wybranych sektorów



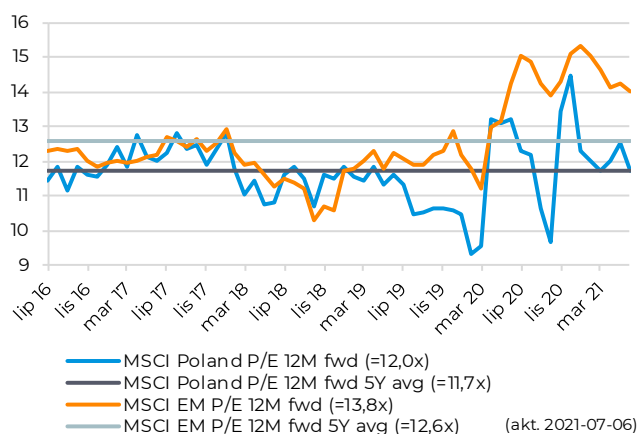
Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank

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

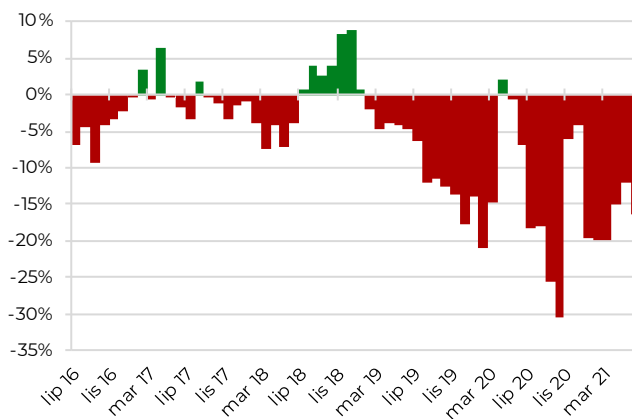
cze 20=0	WIG30		Finanse		Paliwa		Energetyka		Handel		TMT		Chemia		Surowce	
	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank
lip 20	-6%	+8%	-12%	+0%	-6%	+6%	-6%	+0%	-11%	-0%	+1%	+5%	-57%	+0%	+50%	+331%
sie 20	-3%	+8%	-12%	+0%	-3%	+7%	-5%	+0%	-11%	-0%	+1%	+5%	-57%	-53%	+88%	+311%
wrz 20	-4%	+7%	-12%	-1%	-6%	+7%	-5%	+0%	-19%	-0%	+0%	+5%	-57%	-53%	+95%	+262%
paź 20	-7%	+9%	-19%	-1%	-13%	+7%	+3%	+0%	-24%	+1%	-0%	+17%	-21%	-53%	+107%	+236%
lis 20	-5%	+20%	-18%	+8%	-15%	+18%	-26%	-27%	-17%	+22%	+32%	+38%	-21%	+5%	+128%	+567%
gru 20	-0%	+17%	-10%	+8%	-19%	+18%	-21%	-27%	-9%	+22%	+24%	+20%	-55%	+5%	+168%	+567%
sty 21	+1%	+18%	-9%	+8%	-20%	+18%	-26%	-27%	-6%	+22%	+22%	+20%	-59%	-6%	+194%	+567%
lut 21	+1%	+20%	-6%	+8%	-21%	+18%	-23%	-27%	-20%	+22%	+19%	+20%	-59%	-6%	+197%	+644%
mar 21	+2%	+30%	-4%	+11%	-17%	+11%	-25%	-33%	-31%	+91%	+9%	+4%	-59%	+133%	+234%	+10,9x
kwi 21	+4%	+5%	-8%	-22%	-2%	+11%	-20%	-33%	-22%	-	+7%	-15%	-9%	+164%	+193%	+10,9x
maj 21	+15%	+10%	+12%	-22%	+1%	+11%	-19%	-21%	-23%	-	+7%	-15%	+38%	+164%	+230%	+11,9x
cze 21	+23%	+25%	+20%	-21%	+2%	+85%	-13%	-21%	-29%	-	+26%	-15%	+19%	+164%	+258%	+11,9x

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

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

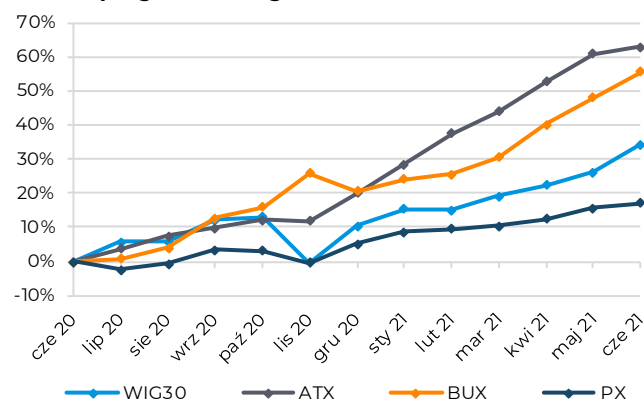


Źródło: Bloomberg, mBank



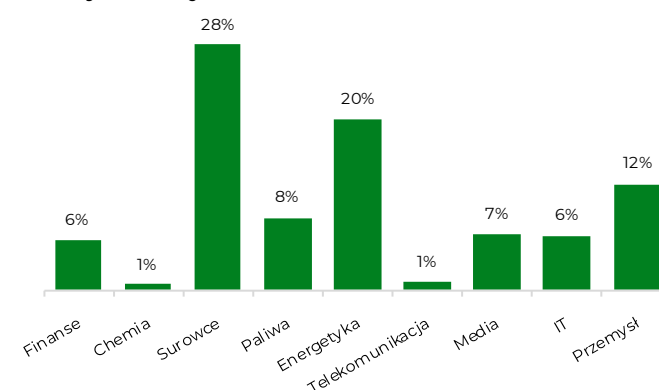
Źródło: Bloomberg, mBank

Zmiana prognozowanego EPS 12M fwd



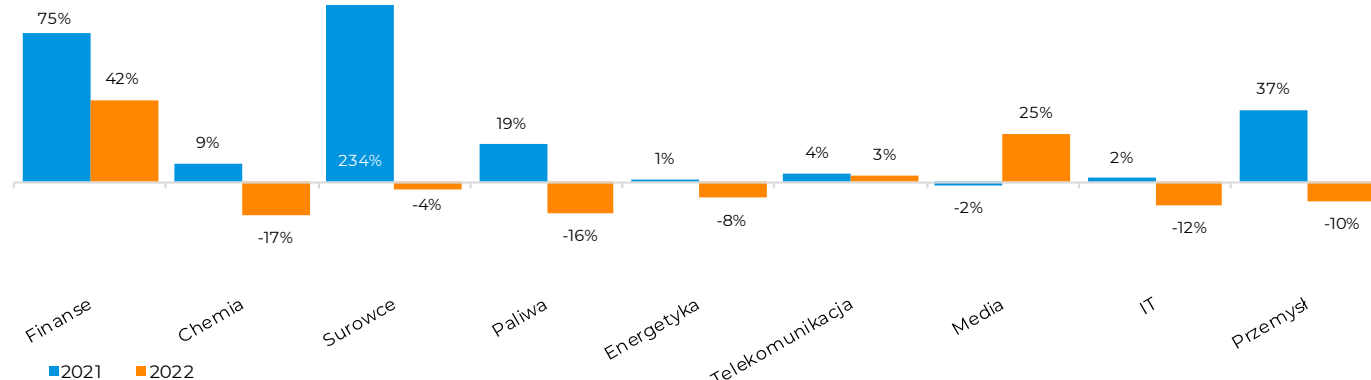
Źródło: Bloomberg, mBank

Potencjał zmiany cen dla sektorów



Źródło: mBank; na podstawie cen docelowych według mBanku

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



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

Odchylenie prognoz mBanku od konsensusu

Spółka	Rekomendacja mBank	TP mBank ¹	Rekomendacje ²			TP kons. ³	mBank/kons. TP	ZN mBank/kons.			EBITDA mBank/kons.			Liczba prognoz ⁴
			▲	▶	▼			2021	2022	2023	2021	2022	2023	
Finanse														
Alior Bank	akumuluj	30,00	5	8	2	28,39	+5,7%	-31%	-28%	-24%				8
BNP Paribas Polska	kupuj	90,00	6	3	0	75,60	+19,0%	-41%	+14%	+19%				3
Handlowy	akumuluj	49,50	3	6	3	41,68	+18,8%	+28%	+15%	+16%				4
ING BSK	akumuluj	190,00	9	3	1	190,68	-0,4%	-7%	-7%	-10%				4
Millennium	trzymaj	4,20	5	5	4	4,49	-6,5%	-	-25%	-32%				5
Pekao	kupuj	102,00	11	6	2	93,56	+9,0%	-19%	-3%	-5%				10
PKO BP	kupuj	40,66	12	4	2	40,56	+0,2%	-4%	-8%	-12%				7
Santander Bank Polska	kupuj	283,70	5	9	2	245,89	+15,4%	-	+13%	-2%				6
Komercni Banka	akumuluj	804,77	11	8	0	829,25	-3,0%	-4%	+10%	+14%				9
Moneta Money Bank	kupuj	95,50	8	2	0	95,53	-0,0%	+1%	-1%	+14%				4
Erste Group	akumuluj	34,06	14	7	1	35,10	-3,0%	+19%	+19%	+16%				14
RBI	akumuluj	21,00	13	5	3	21,40	-1,8%	-11%	-17%	-24%				13
OTP Bank	trzymaj	15 143	12	5	0	17 525	-13,6%	-5%	-6%	-				15
PZU	akumuluj	40,63	9	3	0	39,56	+2,7%	+5%	+3%	-1%				6
Kruk	akumuluj	288,46	3	1	4	232,35	+24,1%	+4%	+4%	+2%				2
GPW	trzymaj	44,48	2	4	1	50,20	-11,4%	+16%	+9%	+8%	+8%	+3%	+6%	3/2
Chemia														
Ciech	trzymaj	47,47	6	3	0	44,21	+7,4%	+17%	-0%	-0%	+5%	-3%	+0%	4/3
Grupa Azoty	trzymaj	34,74	2	3	3	34,85	-0,3%	-4%	-91%	-18%	-1%	-24%	+10%	2/2
Surowce														
JSW	kupuj	48,09	2	0	6	23,18	+107,4%	+306%	+117%	-	+28%	+16%	+142%	3/2
KGHM	kupuj	245,39	7	4	3	212,00	+15,8%	+15%	+9%	+38%	+6%	+3%	+21%	10/9
Paliwa														
Lotos	akumuluj	60,75	6	5	1	57,07	+6,5%	-11%	-47%	-20%	+1%	-22%	-13%	5/7
MOL	kupuj	2 816,0	5	9	0	2 558,5	+10,1%	-1%	-57%	-36%	+3%	-22%	-13%	9/8
PGNiG	akumuluj	7,45	5	5	0	6,97	+6,9%	+29%	+1%	-4%	+20%	+3%	+3%	6/5
PKN Orlen	redukuj	70,59	7	6	4	75,19	-6,1%	+4%	-71%	-57%	+10%	-26%	-20%	11/11
Energetyka														
CEZ	kupuj	722,14	7	6	1	631,82	+14,3%	-4%	+1%	+2%	-0%	-0%	+0%	7/6
Enea	zawieszona	-	6	2	0	10,88	-	+13%	+10%	+20%	+1%	+0%	+25%	4/3
PGE	zawieszona	-	5	5	0	10,14	-	+10%	-63%	-33%	+1%	-9%	+11%	6/5
Polenergia	trzymaj	78,59	1	3	0	74,47	+5,5%	+13%	-5%	+8%	+6%	-4%	+4%	2/2
Tauron	zawieszona	-	8	1	0	4,39	-	+12%	-17%	-20%	+6%	+3%	+0%	4/3
Telekomunikacja														
Cyfrowy Polsat	trzymaj	27,90	10	3	1	32,26	-13,5%	-38%	+3%	+5%	-38%	+12%	+11%	4/5
Orange Polska	kupuj	8,20	6	7	2	7,43	+10,4%	+28%	-3%	-14%	+22%	+13%	+13%	6/4
Media														
Wirtualna Polska	kupuj	126,00	10	0	0	97,99	+28,6%	+13%	+10%	-1%	+11%	-0%	-6%	3/2
IT														
Asseco BS	równoważ	-	1	3	0	41,10	-	-4%	-	-	-3%	-	-	2/2
Asseco Poland	kupuj	80,70	6	2	0	77,54	+4,1%	-2%	-3%	-2%	-4%	-4%	-7%	4/3
Asseco SEE	przeważaj	-	4	1	0	46,00	-	+3%	-	-	+2%	-	-	4/4
Comarch	kupuj	267,00	5	2	0	243,20	+9,8%	-15%	-11%	-8%	-7%	-5%	-4%	2/2
Przemysł														
Alumetal	równoważ	-	3	2	0	55,07	-	+8%	-0%	-	+5%	-0%	-	2/2
Astarta	przeważaj	-	1	3	0	49,00	-	+37%	+109%	-	+1%	+26%	-	2/1
Famur	trzymaj	2,50	1	4	0	2,64	-5,3%	-2%	-18%	-22%	-4%	-21%	-23%	3/2
Grupa Kęty	trzymaj	599,16	6	3	0	658,64	-9,0%	+6%	-12%	-7%	+5%	-4%	-6%	5/5
Kernel	kupuj	75,85	4	1	0	70,60	+7,4%	+12%	-3%	-	-9%	-8%	-	3/2
Stalprodukt	trzymaj	403,06	1	2	0	406,69	-0,9%	+6%	-14%	-10%	+6%	-3%	-1%	2/2
E-commerce														
Allegro	sprzedaj	54,00	8	6	2	77,82	-30,6%	-8%	-10%	-8%	-6%	-9%	-12%	9/8

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

Aktualne rekomendacje mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Potencjał zmiany	P/E 2021	P/E 2022	EV/EBITDA 2021	EV/EBITDA 2022
Finanse						+5,9%	12,2	11,1	-	-
Alior Bank	akumuluj	2021-05-07	28,80	30,00	33,82	-11,3%	17,7	13,0	-	-
BNP Paribas Polska	kupuj	2021-04-19	66,60	90,00	66,80	+34,7%	16,2	8,2	-	-
Handlowy	akumuluj	2021-04-19	43,25	49,50	47,65	+3,9%	8,5	14,0	-	-
ING BSK	akumuluj	2021-05-07	176,40	190,00	187,40	+1,4%	14,4	13,5	-	-
Millennium	trzymaj	2021-04-19	3,80	4,20	4,78	-12,1%	-	9,2	-	-
Pekao	kupuj	2021-04-19	76,24	102,00	94,48	+8,0%	17,2	11,8	-	-
PKO BP	kupuj	2021-04-23	32,91	40,66	38,20	+6,4%	10,9	10,9	-	-
Santander Bank Polska	kupuj	2021-04-19	211,80	283,70	256,30	+10,7%	-	11,9	-	-
Komercni Banka	akumuluj	2021-07-06	779,00	804,77 CZK	779,00	+3,3%	15,8	11,5	-	-
Moneta Money Bank	kupuj	2021-04-09	78,20	95,50 CZK	81,70	+16,9%	14,2	11,2	-	-
Erste Group	akumuluj	2021-07-06	31,57	34,06 EUR	31,79	+7,1%	10,3	8,7	-	-
RBI	akumuluj	2021-04-09	18,52	21,00 EUR	19,49	+7,7%	10,1	8,6	-	-
OTP Bank	trzymaj	2021-06-02	15 865	15 143 HUF	15 960	-5,1%	10,8	9,8	-	-
PZU	akumuluj	2021-06-02	37,29	40,63	37,30	+8,9%	10,1	10,1	-	-
Kruk	akumuluj	2021-07-06	267,00	288,46	267,00	+8,0%	11,4	11,0	-	-
GPW	trzymaj	2021-04-09	45,76	44,48	48,90	-9,0%	13,0	13,8	-	-
Chemia						+0,7%	10,6	12,0	6,4	8,1
Ciech	trzymaj	2021-06-02	46,70	47,47	50,30	-5,6%	11,3	12,0	6,0	5,8
Grupa Azoty	trzymaj	2021-05-07	37,68	34,74	33,00	+5,3%	9,8	-	6,8	10,3
Surowce						+28,5%	6,3	6,8	2,9	2,7
JSW	kupuj	2021-04-09	31,88	48,09	36,69	+31,1%	6,6	7,0	2,4	2,1
KGHM	kupuj	2021-06-02	208,80	245,39	191,45	+28,2%	6,1	6,6	3,4	3,3
Paliwa						+8,4%	8,5	16,5	4,3	4,8
Lotos	akumuluj	2021-07-06	54,40	60,75	54,40	+11,7%	12,0	16,7	4,9	5,0
MOL	kupuj	2021-07-06	2 378	2 816 HUF	2 378	+18,4%	7,4	16,3	3,6	4,6
PGNiG	akumuluj	2021-07-06	6,58	7,45	6,58	+13,3%	8,8	9,6	3,7	3,7
PKN Orlen	redukuj	2021-07-06	77,80	70,59	77,80	-9,3%	8,1	25,1	4,8	7,1
Energetyka						+19,8%	9,4	14,9	4,8	5,1
CEZ	kupuj	2021-07-06	598,00	722,14 CZK	598,00	+20,8%	17,7	14,9	7,7	7,4
Enea	zawieszona	2021-06-02	8,76	-	8,49	-	3,4	4,2	3,2	2,9
PGE	zawieszona	2021-06-02	9,94	-	9,09	-	9,4	41,0	3,3	3,4
Polenergia	trzymaj	2021-06-02	70,20	78,59	76,80	+2,3%	29,1	30,1	15,0	14,7
Tauron	zawieszona	2021-06-02	3,40	-	3,38	-	4,4	6,2	4,8	5,1
Telekomunikacja						+1,0%	22,1	16,4	6,0	5,9
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2020-12-08	27,84	27,90	30,60	-8,8%	13,1	12,6	7,3	7,2
Netia	zawieszona	2021-07-06	6,92	-	6,92	-	-	-	-	-
Orange Polska	kupuj	2020-12-08	6,52	8,20	6,99	+17,4%	31,0	20,1	4,7	4,6
Media						+6,5%	25,1	21,0	13,3	9,8
Agora	trzymaj	2021-07-06	10,40	10,60	10,40	+1,9%	-	-	13,8	8,7
Wirtualna Polska	kupuj	2021-05-06	99,20	126,00	117,60	+7,1%	25,1	21,0	12,8	11,0
IT						+6,4%	16,2	15,1	7,2	5,0
Ailleron	równoważ	2020-05-05	6,26	-	12,95	-	20,1	-	7,2	-
Asseco BS	równoważ	2020-09-02	36,00	-	35,00	-	15,2	-	9,9	-
Asseco Poland	kupuj	2020-09-02	70,20	80,70	76,90	+4,9%	16,1	15,1	4,9	4,7
Asseco SEE	przeważają	2020-08-07	43,70	-	41,00	-	16,2	-	8,2	-
Atende	przeważają	2020-11-27	3,44	-	4,99	-	16,9	-	8,0	-
Comarch	kupuj	2021-03-30	219,00	267,00	242,00	+10,3%	17,8	17,3	7,0	6,7
Sygnity	trzymaj	2021-03-18	11,10	11,60	10,40	+11,5%	5,1	9,0	4,3	5,0
Gaming						-	-	-	-	-
11 bit studios	zawieszona	2021-05-07	501,00	-	495,00	-	-	-	-	-
CD Projekt	zawieszona	2021-05-07	156,52	-	191,90	-	-	-	-	-
PlayWay	zawieszona	2021-05-07	430,20	-	460,20	-	-	-	-	-
Ten Square Games	zawieszona	2021-05-07	420,00	-	495,00	-	-	-	-	-
Przemysł						+12,7%	10,2	11,8	5,8	6,9
AC	przeważają	2021-04-29	37,00	-	37,00	-	14,3	12,0	9,3	8,1
Alumetal	równoważ	2021-05-31	68,00	-	62,00	-	7,5	11,4	5,8	8,3
Amica	niedoważają	2021-04-09	153,20	-	167,80	-	12,3	12,1	6,9	6,9
Apator	równoważ	2021-04-29	23,90	-	24,20	-	9,2	12,6	5,5	7,2
Astarta	przeważają	2021-04-26	38,20	-	50,10	-	2,9	3,7	2,0	2,0
Boryszew	równoważ	2021-05-31	3,29	-	3,28	-	20,1	13,5	7,0	6,0
Cognor	kupuj	2021-06-18	3,57	4,30	3,53	+21,8%	4,8	7,2	3,0	3,9
Famur	trzymaj	2021-04-09	2,53	2,50	2,28	+9,6%	10,3	12,4	2,2	1,9
Forte	równoważ	2021-05-31	59,90	-	57,00	-	12,9	11,7	7,8	7,7
Grupa Kęty	trzymaj	2021-07-06	679,00	599,16	679,00	-11,8%	12,8	14,8	9,0	10,1
Kernel	kupuj	2021-07-06	54,10	75,85	54,10	+40,2%	3,4	3,9	3,1	3,5
Mangata	równoważ	2021-05-31	87,80	-	78,60	-	10,1	10,8	6,7	6,9
Mo-BRUK	kupuj	2021-07-06	326,00	379,61	326,00	+16,4%	11,7	11,2	8,5	7,8
PKP Cargo	sprzedaj	2021-04-09	19,08	16,21	21,10	-23,2%	-	-	4,6	4,0
Stalprodukt	trzymaj	2021-06-02	382,00	403,06	383,00	+5,2%	8,6	11,8	3,9	4,4
E-commerce						-21,8%	65,5	52,7	37,0	31,5
Allegro	sprzedaj	2020-11-18	67,89	54,00	69,05	-21,8%	65,5	52,7	37,0	31,5
Answear	zawieszona	2021-05-07	32,01	-	33,40	-	-	-	-	-
Handel						+0,0%	19,7	20,2	11,0	11,1
AmRest	zawieszona	2020-12-08	25,80	-	26,94	-	-	-	-	-
CCC	zawieszona	2021-05-07	111,80	-	119,00	-	-	-	-	-
Dino	zawieszona	2021-05-07	247,30	-	286,00	-	-	-	-	-
Eurocash	zawieszona	2021-05-07	14,32	-	14,19	-	-	-	-	-
Jeronimo Martins	zawieszona	2021-05-07	15,38	-	16,27	-	-	-	-	-
LPP	zawieszona	2021-05-07	10 640,00	-	12 930,00	-	-	-	-	-
TIM	przeważają	2020-12-08	18,90	-	35,20	-	19,7	20,2	11,0	11,1
VRG	zawieszona	2021-07-06	3,64	-	3,64	-	-	-	-	-

Zmiany rekomendacji w przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa		Data wydania
Agora	trzymaj	akumuluj	10,60	PLN	2021-07-06
CEZ	kupuj	kupuj	722,14	CZK	2021-07-06
Erste Group	akumuluj	trzymaj	34,06	EUR	2021-07-06
Grupa Kęty	trzymaj	trzymaj	599,16	PLN	2021-07-06
Kernel	kupuj	kupuj	75,85	PLN	2021-07-06
Komercni Banka	akumuluj	trzymaj	804,77	CZK	2021-07-06
Kruk	akumuluj	akumuluj	288,46	PLN	2021-07-06
Lotos	akumuluj	akumuluj	60,75	PLN	2021-07-06
Mo-BRUK	kupuj	trzymaj	379,61	PLN	2021-07-06
MOL	kupuj	trzymaj	2816,00	HUF	2021-07-06
Netia	zawieszona	trzymaj	-	-	2021-07-06
PGNiG	akumuluj	trzymaj	7,45	PLN	2021-07-06
PKN Orlen	redukuj	trzymaj	70,59	PLN	2021-07-06
VRG	zawieszona	akumuluj	-	-	2021-07-06

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa		Data wydania
CEZ	kupuj	kupuj	759,63	CZK	2021-06-02
Ciech	trzymaj	trzymaj	47,47	PLN	2021-06-02
Enea	zawieszona	zawieszona	-	-	2021-06-02
Erste Group	trzymaj	kupuj	34,06	EUR	2021-06-02
Grupa Kęty	trzymaj	trzymaj	553,55	PLN	2021-06-02
KGHM	kupuj	kupuj	245,39	PLN	2021-06-02
Komercni Banka	trzymaj	kupuj	804,77	CZK	2021-06-02
Lotos	akumuluj	kupuj	53,39	PLN	2021-06-02
OTP Bank	trzymaj	akumuluj	15143,00	HUF	2021-06-02
PGE	zawieszona	zawieszona	-	-	2021-06-02
PGNiG	trzymaj	akumuluj	6,84	PLN	2021-06-02
Polenergia	trzymaj	redukuj	78,59	PLN	2021-06-02
PZU	akumuluj	kupuj	40,63	PLN	2021-06-02
Stalprodukt	trzymaj	kupuj	403,06	PLN	2021-06-02
Tauron	zawieszona	zawieszona	-	-	2021-06-02
Kruk	akumuluj	trzymaj	295,77	PLN	2021-06-09
Cognor	kupuj	trzymaj	4,30	PLN	2021-06-18

Statystyki rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Biurem maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	2	3,7%	0	0,0%
redukuj	1	1,9%	0	0,0%
niedoważaj	1	1,9%	1	4,8%
trzymaj	12	22,2%	4	19,0%
równoważ	7	13,0%	1	4,8%
akumuluj	10	18,5%	7	33,3%
kupuj	16	29,6%	7	33,3%
przeważaj	5	9,3%	1	4,8%

Kalendarium wydarzeń

Data	Spółka	Wydarzenie
9 lip 19:00	CD Projekt	WitcherCon cz. 1
10 lip 03:00	CD Projekt	WitcherCon cz. 2
21 lip	CD Projekt	Premiera mobilnej gry The Witcher: Monster Slayer (iOS, Android)
22 lip	Kernel	Publikacja danych wolumenowych za 2Q'21
27 lip	Millennium	Publikacja wyników za 2Q'21
28 lip	Jerónimo Martins	Publikacja wyników za 2Q'21 (po sesji)
28 lip	Orange Polska	Publikacja wyników za 2Q'21
28 lip	Santander	Publikacja wyników za 2Q'21
29 lip	Asseco BS	Publikacja wyników za 2Q'21
29 lip	Moneta Money Bank	Publikacja wyników za 2Q'21
29 lip	PKN Orlen	Publikacja wyników za 2Q'21
30 lip	Erste Bank	Publikacja wyników za 2Q'21
30 lip	RBI	Publikacja wyników za 2Q'21

Makroekonomia

Produkcja przemysłowa w maju

Odczyt produkcji przemysłowej za maj nie przyniósł większych niespodzianek - produkcja sprzedana przemysłu wzrosła o 29,8% r/r. Okres solidnego przyspieszenia produkcji związany z restartem łańcuchów dostaw już najprawdopodobniej za nami, nie znaczy to jednak, że perspektywy znacząco się pogorszyły. Produkcja powinna wciąż rosnąć w tempie zbliżonym do przed-pandemicznego trendu. Niespodziankę sprawiły natomiast ceny producentów - PPI przyspieszył silniej niż oczekiwano (wynik: 6,5% r/r).

Wynik produkcji przemysłowej był nieznacznie lepszy niż konsensusowe oczekiwania 29% r/r, ale niższy niż nasza prognoza (32,4% r/r). Po kilku odczytach, w których produkcja wyraźnie przebiegała przedpandemiczny trend, ostatnie miesiące przyniosły nieznaczne spowolnienie. Okres silnych wzrostów z okresu nadrabiania produkcji już za nami, choć to "nadrobienie" jeszcze w pełni się nie dokonało. Wciąż pozostaje do zasypania część "dołka" z okresu wyłączeń/restrykcji/globalnego spowolnienia.

Co może odpowiadać za nieco gorszy (od naszych prognoz) wynik? Na pierwszy plan wysuwają się problemy z łańcuchami dostaw i niedoborami surowców, które są globalnym problem w produkcji od kilku miesięcy. Jednocześnie wysoki popyt i perspektywa nadrabiania zaległości produkcyjnych stanowią dobre optymistyczne perspektywy na najbliższe miesiące. Warto jednak z tyłu głowy mieć dość oczywisty fakt, że po nadrobieniu niejako zaległej produkcji, popyt nie będzie już tak szybko rósł. "Rotacja" popytu konsumpcyjnego w kierunku usług również będzie dla produkcji niesprzyjająca, choć w zupełnie innym kierunku będzie działała kontynuacja prywatnego i publicznego (Polska i cała EU) cyklu inwestycyjnego. Publiczny komponent to jednak bardziej scenariusz na 2022 i 2023.

Co siedzi w szczegółach? Bohaterami (w kategoriach rocznych dynamik) są te kategorie, które najmocniej straciły rok temu. Rządzi więc efekt bazy, który z resztą odpowiada też za całociowy wysoki odczyt rocznej dynamiki produkcji. Największy wzrost r/r odnotowano w kategoriach produkcji pojazdów samochodowych, przyczep i naczep, produkcji komputerów i wyrobów elektronicznych i produkcji urządzeń elektrycznych. Najsilniej rosła produkcja dóbr inwestycyjnych (51,3% r/r), dóbr konsumpcyjnych trwałych (49,4% r/r) i dóbr zaopatrzeniowych (34,2% r/r).

Ceny producentów podskoczyły do 6,5% w ujęciu rocznym. Dobrze obstawiliśmy rewizję poprzedniego odczytu w górę (0,2 pp.) jednak zbyt zachowawczo prognozowaliśmy wzrosty w kategorii produkcja koksu i produktów rafinacji ropy naftowej, gdzie ceny podniosły się o ponad 3% w ujęciu miesięcznym, a my obstawiliśmy ledwie 1% wzrost. Ciekawie wygląda sytuacja w cenach bazowych. Podniosły się one zdecydowanie szybciej niż implikowałby to kurs walutowy.

Okres gwałtownych zmian cen surowców mamy już za sobą i ceny bazowe - o ile nie dojdzie do gwałtownego osłabienia złotego - powinny również rosnąć coraz wolniej (a nawet spadać). W szerszym ujęciu, ceny bazowe poruszają się z dużo mniejszą amplitudą niż wszystkie ceny producentów. PPI jest już naszym zdaniem u szczytu wzrostów. Głównie pytanie na kolejne miesiące jest następujące: czy przy obniżaniu się dynamiki PPI ceny bazowe mogą dalej przyspieszać? To pokaże nam faktyczną presję inflacyjną w sektorze produkcyjnym i potencjał przerzucania kosztów na wyroby finalne. Obecnie uważamy, że inflacja w cenach producentów (także ta bazowa), ma potencjał do pewnego spowolnienia. Naiwne byłoby jednak oczekiwanie, że to będzie źródło

dezinflacji. Czekają nas raczej okres podwyższonej inflacji cen towarów, ale to usługi zdecydują o wysokiej inflacji CPI także w 2022 roku.

Sprzedaż detaliczna

Odczyt sprzedaży detalicznej za maj przyniósł pozytywną niespodziankę. Ograniczenie restrykcji w handlu i większa aktywność zakupowa konsumentów poskutkowały wzrostem sprzedaży o 13,9% r/r. Tym samym przekroczony został wolumen sprzedaży sprzed pandemii i odnotowaliśmy maksimum wszechczasów (taka drobnotka). Gdyby jednak sprzedaż szła poprzednim torem (poprzednim trendem), byłibyśmy już dużo wyżej.

Wzrost sprzedaży przebił zarówno nasze jak i konsensusowe oczekiwania (odpowiednio 13% i 12,9% r/r). Sprzedaż wraca do trendu sprzed pandemii, ale jeszcze się na nim nie znalazła. Wciąż jest więc co nadrabiać. W odróżnieniu od produkcji luka strumienia wydatków na towary względem trendu wciąż się rozszerza (to prosta konsekwencja tego, że sprzedaż jest wciąż pod trendem). W dzisiejszych danych widzimy więc w pierwszej kolejności to, że odsezonowana sprzedaż detaliczna przebiła poziomy sprzed pandemii (i superoptymistycznie: wydatki na towary są na polskim maksimum wszechczasów). Szczegóły sugerują, że za wynik w pierwszej kolejności odpowiada luzowanie restrykcji. Silnie wzrosła sprzedaż w kategorii odzież i obuwanie (92,5% m/m), solidne wzrosty odnotowano też w kategoriach sprzedaży mebli, rtv i agd (30% m/m) i sprzedaży prasy, książek (+48,8% m/m). To kategorie, które traciły w zeszłym miesiącu wraz z zamknięciem galerii. Powrót handlu w tych obiektach poskutkowało wzrostami. Wpisuje się w to spadek sprzedaży przez Internet (niższa o 7,8% m/m) - zamiast zakupów online, konsumenci wrócili (przynajmniej częściowo) do fizycznych sklepów. Łagodzenie restrykcji jest głównym, ale w naszej ocenie nie jedynym powodem stojącym za dobrym wynikiem sprzedaży. Pomagała też większa aktywność konsumentów - częściej wychodziliśmy z domu (widać to np. w danych o mobilności Google'a, wraz z wyższym poziomem zaszczepienia mógł zmniejszać się strach przed zachorowaniem). To kolejny argument, który może tłumaczyć dobry wynik odzieży i obuwnia (skoro można/trzeba wyjść z domu to może warto odświeżyć garderobę).

Roczne wyniki poszczególnych kategorii tłumaczą albo efekty opisane powyżej, albo niska baza z roku poprzedniego (to powód wysokiej rocznej dynamiki sprzedaży samochodów). Ten segment sprzedaży czekają zapewne w najbliższych miesiącach solidne wzrosty, ale tu pojawią się też wąskie gardła w produkcji (można oczekiwać, że nierównowaga popytu i podaży zostanie częściowo rozwiązana kolejkowaniem i dłuższym czasem oczekiwania, częściowo wzrostem cen i - powoli, powoli - wzrostem podaży (produkcja).

Perspektywy przed sprzedażą pozostają dobre - powinna poruszać się w kierunku trendu sprzed pandemii. Sprzyjają temu m.in. odłożony popyt (choć to bardziej historia dla usług), dobra sytuacja rynku pracy i na razie mało prawdopodobna perspektywa kolejnych, powszechnych restrykcji. Z uwagą śledzić będziemy natomiast, to jak sprzedaż będzie reagowała na luzowanie restrykcji w usługach. Z jednej strony spodziewać się można, że część usług, która nie mogła być zaspokojona (np. gastronomia), substytuowana była zakupami i odłożyła się w sprzedaży (teraz można by więc oczekiwać spadków/spowolnienia w powiązanych kategoriach). Z drugiej strony, powrót coraz bardziej "normalnej" aktywności, sprzyjać będzie też powrotowi dotychczasowych zwyczajów zakupowych ("chodzenie po sklepach"), co powinno natomiast pomagać

wynikom sprzedaży detalicznej wśród dóbr, które można nabywać kompulsywnie. Nie zmienia to jednak faktu, że konsumpcja (niezależnie czy za sprawą sprzedaży towarów czy usług) będzie znacząco odbijać przyczyniając się do szybkiego wzrostu PKB w tym roku.

Inflacja

4,4% to jest niespodzianka w dół. Szacowaliśmy 4,6% przy konsensusie 4,5%. Za chwilę wyleje się z nas potok żalu i przemówi kapitan hindsight, ale dopóki nie poznamy dokładnej kompozycji inflacji, ten odczyt można podsumować dwoma wnioskami. Pierwszy: przesunięcie czerwcowego odczytu w dół implikuje przesunięcie w dół całej ścieżki. Do tej pory prognoza inflacji na kolejne miesiące dotykała (i okresowo przekraczała) 5%, a więc teraz szanse na wyświetlenie tego odczytu spadły (nie są jednak zerowe). Drugi: prognoza A. Glapińskiego "weszła": przynajmniej na chwilę mamy szczyt inflacji. RPP nie będzie się spieszyć. Nadal obstawiamy początek 2022 jako termin pierwszej podwyżki stóp.

Na wstępie należy zaznaczyć, że jest to odczyt flash. Nie liczymy oczywiście na cuda, jednak jesteśmy i tak bardzo ciekawi kompozycji, bo według naszych szacunków inflacja bazowa mogła spaść nawet do 3,5% (4,0% poprzednio). Nie wiemy oczywiście, czy to jeden czynnik zaważył, czy było ich kilka. Z uwagą prześledzimy ceny lotów, ceny w hotelach i restauracjach oraz rekreacji i kulturze. To kategorie, które anegdotycznie powinny solidnie rosnąć. Póki co publikowane wstępne dane o inflacji niemieckiej nieco ostudziły tu nasz zapał. Czy wszędzie powinno to wyglądać tak samo? Tego na razie nie wiemy i to będziemy analizować w połowie miesiąca.

Prognozy inflacji mają przedział ufności. Zmieniają się też pod wpływem bieżących zaskoczeń (to przecież ceny porównujemy między latami i miesiącami, a jak nagle są niższe niż myśleliśmy to niestety pociąga za sobą całą ścieżkę). Prognoza inflacji na kolejne miesiące poruszała się bardzo blisko granicy 5% z lokalnymi przestrzeleniami. Czerwcowy pomyłka ściąga ją w dół i tym samym przestrzelenia stają się mniej prawdopodobne. Nie są jednak nieprawdopodobne. Dlaczego? Modele są liniowe. Są słabo dopasowane do okoliczności wysokiej inflacji, trudno kontrolować w nich oczekiwania inflacyjne. Prawdziwym jest w tych warunkach stwierdzenie, że w przypadku wysokiej inflacji łatwo o zaskoczenia właśnie powieleniem wysokiej inflacji i nie wycofujemy się z prognozy, że inflacja do końca roku będzie jeszcze rosła i ryzyka rozkładają się w tym momencie w jednym kierunku: w górę. Dotyczy to również 2022 roku, który wciąż prognozujemy powyżej górnej granicy odchyłeń od celu NBP. Splot czynników sprzyjających inflacji jest w tym momencie wyjątkowy. Mamy silne wzrosty cen, które mogą utrwalić się w oczekiwaniach, połączone z istotnym zwiększeniem możliwości absorpcji tych wzrostów po stronie konsumenta. I taki drobiazg na koniec: 4,4% to wciąż dużo powyżej celu NBP.

RPP skupi się w lipcu na projekcji inflacyjnej, ale ta pokaże zawracanie inflacji. Spadek inflacji w czerwcu będzie wodą na młyn retoryki prezesa Glapińskiego o szczycie inflacji w maju. Możemy śmiało powiedzieć, że ryzyka bardzo szybkiego zacieśnienia polityki pieniężnej zostały zażegnane (zresztą, nigdy w tym obozie komentatorów nie byliśmy). Kierunek polityki pieniężnej wyznaczą jesienno-zimowe odczyty inflacji. Powtórzmy, że to właśnie wtedy RPP zostanie zaskoczona wyższą inflacją (także w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej z projekcji) i rozpocznie normalizację w I kwartale 2022.

mBank Research

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

Finanse

Alior Bank

akumuluj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 michal.konarski@mbank.pl
 Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 mikolaj.lemanczyk@mbank.pl

Alior pozytywnie zaskoczył wynikami za 1Q'21. Zarówno w przypadku przychodów z prowizji i kosztów działania, jak i kosztów ryzyka. W efekcie w ostatnich tygodniach obserwowaliśmy stopniowy wzrost oczekiwań rynkowych w stosunku do wyników Aliora. Podtrzymanie pozytywnego wrażenia przy publikacji pierwszych prognoz za 2Q'21 powinno sprzyjać dalszej aprecjacji kursu w krótkim terminie. W dłuższej perspektywie patrzymy się raczej na kwestie podwyżek stóp procentowych, które ze względu na strukturę portfela, jak i strukturę wyników powinny szczególnie dobrze wpływać na notowania Aliora. Bank wykonał dużą pracę jeżeli chodzi o obniżenie kosztów finansowania, więc jeżeli przy początkowych podwyżkach udałoby się utrzymać asymetrię (oprocentowanie kredytów rośnie szybciej niż depozytów) pomiędzy aktywną i pasywną stroną bilansu to Alior może być jednym z największych zwycięzców cyklu podwyżek. Oczywiście sentyment wokół Aliora będzie równie wrażliwy na scenariusz negatywny tj. na potencjalne zamknięcie części branż na skutek zamknięcia gospodarki, w takim przypadku wróciłyby obawy o koszty ryzyka, a moment podwyżek stóp procentowych mógłby się odsunąć w czasie. Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację akumuluj.

cena bieżąca 33,82 PLN **potencjał zmiany**
cena docelowa 30,00 PLN **-11,3%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	30,00 PLN	2021-05-07

Podstawowe dane			ALR PW	vs. WIG
ticker	ALR PW	zmiana 1M	-2,7%	-3,4%
ISIN	PLALIOR00045	zmiana YTD	+99,3%	+81,2%
liczba akcji (mln)	129,3	średni obrót 1M	13,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 371,5	średni obrót 6M	12,9 mln PLN	
		P/E 12M fwd	10,0	-9,8%
free float	74,8%	P/E 5Y avg	11,1	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	3 184	2 849	2 783	2 967	3 181
WNDB	4 134	3 786	3 742	3 957	4 213
koszty	-1 976	-1 905	-1 698	-1 761	-1 812
saldo rezerw	-1 443	-1 866	-1 393	-1 410	-1 461
zysk netto	248	-311	247	336	449
P/E	12,6	-	12,6	9,3	7,0
P/BV	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6
ROE	3,8%	-	3,7%	4,8%	5,9%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
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)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	3 184	2 849	2 783	2 967	3 181
wynik prowizyjny	658	636	690	721	764
wynik handlowy	149	164	131	131	131
pozostałe przychody netto	143	137	137	137	137
wynik pozaodsetkowy	950	937	959	990	1 032
WNDB	4 134	3 786	3 742	3 957	4 213
koszty operacyjne	1 705	1 705	1 706	1 707	1 708
zysk operacyjny	2 159	1 881	2 044	2 196	2 401
saldo rezerw	1 443	1 866	1 393	1 410	1 461
udział w jednostkach zał	0	0	1	2	3
wynik brutto	716	14	651	786	940
podatek	241	105	169	197	226
zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
podatek bankowy	226	221	234	253	266
zysk netto	248	-311	247	336	449

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
etap I (2021-22)	0	0%
korekta o PV	362	5%
etap II (2023-37)	4 598	67%
etap III (2038-57)	1 356	20%
wartość rezidualna	510	7%
wartość godziwa	6 827	100%
liczba akcji (mln)	129	
koszt kapitału	8,5%	
wartość godziwa na akcję (PLN)	52,81	
cena docelowa za 9M (PLN)	56,18	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
początkowe TNAV	7 545	107%
etap I (2020-22)	-240	-3%
korekta o PV	94	1%
etap II (2023-37)	-237	-3%
etap III (2038-57)	-86	-1%
wartość godziwa	7 076	100%
liczba akcji (mln)	129	
koszt kapitału	8,5%	
wartość godziwa na akcję (PLN)	54,74	
cena docelowa za 9M (PLN)	58,23	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	6 827
zyski ekonomiczne	50%	7 076
średnia wartość godziwa		6 951
na akcję (PLN)		53,78
podatek bankowy		-25,58
wartość godziwa na akcję		28,20
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M (PLN)		30,00

BNP Paribas Polska kupuj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 michal.konarski@mbank.pl
Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 mikolaj.lemanczyk@mbank.pl

BNP Paribas pozostaje naszym top-pickiem spośród mniejszych banków. BNP pozytywnie zaskakuje wynikami i oczekujemy, że będzie kontynuował ten trend. Uważamy, że rynek nie docenia bardzo dobrej jakości portfela banku, potencjału cięcia kosztów i wzrostu wyniku prowizyjnego. Koszt ryzyka w 2020 roku wyniósł 78 p.b. (raportowany) wobec 61 p.b. w 2019 roku. Korygując go o tzw. odpisy Covidowe, CoR wyniósłby zaledwie 47 p.b. Dodatkowo w 1Q'21 BNP zaraportował koszt ryzyka na poziomie 31 p.b. włączając w to 55 mln PLN dodatkowych rezerw na COVID-19. Uważamy, że jest to bardzo istotne patrząc na jego znormalizowane poziomy w latach 2022-23, kiedy prognozujemy koszt ryzyka pomiędzy 48-45 p.b. Oznacza to, że na koniec 2023P ROE BNP powinno wzrosnąć do 9,5%. Czekamy na średnioterminową strategię banku. Oczekujemy, że bank przedstawi w niej cel ROE na poziomie co najmniej 9% (koszt kapitału) oraz nową strategię dywidendową co byłoby zgodne z naszymi założeniami. Z drugiej strony jesteśmy zaniepokojeni wyraźną deklaracją Zarządu, że w kwestii ugód frankowych bank czeka będzie na wyrok Sadu Najwyższego, którego naszym zdaniem wcale może nie być. Obecnie szacujemy całkowity odpis BNP Paribas na kredyty frankowe na poziomie 0,5 mld PLN z czego 0,7 mld PLN po tarczy podatkowej pomniejszone o już zrealizowane odpisy. Niski odpis jest efektem relatywnie niskiej ekspozycji (4,8 mld PLN z czego 2,8 mld PLN spalane w walucie). Jednocześnie szacujemy, że obecny poziom kapitału nadwyżkowego T1 w wysokości 4,0 mld PLN (1,5 mld PLN po wdrożeniu bufora antycyklicznego) jest w stanie zaabsorbować jednorazowy odpis kredytów frankowych.

RZiS

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	3 169	3 060	3 006	3 177	3 378
wynik prowizyjny	820	916	999	1 045	1 105
wynik handlowy	652	776	621	652	684
pozostałe przychody netto	183	324	330	337	343
wynik pozaodsetkowy	1 655	2 016	1 950	2 033	2 133
WNDB	4 824	5 076	4 955	5 210	5 511
koszty operacyjne	3 195	2 877	2 679	2 742	2 818
zysk operacyjny	1 628	2 199	2 276	2 469	2 694
saldo rezerw	474	770	994	429	426
udział w jednostkach zał	0	1	2	3	4
wynik brutto	1 154	1 429	1 282	2 040	2 267
podatek	258	377	333	530	590
zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
podatek bankowy	281	319	339	313	337
zysk netto	615	733	610	1 196	1 341

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
etap I (2021-22)	0	0%
korekta o PV	0	0%
etap II (2023-37)	4 036	31%
etap III (2038-57)	4 115	32%
wartość rezidualna	4 769	37%
wartość godziwa	12 919	100%
liczba akcji (mln)	147	
koszt kapitału	0,0%	
wartość godziwa na akcję (PLN)	87,60	
cena docelowa za 9M (PLN)	93,20	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
początkowe TNAV	10 826	65%
etap I (2020-22)	1 136	7%
korekta o PV	391	2%
etap II (2023-37)	3 675	22%
etap III (2038-57)	988	6%
wartość godziwa	16 624	100%
liczba akcji (mln)	147	
koszt kapitału	0,0%	
wartość godziwa na akcję (PLN)	112,77	
cena docelowa za 9M (PLN)	119,96	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	12 919
zyski ekonomiczne	50%	16 624
średnia wartość godziwa na akcję (PLN)		14 772
podatek bankowy		-26,94
wartość godziwa na akcję		73,26
koszt kapitału 9M		0,0%
cena docelowa za 9M (PLN)		90,00

cena bieżąca 66,80 PLN **potencjał zmiany**
cena docelowa 90,00 PLN **+34,7%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	90,00 PLN	2021-04-19

Podstawowe dane		BNPPPL PW	vs. WIG
ticker	BNPPPL PW	zmiana 1M	-1,8%
ISIN	PLBGZ0000010	zmiana YTD	+5,0%
liczba akcji (mln)	147,4	średni obrót 1M	0,5 mln PLN
MC (mln PLN)	9 847,6	średni obrót 6M	0,3 mln PLN
		P/E 12M fwd	10,1
free float	11,2%	P/E 5Y avg	12,9
		dyskonto	

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	3 169	3 060	3 006	3 177	3 378
WNDB	4 824	5 076	4 955	5 210	5 511
koszty	-3 195	-2 877	-2 679	-2 742	-2 818
saldo rezerw	-442	-601	-446	-410	-407
zysk netto	615	733	610	1 196	1 341
P/E	16,3	13,6	16,4	8,4	7,5
P/BV	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7
ROE	5,7%	6,3%	4,9%	9,1%	9,5%
DPS	0,00	0,00	0,00	1,86	3,65
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	2,8%	5,5%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
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)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
kredyty netto	73 811	75 637	78 544	84 261	90 631
pozostałe aktywa	36 143	43 940	43 180	41 857	40 960
aktywa razem	109 954	119 577	121 724	126 118	131 591
depozyty	86 135	90 051	91 387	94 993	100 206
pozostałe zobowiązania	12 660	17 496	17 697	17 472	16 749
udziały mniejszościowe	0	0	0	0	0
kapitały własne	11 159	12 031	12 640	13 653	14 636

Wskaźniki

(%)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
NIM	2,9%	2,7%	2,5%	2,6%	2,7%
C/I	66,2%	56,7%	54,1%	52,6%	51,1%
CoR	0,6%	0,8%	0,6%	0,5%	0,4%
NPL Ratio	5,7%	5,4%	6,5%	6,0%	5,5%
tier 1	12,8%	13,6%	15,3%	15,7%	16,0%

Handlowy akumuluj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 michal.konarski@mbank.pl
Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 mikolaj.lemanczyk@mbank.pl

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami zwycięzca ogłoszenia nowej polityki dywidendowej przez KNF jest Bank Handlowy, który bazując na historycznych parametrach bufora szokowego, będzie mógł wypłacić 100% dywidendy z 2020 roku (DPS = 1,21 PLN). Co więcej sytuacja Banku Handlowego jest na tyle dobra, że naszym zdaniem Handlowy będzie prosił o indywidualne pozwolenie od KNF na wypłatę zysku niepodzielonego z lat ubiegłych (DPS = 3,66 PLN na podstawie projektu uchwał WZ). Oznacza to, że łączna stopa dywidendy w przypadku Banku Handlowego może wynieść w 2021 roku nawet 10%. Przypominamy również, że część detaliczna Handlowego została wystawiona na sprzedaż, co w teorii może się przełożyć na dodatkowe przepływy w kierunku akcjonariuszy mniejszościowych. Na pewno portfel klientów zamierzonych klientów detalicznych może być ciekawym aktywem dla niektórych banków operujących w Polsce, natomiast zwracamy uwagę, że może to być aktywo wyjątkowo kapryśne i przy ewentualnym przejściu takiego portfela konieczna byłaby polityka skierowana na retencję i szybkie utworzenie relacji z nowymi klientami, co może być kosztowne. Jak zwykle z pewnym dystansem patrzymy na niski potencjał sprzedażowy Handlowego, a tym samym wolumeny jakie będzie osiągał bank. Zostawiamy bez zmian naszą rekomendację akumuluj.

Cena bieżąca 47,65 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 49,50 PLN **+3,9%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	49,50 PLN	2021-04-19

Podstawowe dane			BHW PW	vs. WIG
ticker	BHW PW	zmiana 1M	+0,7%	+0,0%
ISIN	PLBH00000012	zmiana YTD	+35,6%	+17,5%
liczba akcji (mln)	130,7	średni obrót 1M		2,5 mln PLN
MC (mln PLN)	6 225,9	średni obrót 6M		2,1 mln PLN
		P/E 12M fwd	12,1	-12,6%
free float	25,0%	P/E 5Y avg	13,9	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	1 154	1 002	890	927	975
WNDB	2 245	2 129	2 427	2 072	2 137
koszty	-1 244	-1 284	-1 218	-1 240	-1 260
saldo rezerw	-246	-190	-129	-111	-118
zysk netto	480	172	728	444	466
P/E	11,7	32,5	7,7	12,6	12,0
P/BV	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8
ROE	6,8%	2,4%	9,2%	5,5%	5,8%
DPS	3,74	0,00	0,66	5,12	3,40
DYield	7,8%	0,0%	1,4%	10,7%	7,1%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
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)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	1 154	1 002	890	927	975
wynik prowizyjny	565	560	596	616	631
wynik handlowy	491	531	903	490	490
pozostałe przychody netto	35	37	38	39	41
wynik pozaodsetkowy	1 091	1 128	1 537	1 145	1 162
WNDB	2 245	2 129	2 427	2 072	2 137
koszty operacyjne	1 244	1 284	1 218	1 240	1 260
zysk operacyjny	1 002	846	1 209	832	876
saldo rezerw	246	190	129	111	118
udział w jednostkach zał	0	0	0	0	0
wynik brutto	756	441	1 080	722	759
podatek	178	145	237	159	167
zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
podatek bankowy	98	124	114	119	126
zysk netto	480	172	728	444	466

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
kredyty netto	20 581	18 178	18 748	20 156	21 906
pozostałe aktywa	31 397	42 763	39 869	38 942	38 050
aktywa razem	51 979	60 942	58 617	59 098	59 957
depozyty	35 231	38 822	39 408	40 910	42 470
pozostałe zobowiązania	9 673	14 538	10 986	10 189	9 396
udziały mniejszościowe	0	0	0	0	0
kapitały własne	7 075	7 581	8 223	7 999	8 090

Wskaźniki

(%)	2018	2020	2021P	2022P	2023P
NIM	2,4%	1,8%	1,5%	1,6%	1,7%
C/I	55,4%	60,3%	50,2%	59,8%	59,0%
CoR	1,2%	0,9%	0,7%	0,6%	0,5%
NPL Ratio	3,4%	3,6%	4,3%	3,6%	3,6%
tier 1	17,2%	23,0%	23,9%	23,6%	23,0%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
etap I (2021-22)	995	13%
korekta o PV	343	4%
etap II (2023-37)	5 509	70%
etap III (2038-57)	754	10%
wartość rezydualna	281	4%
wartość godziwa	7 882	100%
liczba akcji (mln)	131	
koszt kapitału	8,5%	
wartość godziwa na akcję (PLN)	60,33	
cena docelowa za 9M (PLN)	64,17	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
początkowe TNAV	8 968	117%
etap I (2020-22)	-327	-4%
korekta o PV	100	1%
etap II (2023-37)	-1 076	-14%
etap III (2038-57)	-21	0%
wartość godziwa	7 644	100%
liczba akcji (mln)	131	
koszt kapitału	8,5%	
wartość godziwa na akcję (PLN)	58,50	
cena docelowa za 9M (PLN)	62,23	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	7 882
zyski ekonomiczne	50%	7 644
średnia wartość godziwa		7 763
na akcję (PLN)		59,41
podatek bankowy		-12,88
wartość godziwa na akcję		46,53
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M (PLN)		49,50

ING BSK akumuluj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 michal.konarski@mbank.pl
Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 mikolaj.lemanczyk@mbank.pl

Środki odłożone przez ING powinny wystarczyć na pokrycie kosztów potencjalnego programu ugód, ewentualnie zostały do zawiązania jeszcze relatywnie małe rezerwy. Oczekiwalibyśmy bardziej aktywnej postawy banku w kwestii ugód, ale możliwe że dopiero po przewidzianym na wrzesień orzeczeniu SN, sprawa nabierze tempa. Bank jest w bardzo dobrej sytuacji kapitałowej, która teoretycznie uprawnia ING do wypłaty 100% dywidendy za 2020, jednakże akcjonariusze banku nie zdecydowali o wypłacie dywidendy. Cały czas pozostaje kwestia zyski niepodzielonej z lat ubiegłych (1158 mln PLN), które ING mógłby wypłacić po uzyskaniu zgody KNF – nie zakładamy takiego scenariusza, ale raczej traktujemy to jako szansę. Nasze bieżące prognozy zakładają ROE na poziomie 8,7-8,8% w latach 2021-23, ale nie uwzględniają one jeszcze oczekiwanych podwyżek stóp procentowych, które dodatkową poprawią rentowność ING. Pod względem wyceny ING cały czas plasuje się w czołówce, aczkolwiek spread do agregatu polskich banków zmalał w ostatnich tygodniach. Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację akumuluj.

cena bieżąca 187,40 PLN **potencjał zmiany**
cena docelowa 190,00 PLN **+1,4%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	190,00 PLN	2021-05-07

Podstawowe dane			ING PW	vs. WIG
ticker	ING PW	zmiana 1M	-1,5%	-2,2%
ISIN	PLBSK0000017	zmiana YTD	+9,6%	-8,5%
liczba akcji (mln)	130,1	średni obrót 1M		1,5 mln PLN
MC (mln PLN)	24 380,7	średni obrót 6M		1,6 mln PLN
		P/E 12M fwd	12,9	-14,6%
free float	25,0%	P/E 5Y avg	15,1	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	4 325	4 542	4 699	4 903	5 245
WNDB	5 790	6 215	6 409	6 684	7 097
koszty	-2 497	-2 763	-2 804	-3 041	-3 229
saldo rezerw	-561	-805	-698	-660	-698
zysk netto	1 659	1 338	1 690	1 805	1 881
P/E	13,6	16,9	13,4	12,5	12,0
P/BV	1,6	1,3	1,2	1,2	1,1
ROE	11,6%	7,9%	8,7%	8,8%	8,8%
DPS	3,50	0,00	0,00	8,72	9,16
DYield	1,9%	0,0%	0,0%	4,7%	4,9%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
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)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	4 325	4 542	4 699	4 903	5 245
wynik prowizyjny	1 341	1 528	1 581	1 653	1 724
wynik handlowy	130	153	138	138	138
pozostałe przychody netto	-6	-9	-9	-9	-10
wynik pozaodsetkowy	1 465	1 673	1 710	1 781	1 852
WNDB	5 790	6 215	6 409	6 684	7 097
koszty operacyjne	2 497	2 763	2 804	3 041	3 229
zysk operacyjny	3 292	3 452	3 605	3 643	3 868
saldo rezerw	606	1 075	800	660	698
udział w jednostkach zał	7	16	16	16	16
wynik brutto	2 694	2 393	2 821	2 999	3 186
podatek	599	574	643	660	701
zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
podatek bankowy	436	482	488	535	604
zysk netto	1 659	1 338	1 690	1 805	1 881

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
kredyty netto	118 128	124 655	131 648	144 690	155 843
pozostałe aktywa	40 483	61 940	62 550	61 518	61 247
aktywa razem	158 611	186 596	194 198	206 208	217 091
depozyty	130 474	151 029	158 914	168 757	180 474
pozostałe zobowiązania	12 914	16 949	15 073	16 681	14 659
udziały mniejszościowe	0	0	0	0	0
kapitały własne	15 223	18 618	20 211	20 770	21 958

Wskaźniki

(%)	2018	2020	2021P	2022P	2023P
NIM	2,9%	2,7%	2,5%	2,5%	2,5%
C/I	43,1%	44,5%	43,7%	45,5%	45,5%
CoR	0,5%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%
NPL Ratio	2,1%	2,6%	3,0%	2,9%	2,8%
Tier 1	14,5%	15,1%	17,6%	17,5%	17,5%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
etap I (2021-22)	1 897	6%
korekta o PV	1 624	5%
etap II (2023-37)	16 061	49%
etap III (2038-57)	8 165	25%
wartość rezidualna	4 803	15%
wartość godziwa	32 550	100%
liczba akcji (mln)	130	
koszt kapitału	8,5%	
wartość godziwa na akcję (PLN)	250,19	
cena docelowa za 9M (PLN)	266,14	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
początkowe TNAV	18 175	61%
etap I (2020-22)	1 390	5%
korekta o PV	388	1%
etap II (2023-37)	6 722	23%
etap III (2038-57)	2 962	10%
wartość godziwa	29 639	100%
liczba akcji (mln)	130	
koszt kapitału	8,5%	
wartość godziwa na akcję (PLN)	227,81	
cena docelowa za 9M (PLN)	242,34	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	32 550
zyski ekonomiczne	50%	29 639
średnia wartość godziwa		31 094
na akcję (PLN)		239,00
podatek bankowy		-60,39
wartość godziwa na akcję		178,61
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M (PLN)		190,00

Millennium trzymaj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 michal.konarski@mbank.pl
Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 mikolaj.lemanczyk@mbank.pl

Uważamy, że Bank Millennium cały czas stoi w rozkroku pomiędzy ugodami frankowymi i zamknięciem kwestii frankowej, a wieloletnimi bataliami sądowymi. Zarząd banku stwierdził na konferencji wynikowej, że skłania się ku ugodom, a decyzja zostanie podjęta w sierpniu/wrzeźniu. Naszym zdaniem Millennium cały czas prezentuje postawę reaktywną w tej kwestii i będzie czekał na wrześniowe orzeczenie SN ws. franków. Na pewno z analizowanych przez nas banków Millennium jest najbardziej wrażliwy na założony scenariusz rozwiązania problemu kredytów CHF. W zakładamy przez nas obecnie scenariuszu ugodowym Millennium przystąpi do programu ugód w 2021, co będzie wiązało się z zawiązaniem dużych rezerw (3,6 mld PLN), ale również ze skokowym wzrostem rentowności w latach 2022-23 do poziomu 10-11%. Oczywiście w najbliższych latach należałoby zapomnieć o dywidendzie. Poza problemem frankowym Millennium pokazuje solidne wyniki i relatywnie silną sprzedaż, co będzie ważnym argumentem przemawiającym za bankiem, jeżeli łamigłówka kredytów CHF zostanie rozwiązana. Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację trzymaj.

cena bieżąca 4,78 PLN **potencjał zmiany**
cena docelowa 4,20 PLN **-12,1%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	4,20 PLN	2021-04-19

Podstawowe dane			MIL PW	vs. WIG
ticker	MIL PW	zmiana 1M	-7,2%	-7,9%
ISIN	PLBIG0000016	zmiana YTD	+46,2%	+28,1%
liczba akcji (mln)	1 213,1	średni obrót 1M	6,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	5 798,7	średni obrót 6M	7,9 mln PLN	
		P/E 12M fwd	9,4	-19,7%
free float	50,0%	P/E 5Y avg	11,6	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	2 437	2 549	2 508	2 593	2 764
WNDB	3 552	3 784	3 651	3 765	3 972
koszty	-1 842	-2 015	-1 895	-1 921	-1 968
saldo rezerw	-404	-565	-557	-499	-486
zysk netto	561	23	-2 898	627	757
P/E	8,1	200,0	-	7,3	6,0
P/BV	0,6	0,6	0,9	0,9	0,8
ROE	6,5%	0,3%	-	9,8%	10,7%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
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)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	2 437	2 549	2 508	2 593	2 764
wynik prowizyjny	699	746	759	779	805
wynik handlowy	318	328	279	288	296
pozostałe przychody netto	98	161	104	106	107
wynik pozaodsetkowy	1 115	1 235	1 143	1 172	1 207
WNDB	3 552	3 784	3 651	3 765	3 972
koszty operacyjne	1 842	2 015	1 895	1 921	1 968
zysk operacyjny	1 710	1 769	1 756	1 844	2 003
saldo rezerw	627	1 278	4 140	675	661
udział w jednostkach zal	0	0	0	0	0
wynik brutto	1 083	490	-2 384	1 169	1 342
podatek	275	188	240	269	303
zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
podatek bankowy	248	279	275	274	282
zysk netto	561	23	-2 898	627	757

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
etap I (2021-22)	0	0%
korekta o PV	518	6%
etap II (2023-37)	5 566	66%
etap III (2038-57)	1 354	16%
wartość rezidualna	1 007	12%
wartość godziwa	8 445	100%
liczba akcji (mln)	1 213	
koszt kapitału	8,5%	
wartość godziwa na akcję (PLN)	6,96	
cena docelowa za 9M (PLN)	7,41	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
początkowe TNAV	10 949	125%
etap I (2020-22)	-2 319	-26%
korekta o PV	115	1%
etap II (2023-37)	679	8%
etap III (2038-57)	-632	-7%
wartość godziwa	8 792	100%
liczba akcji (mln)	1 213	
koszt kapitału	8,5%	
wartość godziwa na akcję (PLN)	7,25	
cena docelowa za 9M (PLN)	7,71	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	8 445
zyski ekonomiczne	50%	8 792
średnia wartość godziwa		8 619
na akcję (PLN)		7,10
podatek bankowy		-3,15
wartość godziwa na akcję		3,95
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M (PLN)		4,20

Pekao kupuj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 michal.konarski@mbank.pl
Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 mikolaj.lemanczyk@mbank.pl

Uważamy, że Bank Pekao jest jedną z najciekawszych propozycji w obliczu nadszarpniętych podwyżek stóp procentowych. Zaskakująco, Pekao było jednym z najbardziej wrażliwych banków na obniżki w 2020 i uważamy, że przy podwyżkach wrażliwość ta zostanie zachowana. Nasza obecna prognoza wskazuje, że ROE Pekao w 2022/23 na poziomie 8%-9% czyli dość zgodnie z założeniami Pekao, które oczekuje ROE 10% w 2024 roku ale nie zawiera żadnych podwyżek. Realizacja strategii może zostać przyspieszona przez ww. podwyżki stóp procentowych, których czas stoi pod znakiem zapytania ze względu na wariant Delta COVID-19, który może wywołać 4 falę w Europie i na świecie. Zgodnie z naszymi przewidywaniami Pekao najprawdopodobniej będzie mogło wypłacić 75% zysku netto co przełoży się na DPS 3,21 PLN. Jednocześnie należy pamiętać, że Pekao posiada nadal znaczący zysk niepodzielony z lat ubiegłych, który przekłada się na DPS 6,42. PLN. Uważamy, że w miarę możliwości i zgody KNF zysk ten będzie trafiał do akcjonariuszy lub zostanie spożytkowany na ewentualne akwizycje. Podsumowując uważamy, że Bank Pekao jest jednym z najciekawszych banków biorąc pod uwagę obecne otoczenie makroekonomiczne, znikomą ekspozycję na kredyty frankowe oraz ze względu na znaczącą nadwyżkę kapitałową, która może trafić do akcjonariuszy. Pozostawiamy rekomendację kupuj bez zmian.

cena bieżąca	94,48 PLN	potencjał zmiany
cena docelowa	102,00 PLN	+8,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	102,00 PLN	2021-04-19

Podstawowe dane			PEO PW	vs. WIG
ticker	PEO PW	zmiana 1M	-3,0%	-3,7%
ISIN	PLPEKAO00016	zmiana YTD	+54,6%	+36,5%
liczba akcji (mln)	262,5	średni obrót 1M	83,6 mln PLN	
MC (mln PLN)	24 798,2	średni obrót 6M	64,6 mln PLN	
		P/E 12M fwd	12,5	+1,0%
free float	67,2%	P/E 5Y avg	12,4	premija

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	5 468	5 202	5 436	5 619	5 832
WNDB	8 304	7 872	8 184	8 450	8 737
koszty	-3 992	-3 849	-3 911	-3 858	-3 879
saldo rezerw	-660	-1 270	-1 049	-939	-797
zysk netto	2 165	1 102	1 445	2 108	2 390
P/E	9,3	18,3	13,9	9,5	8,4
P/BV	1,1	1,0	0,9	0,9	0,9
ROE	9,4%	4,5%	5,6%	7,8%	8,5%
DPS	6,60	0,00	3,15	5,50	8,03
DYield	7,0%	0,0%	3,3%	5,8%	8,5%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
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)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	5 468	5 202	5 436	5 619	5 832
wynik prowizyjny	2 534	2 434	2 500	2 574	2 639
wynik handlowy	237	257	249	251	254
pozostałe przychody netto	66	-21	-1	5	13
wynik pozaodsetkowy	2 836	2 670	2 748	2 831	2 905
WNDB	8 304	7 872	8 184	8 450	8 737
koszty operacyjne	3 992	3 849	3 911	3 858	3 879
zysk operacyjny	4 312	4 023	4 273	4 592	4 858
saldo rezerw	718	1 638	1 434	953	811
udział w jednostkach zal	0	0	0	0	0
wynik brutto	3 653	2 754	3 224	3 653	4 062
podatek	836	622	711	818	916
zyski mniejszościowych	-2	-1	-1	-1	-1
podatek bankowy	591	661	682	713	740
zysk netto	2 165	1 102	1 445	2 108	2 390

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
kredyty netto	140 913	142 488	157 101	163 287	173 388
pozostałe aktywa	62 410	90 729	86 457	82 946	79 653
aktywa razem	203 323	233 217	243 559	246 233	253 041
depozyty	157 990	178 304	192 417	194 548	197 277
pozostałe zobowiązania	21 935	29 418	24 689	24 106	27 052
udziały mniejszościowe	12	11	13	14	16
kapitały własne	23 386	25 484	26 440	27 565	28 697

Wskaźniki

(%)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
NIM	2,9%	2,5%	2,4%	2,4%	2,4%
C/I	48,6%	49,5%	48,3%	46,2%	44,9%
CoR	0,5%	0,9%	0,7%	0,6%	0,5%
NPL Ratio	5,2%	5,4%	6,0%	5,8%	5,8%
tier 1	17,1%	18,7%	17,9%	18,2%	18,1%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
etap I (2021-22)	3 639	11%
korekta o PV	2 087	6%
etap II (2023-37)	23 449	68%
etap III (2038-57)	4 124	12%
wartość rezidualna	1 104	3%
wartość godziwa	34 402	100%
liczba akcji (mln)	262	
koszt kapitału	8,5%	
wartość godziwa na akcję (PLN)	131,14	
cena docelowa za 9M (PLN)	139,50	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
początkowe TNAV	29 258	88%
etap I (2020-22)	924	3%
korekta o PV	777	2%
etap II (2023-37)	1 754	5%
etap III (2038-57)	468	1%
wartość godziwa	33 180	100%
liczba akcji (mln)	262	
koszt kapitału	8,5%	
wartość godziwa na akcję (PLN)	126,41	
cena docelowa za 9M (PLN)	134,47	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM		34 402
zyski ekonomiczne		33 180
średnia wartość godziwa		33 791
na akcję (PLN)		128,78
podatek bankowy		-32,89
wartość godziwa na akcję		95,89
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M (PLN)		102,00

PKO BP kupuj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 michal.konarski@mbank.pl
Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 mikolaj.lemanczyk@mbank.pl

PKO BP przeszło trzęsienie ziemi. Zamiast kosmetycznych reorganizacji w Zarządzie, które zapowiadał Prezes, zmiany praktycznie dotyczą wszystkich kluczowych obszarów banku. Nowy Prezes zwalnia miejsce szefa detalu, powołany został nowy CFO a prasa spekuluje o zmianie szefa pionu korporacji. Co ważne, nowy Prezes zadeklarował kontynuację procesu ugód dla kredytobiorców frankowych co naszym zdaniem jest jednoznacznie pozytywną informacją. Ugody powinny wystartować w lipcu a bank nie będzie czekał na wyrok Sądu Najwyższego. Dodatkowo uważamy, że PKO BP spełnia wymogi dotyczące wypłaty dywidendy w 2H'21 chociaż poniesiona strata netto w 2020 roku eliminuje zwykłą wypłatę. Opcją pozostaje wypłata z zysku niepodzielonego czyli 5,5 mld PLN. Wypłata części lub całości kwoty zależy od negocjacji i zgody KNF. Obecnie uważamy, że taka wypłata jest mało prawdopodobna szczególnie ze względu na zmiany w Zarządzie ale nie niemożliwa. W krótkim okresie zwracamy uwagę, że wyniki 2Q'21 PKO BP powinny się dalej poprawiać szczególnie biorąc pod uwagę kolejne zyski na FX oraz brak opłaty BFG. W długim okresie zwracamy uwagę na podwyżki stóp procentowych w Polsce, które będą wpływały pozytywnie na prognozy, które naszym zdaniem ich jeszcze nie uwzględniają. Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj dla banku.

cena bieżąca 38,20 PLN **potencjał zmiany**
cena docelowa 40,66 PLN **+6,4%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	40,66 PLN	2021-04-23

Podstawowe dane		PKO PW	vs. WIG
ticker	PKO PW	zmiana 1M	-5,4%
ISIN	PLPKO0000016	zmiana YTD	+33,0%
liczba akcji (mln)	1 250,0	średni obrót 1M	83,9 mln PLN
MC (mln PLN)	47 750,0	średni obrót 6M	88,7 mln PLN
		P/E 12M fwd	9,9
free float	70,6%	P/E 5Y avg	12,3
		dyskonto	

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	10 279	10 151	10 081	10 354	10 652
WNDB	15 038	14 566	14 854	15 218	15 616
koszty	-6 516	-6 313	-6 122	-6 675	-6 856
saldo rezerw	-1 261	-2 305	-1 863	-1 694	-1 541
zysk netto	4 031	-4 056	4 374	4 370	4 623
P/E	10,2	-	9,4	9,4	8,9
P/BV	1,1	1,2	1,1	1,1	1,1
ROE	10,0%	-	10,8%	10,3%	10,7%
DPS	1,33	0,00	0,00	3,15	3,15
DYield	3,5%	0,0%	0,0%	8,2%	8,2%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
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)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	10 279	10 346	10 081	10 354	10 652
wynik prowizyjny	3 047	3 904	4 150	4 227	4 312
wynik handlowy	807	276	373	372	370
pozostałe przychody netto	905	250	251	267	283
wynik pozaodsetkowy	4 759	4 430	4 774	4 865	4 965
WNDB	15 038	14 776	14 854	15 218	15 616
koszty operacyjne	6 516	6 312	6 122	6 675	6 856
zysk operacyjny	8 522	8 464	8 732	8 544	8 760
saldo rezerw	1 712	9 121	1 863	1 694	1 541
udział w jednostkach zal	31	16	21	22	24
wynik brutto	6 841	-641	6 890	6 872	7 243
podatek	-1 787	-865	-1 509	-1 478	-1 553
zyski mniejszościowych	-1	4	4	4	4
podatek bankowy	1 022	1 055	1 011	1 027	1 072
zysk netto	4 031	-2 557	4 374	4 370	4 623

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
etap I (2021-23)	6 424	11%
korekta o PV	2 867	5%
etap II (2024-38)	42 844	71%
etap III (2039-58)	7 063	12%
wartość rezidualna	1 370	2%
wartość godziwa	60 568	100%
liczba akcji (mln)	1 250	
koszt kapitału	8,5%	
wartość godziwa na akcję (PLN)	48,45	
cena docelowa za 9M (PLN)	51,54	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
początkowe TNAV	43 694	74%
etap I (2021-23)	3 792	6%
korekta o PV	1 476	2%
etap II (2024-38)	8 577	14%
etap III (2039-58)	1 637	3%
wartość godziwa	59 176	100%
liczba akcji (mln)	1 250	
koszt kapitału	8,5%	
wartość godziwa na akcję (PLN)	47,34	
cena docelowa za 9M (PLN)	50,36	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	60 568
zyski ekonomiczne	50%	59 176
średnia wartość godziwa		59 872
na akcję (PLN)		47,90
podatek bankowy		-9,68
wartość godziwa na akcję		38,22
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M (PLN)		40,66

Santander Bank Polska kupuj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 michal.konarski@mbank.pl
Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 mikolaj.lemanczyk@mbank.pl

Uważamy, że kluczowa dla Santander Bank Polska jest kwestia rozwiązania problemu franków. Cały czas oczekujemy, że Santander Bank Polska poniesie główne koszty restrukturyzacji w 2021 roku, chociaż opieszałość banku w składaniu konkretnych deklaracji napawa nas coraz większą obawą czy cały proces odbędzie się jeszcze w 2021 roku. Co interesujące, uważamy, że bank praktycznie nie odczuje odpisu na współczynnikach wypłacalności ponieważ redukcja TREA co najmniej zrównoważy ujemny wynik netto. Oznacza to, że gdyby nie strata netto w 2021 roku to bank mógłby już w 2022 roku wypłacić 100% zysku netto (pod warunkiem cofnięcia przez KNF warunku K1 i K2), a nawet więcej zakładając wypłatę zysku niepodzielonego. Jednocześnie współczynnik ROE banku powinien wrócić w okolice prognozowanego przez nas kosztu kapitału czyli 8,5%. Zdopingować bank do szybszej decyzji odnośnie ugód może tymczasowa decyzja KNF odnośnie wypłat dywidend w 2H'21, która zdecydowanie penalizuje banki z ekspozycją na CHF. Polityka dywidendowa KNF wskazuje, że Santander może wypłacić zaledwie 30% z 2020 roku i za zgodą KNF zysk niepodzielony. Pozostawiamy nasze założenia inwestycyjne bez zmian oraz rekomendację kupuj bez zmian.

cena bieżąca	256,30 PLN	potencjał zmiany
cena docelowa	283,70 PLN	+10,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	283,70 PLN	2021-04-19

Podstawowe dane			SPL PW	vs. WIG
ticker	SPL PW	zmiana 1M	-6,4%	-7,1%
ISIN	PLBZ00000044	zmiana YTD	+38,0%	+19,9%
liczba akcji (mln)	102,1	średni obrót 1M	17,0 mln PLN	
MC (mln PLN)	26 165,2	średni obrót 6M	17,1 mln PLN	
		P/E 12M fwd	15,5	+12,8%
free float	31,7%	P/E 5Y avg	13,8	premija

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	6 580	5 888	5 776	6 165	6 541
WNDB	9 485	8 647	8 755	9 268	9 794
koszty	-4 340	-4 210	-3 804	-4 026	-4 218
saldo rezerw	-1 183	-1 722	-1 422	-1 295	-1 336
zysk netto	2 138	1 037	-653	2 201	2 387
P/E	10,1	20,7	-	9,8	9,0
P/BV	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9
ROE	8,5%	4,0%	-	8,0%	8,3%
DPS	19,72	0,00	16,25	17,25	17,25
DYield	7,7%	0,0%	6,3%	6,7%	6,7%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
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)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	6 580	5 888	5 776	6 165	6 541
wynik prowizyjny	2 128	2 152	2 251	2 391	2 526
wynik handlowy	500	431	496	471	476
pozostałe przychody netto	276	176	232	242	251
wynik pozaodsetkowy	2 904	2 759	2 979	3 103	3 253
WNDB	9 485	8 647	8 755	9 268	9 794
koszty operacyjne	4 340	4 210	3 804	4 026	4 218
zysk operacyjny	5 145	4 438	4 951	5 242	5 576
saldo rezerw	1 368	2 041	4 123	1 436	1 477
udział w jednostkach zał	67	86	86	86	86
wynik brutto	3 844	2 483	914	3 892	4 186
podatek	800	644	759	861	934
zyski mniejszościowych	-306	-200	-200	-199	-199
podatek bankowy	-599	-602	-608	-631	-666
zysk netto	2 138	1 037	-653	2 201	2 387

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
kredyty netto	143 403	141 999	144 100	154 990	165 571
pozostałe aktywa	66 074	87 313	85 590	83 399	81 290
aktywa razem	209 476	229 311	229 689	238 390	246 860
depozyty	156 480	171 522	173 324	175 249	179 912
pozostałe zobowiązania	26 016	29 131	28 245	32 704	35 823
udziały mniejszościowe	1 548	1 663	1 779	1 894	2 009
kapitały własne	25 432	26 995	26 342	28 543	29 116

Wskaźniki

(%)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
NIM	3,3%	2,8%	2,6%	2,7%	2,8%
C/I	45,8%	48,7%	43,4%	43,4%	43,1%
CoR	0,8%	1,2%	1,0%	0,8%	0,8%
NPL Ratio	5,2%	5,8%	6,2%	5,8%	5,8%
tier 1	15,2%	18,0%	18,8%	19,7%	19,3%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
etap I (2021-23)	1 723	5%
korekta o PV	2 198	7%
etap II (2024-38)	20 969	63%
etap III (2039-58)	6 292	19%
wartość rezidualna	2 278	7%
wartość godziwa	33 461	100%
liczba akcji (mln)	99	
koszt kapitału	8,5%	
wartość godziwa na akcję (PLN)	337,19	
cena docelowa za 9M (PLN)	358,68	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
początkowe TNAV	28 016	80%
etap I (2021-23)	1 350	4%
korekta o PV	804	2%
etap II (2024-38)	4 230	12%
etap III (2039-58)	581	2%
wartość godziwa	34 980	100%
liczba akcji (mln)	99	
koszt kapitału	8,5%	
wartość godziwa na akcję (PLN)	352,50	
cena docelowa za 9M (PLN)	374,97	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	33 461
zyski ekonomiczne	50%	34 980
średnia wartość godziwa		34 220
na akcję (PLN)		344,84
podatek bankowy		-78,15
wartość godziwa na akcję		266,69
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M (PLN)		283,70

Komercni Banka akumuluj (podwyższona)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 michal.konarski@mbank.pl
Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 mikolaj.lemanczyk@mbank.pl

Podwyższamy naszą rekomendację dla Komercni Banka do akumuluj jednocześnie pozostawiając prognozy i wycenę bez zmian. Nasze prognozy już uwzględniają podwyżki stóp procentowych. Jednocześnie oczekujemy, że koszt ryzyka Komercni Banka spadnie do 53 p.b. w 2021 r. a następnie zanotuje dalszą poprawę do około 30 p.b. w latach 2022 i 2023. Zgodnie z prognozą Zarządu na 2021 rok oczekujemy braku wzrostu kosztów operacyjnych a następnie ich wzrostu o około +1% w latach 2022-23. Spowoduje to, że wskaźnik C/I ulegnie poprawie z poziomu 50,5% w 2020 roku do 43% w 2022 r. W 2021 roku oczekujemy także spadku marży odsetkowej o 11 p.b., a następnie jej odbicie o 9 p.b. w 2022 r. dzięki wzrostowi stóp procentowych. Zgodnie z wytycznymi Czeskiego Banku Centralnego zakładamy wypłatę dywidendy na poziomie 23 CZK/akcję, co przekłada się na DY 3,4%. Ze względu na bardzo dobrą sytuację kapitałową w kolejnych dwóch latach zakładamy wzrost wypłaty do odpowiednio 100% oraz 76%, co przekłada się na DPS 49 CZK i 51 CZK i DY 7,2% i 7,5%. Poziom wypłaty może wzrosnąć w 2021 roku jeżeli CNB zdejmie narzucone restrykcje w 2H'21.

cena bieżąca 779,00 CZK **potencjał zmiany**
cena docelowa 804,77 CZK **+3,3%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	804,77 CZK	2021-07-06	
poprzednia	trzymaj	804,77 CZK	2021-06-02	
Podstawowe dane			KOMB CP	vs. WIG
ticker	KOMB CP	zmiana 1M	-1,3%	-2,0%
ISIN	CZ0008019106	zmiana YTD	+18,6%	+0,5%
liczba akcji (mln)	188,9	średni obrót 1M	106,9 mln CZK	
MC (mln PLN)	147,1	średni obrót 6M	118,3 mln CZK	
		P/E 12M fwd	13,7	+11,9%
free float	39,6%	P/E 5Y avg	12,3	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln CZK)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	23 591	21 360	21 612	23 947	26 034
WNDB	32 573	29 664	30 217	32 966	35 513
koszty	-14 932	-14 995	-15 090	-15 213	-15 351
saldo rezerw	572	-4 578	-3 790	-2 161	-2 274
zysk netto	14 901	8 156	9 321	12 819	14 712
P/E	8,2	15,1	13,2	9,6	8,3
P/BV	1,4	1,3	1,2	1,2	1,2
ROE	14,3%	7,4%	8,0%	10,6%	11,8%
DPS	51,00	0,00	23,00	49,00	51,00
DYield	6,5%	0,0%	3,0%	6,3%	6,5%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
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)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy netto	23 591	21 360	21 612	23 947	26 034
wynik prowizyjny	5 983	5 210	5 594	5 974	6 402
wynik handlowy	2 804	2 884	2 797	2 825	2 854
pozostałe przychody	195	210	214	218	223
WNDB	32 573	29 664	30 217	32 966	35 513
koszty operacyjne	-14 932	-14 995	-15 090	-15 213	-15 351
wynik operacyjny	17 641	14 669	15 128	17 752	20 162
saldo rezerw	572	-4 578	-3 790	-2 161	-2 274
zysk operacyjny netto	18 213	10 091	11 338	15 591	17 888
zysk jednostek zależnych	378	193	203	213	223
wypłaty emerytalne	0	0	0	0	0
zysk brutto	18 591	10 284	11 540	15 804	18 111
podatek dochodowy	-3 419	-1 985	-2 077	-2 845	-3 260
zyski mniejszościowych	271	143	142	140	139
zysk netto	14 901	8 156	9 321	12 819	14 712

Bilans

(mld CZK)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
kredyty netto	647	680	729	784	833
pozostałe aktywa	430	487	514	512	510
aktywa razem	1 077	1 167	1 243	1 296	1 343
depozyty	822	906	973	986	1 002
pozostałe zobowiązania	147	144	148	184	210
udziały mniejszościowe	3	3	3	3	4
kapitały własne	106	114	119	122	127

Wskaźniki

(%)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
NIM	2,3%	2,0%	1,9%	1,9%	2,0%
C/I	45,8%	50,5%	49,9%	46,1%	43,2%
CoR	-0,1%	0,7%	0,5%	0,3%	0,3%
NPL Ratio	2,1%	2,6%	3,0%	2,5%	2,5%
Tier 1	19,1%	21,7%	21,3%	19,7%	19,1%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln CZK)	wartość	udział
etap I (2021-23)	20 131	14%
korekta o PV	5 494	4%
etap II (2024-38)	89 879	61%
etap III (2039-58)	25 599	17%
wartość rezidualna	6 938	5%
wartość godziwa	148 040	100%

liczba akcji (mln) 189
koszt kapitału 7,0%
wartość godziwa na akcję (CZK) 784
cena docelowa za 9M (CZK) 825

Model zysków ekonomicznych

(mln CZK)	wartość	udział
początkowe TNAV	106 056	75%
etap I (2021-23)	10 847	8%
korekta o PV	2 508	2%
etap II (2024-38)	15 756	11%
etap III (2039-58)	5 601	4%
wartość godziwa	140 768	100%

liczba akcji (mln) 189
koszt kapitału 7,0%
wartość godziwa na akcję (CZK) 745
cena docelowa za 9M (CZK) 785

Podsumowanie wyceny

(mln CZK)	waga	wycena
DDM	50%	148 040
zyski ekonomiczne	50%	140 768
średnia wartość godziwa		144 404
na akcję (CZK)		764,63
koszt kapitału 9M		5,3%
cena docelowa za 9M (CZK)		804,77

Moneta Money Bank kupuj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 michal.konarski@mbank.pl
Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 mikolaj.lemanczyk@mbank.pl

Pierwsza w cyklu podwyżka stóp procentowych, choć oczekiwana jest dobrą informacją dla Monety, która ze względu na duży udział kredytów detalicznych powinna zyskiwać relatywnie więcej niż inne banki. Inną informacją, która może sprzyjać Monecie w najbliższym czasie jest posiedzenie RN ECB 23 lipca, na którym ma zapaść decyzja odnośnie luzowania polityki dywidendowej w strefie euro. Jest to istotne ponieważ CNB w swoich rekomendacjach jeżeli chodzi o politykę dywidendową ma podejście zbliżone do ECB, więc jeśli europejscy bankierzy centralni zniosą ograniczenia stóp wypłaty dywidendy począwszy od 4Q'21, to CNB może pójść za ich przykładem, co w przypadku Monety może oznaczać np. dywidendę zaliczkową w pod koniec 2021. Nie można zapominać o kwestii fuzji Monety z aktywami bankowymi grupy PPF. Akcjonariusze Monety głosowali za połączeniem podmiotów, jednakże nie zgodzili się na emisję akcji, która umożliwiłaby fuzję w wyniku wymiany akcji. Oznacza to, że jeżeli PPF nie porzucił planów fuzji to będzie musiał zaproponować korzystniejsze warunki dla dotychczasowych akcjonariuszy Monety. W efekcie spodziewamy się przynajmniej chwilowego uwolnienia kursu Monety i nadrabianie zaległości do Komercyjnego Banku - zaproponowane warunki share swapu kotwiczyły kurs banku w okolicach 80 CZK za akcje. Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj.

cena bieżąca 81,70 CZK **potencjał zmiany**
cena docelowa 95,50 CZK **+16,9%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	95,50 CZK	2021-04-09

Podstawowe dane		MONET CP	vs. WIG
ticker	MONET CP	zmiana 1M	+3,8% +3,1%
ISIN	CZ0008040318	zmiana YTD	+20,1% +2,0%
liczba akcji (mln)	511,0	średni obrót 1M	123,5 mln CZK
MC (mln PLN)	41,7	średni obrót 6M	135,4 mln CZK
		P/E 12M fwd	12,5 +9,5%
free float	100,0%	P/E 5Y avg	11,4 premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln CZK)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	7 925	8 282	8 566	8 987	10 154
WNDB	10 519	12 098	11 337	11 781	13 002
koszty	-4 571	-5 020	-4 903	-4 930	-5 012
saldo rezerw	-517	-3 562	-2 253	-1 651	-1 680
zysk netto	4 019	2 601	2 934	3 732	4 602
P/E	10,2	15,7	14,0	11,0	8,9
P/BV	1,7	1,3	1,2	1,3	1,2
ROE	16,2%	9,2%	8,9%	11,1%	13,5%
DPS	6,15	0,00	3,00	7,94	5,84
DYield	7,5%	0,0%	3,7%	9,7%	7,2%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
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)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy netto	7 925	8 282	8 566	8 987	10 154
wynik prowizyjny	1 950	1 891	1 976	2 055	2 129
wynik handlowy	531	674	607	546	519
pozostałe przychody	113	1 251	188	193	199
WNDB	10 519	12 098	11 337	11 781	13 002
koszty operacyjne	-4 571	-5 020	-4 903	-4 930	-5 012
wynik operacyjny	5 500	6 572	5 920	6 316	7 432
saldo rezerw	-517	-3 562	-2 253	-1 651	-1 680
zysk brutto	4 983	3 010	3 667	4 665	5 752
podatek dochodowy	-964	-409	-733	-933	-1 150
zyski mniejszościowych	0	0	0	0	0
zysk netto	4 019	2 601	2 934	3 732	4 602

Bilans

(mld CZK)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
kredyty netto	156 409	226 072	232 924	250 642	265 638
aktywa razem	219 053	300 958	307 052	324 420	340 079
depozyty	181 523	258 906	264 515	279 428	294 181
udziały mniejszościowe	0	0	0	0	0
kapitały własne	24 411	32 300	33 682	33 338	34 937

Wskaźniki

(%)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
NIM	3,8%	3,3%	2,9%	2,9%	3,1%
C/I	47,7%	45,7%	47,8%	46,4%	42,8%
CoR	0,3%	1,9%	1,0%	0,7%	0,6%
Tier 1	14,1%	11,1%	11,4%	10,5%	10,6%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln CZK)	wartość	udział
etap I (2021-23)	7 416	16%
korekta o PV	2 334	5%
etap II (2024-38)	29 398	62%
etap III (2039-58)	6 430	14%
wartość rezydualna	1 556	3%
wartość godziwa	47 135	100%

liczba akcji (mln)	511
koszt kapitału	7,0%
wartość godziwa na akcję (CZK)	92
cena docelowa za 9M (CZK)	97

Model zysków ekonomicznych

(mln CZK)	wartość	udział
początkowe TNAV	32 300	71%
etap I (2021-23)	3 680	8%
korekta o PV	754	2%
etap II (2024-38)	8 981	20%
etap III (2039-58)	-118	0%
wartość godziwa	45 598	100%

liczba akcji (mln)	511
koszt kapitału	7,0%
wartość godziwa na akcję (CZK)	89
cena docelowa za 9M (CZK)	94

Podsumowanie wyceny

(mln CZK)	waga	wycena
DDM	50%	92,24
zyski ekonomiczne	50%	89,23
średnia wartość godziwa		90,74
cena docelowa za 9M (CZK)		95,50

Erste Group akumuluj (podwyższona)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 michal.konarski@mbank.pl
Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 mikolaj.lemanczyk@mbank.pl

Po ostatniej przecenie na nowo podnosimy naszą rekomendację do akumuluj, ale pozostawiamy nasze prognozy bez zmian. Nasze prognozy na 2021 rok są w dużej mierze zgodne z prognozą Erste, który oczekuje płaskiego wyniku odsetkowego (my +1% r/r), wzrostu wyniku prowizyjnego w średnim jednocyfrowym tempie (my +4% r/r), wyższego wyniku handlowego (my +7% r/r) oraz wzrostu kosztów poniżej przychodów (C/I spada u nas do 58% z 60% w 2020 r.). Jednocześnie bank prognozuje spadek kosztu ryzyka poniżej 65 p.b. (prognozujemy 45 p.b.), wskaźnik NPL w przedziale 3%-4% (my 3%) co w efekcie da znacznie wyższy wynik netto r/r (oczekujemy wzrostu na poziomie +69% r/r). W kolejnych latach oczekujemy płaskiej marży odsetkowej oraz dalszego spadku kosztu ryzyka co powinno poprawić wynik netto o +19% w 2022 i +10% w 2023 roku. Zgodnie z zapowiedzią Zarządu dywidenda w 2021 r. powinna być ograniczona (DY 2%) chociaż wyższa wypłata nie może być nadal wykluczona jeżeli EBA dopuści taką możliwość w 2H'21. Uważamy, że Erste jest znowu atrakcyjnie wyceniony z 2022 P/BV na poziomie 0,7x oraz P/E 8,5x chociaż należy pamiętać, że ROE (8%) pozostaje daleko w tyle w porównaniu z takimi bankami jak OTP czy Komerčni.

cena bieżąca 31,79 EUR **potencjał zmiany**
cena docelowa 34,06 EUR **+7,1%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
aktualna	akumuluj	34,06 EUR	2021-07-06	
poprzednia	trzymaj	34,06 EUR	2021-06-02	
Podstawowe dane			EBS AV	vs. WIG
ticker	EBS AV	zmiana 1M	-6,5%	-7,2%
ISIN	AT0000652011	zmiana YTD	+30,1%	+12,0%
liczba akcji (mln)	429,8	średni obrót 1M	22,8 mln EUR	
MC (mln PLN)	13 349,6	średni obrót 6M	22,4 mln EUR	
		P/E 12M fwd	10,2	+6,1%
free float	69,5%	P/E 5Y avg	10,3	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln EUR)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	4 747	4 775	4 832	4 998	5 196
WNDB	7 086	6 982	7 141	7 395	7 663
koszty	-4 283	-4 220	-4 209	-4 316	-4 410
saldo rezerw	-39	-1 295	-780	-481	-446
zysk netto	1 470	783	1 325	1 574	1 734
P/E	8,3	15,6	9,2	7,7	7,0
P/BV	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7
ROE	9,8%	4,8%	7,4%	8,3%	8,7%
DPS	2,20	0,00	0,50	1,62	1,92
DYield	7,1%	0,0%	1,6%	5,2%	6,2%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
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 EUR)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy netto	4 747	4 775	4 832	4 998	5 196
wynik prowizyjny	2 000	1 977	2 063	2 139	2 199
wynik handlowy	339	230	246	258	268
WNDB	7 086	6 982	7 141	7 395	7 663
poz. wynik operacyjny	-306	19	54	67	77
podatek bankowy	-128	-118	-86	-121	-89
koszty operacyjne	-4 283	-4 220	-4 209	-4 316	-4 410
zysk operacyjny	2 369	2 663	2 900	3 025	3 241
saldo rezerw	-39	-1 295	-780	-481	-446
zysk operacyjny netto	2 330	1 368	2 120	2 544	2 796
zyski nadzwyczajne	0	0	0	0	0
zysk brutto	2 330	1 368	2 120	2 544	2 796
podatek dochodowy	-419	-343	-409	-501	-553
zyski mniejszościowych	-441	-242	-387	-468	-509
zysk netto	1 470	783	1 325	1 574	1 734

Bilans

(mln EUR)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
kredyty netto	163 417	170 020	179 339	188 396	195 790
pozostałe aktywa	82 737	107 374	107 886	108 642	109 992
aktywa razem	246 154	277 394	287 225	297 038	305 783
depozyty	173 331	191 070	203 719	215 302	224 361
pozostałe zobowiązania	52 347	63 914	59 589	56 439	54 669
udziały mniejszościowe	4 857	5 073	5 460	5 928	6 437
kapitały własne	15 619	17 337	18 457	19 368	20 315

Wskaźniki

(%)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
NIM	2,0%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%
C/I	64,8%	60,2%	58,2%	57,5%	56,5%
CoR	0,0%	0,8%	0,4%	0,3%	0,2%
NPL Ratio	2,5%	2,7%	3,2%	3,2%	3,2%
Tier 1	15,0%	16,5%	16,9%	16,8%	16,9%

Wycena sumą części (SOTP)

(mln EUR)	wartość	FVPS (EUR)	zysk netto			P/E	BV	P/BV		
	godziwa		2021P	2022P	2023P					
Austria	7 039	16,38	427	527	560	13,3	12,6	4 709	1,4	
Savings Banks	725	1,69	54	66	73	13,4	10,9	9,9	3 077	0,2
Erste Oesterreich	3 505	8,15	191	223	230	18,4	15,7	15,3	1 631	2,1
Austria pozostała	2 809	6,53	183	238	258	15,4	11,8	10,9	2 170	1,3
CEE ogółem	13 494	31,40	1 066	1 216	1 345	12,7	11,1	10,0	7 717	1,6
Republika Czeska	6 163	14,34	507	598	625	12,1	10,3	9,9	2 578	2,3
Rumunia	2 162	5,03	189	224	261	11,5	9,6	8,3	1 698	1,2
Słowacja	2 673	6,22	195	212	265	13,7	12,6	10,1	1 174	2,1
Węgry	1 034	2,41	96	90	97	10,8	11,4	10,6	1 029	0,9
Chorwacja	1 202	2,80	70	83	85	17,1	14,5	14,2	981	1,2
Serbia	260	0,61	9	9	13	28,8	28,6	20,3	257	1,0
pozostałe	-6 605	-15,37	-168	-169	-171	39,3	39,0	38,6	3 263	-1,9
Grupa Erste ogółem	13 928	32,41								

Podsumowanie wyceny

(mln EUR)	waga	wycena
koszt kapitału 12M		6,8%
DDM	50%	13 341
zyski ekonomiczne	50%	14 515
średnia wartość godziwa		13 928
na akcję (EUR)		32,41
koszt kapitału 9M		5,1%
cena docelowa za 9M (EUR)		34,06

RBI

akumuluj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 michal.konarski@mbank.pl
 Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 mikolaj.lemanczyk@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację akumuluj dla RBI. RBI zaraportował dobry wynik za 1Q'21 chociaż prognoza Zarządu pozostaje dość konserwatywna. W 1Q'21 grupa zaraportowała koszt ryzyka na poziomie 35 p.b. a pomimo tego Zarząd oczekuje 75 p.b. w całym roku. Na korzyść RBI z pewnością będą działać podwyżki stóp w regionie a w szczególności w Rosji gdzie grupa ma znaczące aktywa. Z drugiej strony podtrzymujemy, że zagrożeniem dla RBI jest polski portfel kredytów CHF. Bank zapowiedział, że nie przystąpi do programu ugod na zasadzie KNF. Uważamy, że w średnim i długim terminie może się to przyczynić do podwyższonych kosztów związanych z ryzykiem prawnym. Na koniec 2020 r. portfel kredytów RBI w Polsce miał wartość około 2,7 mld EUR, co oznacza, że przy niezmiennym kursie walutowym, jeżeli wszyscy klienci pójdą do sądu i wygrają, kosztów frankowych właśnie takiej skali należy się spodziewać w RBI.

cena bieżąca 19,49 EUR **potencjał zmiany**
cena docelowa 21,00 EUR **+7,7%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	21,00 EUR	2021-04-09

Podstawowe dane			RBI AV	vs. WIG
ticker	RBI AV	zmiana 1M	-3,8%	-4,5%
ISIN	AT0000606306	zmiana YTD	+20,3%	+2,2%
liczba akcji (mln)	328,9	średni obrót 1M	8,0 mln EUR	
MC (mln PLN)	6 411,0	średni obrót 6M	8,7 mln EUR	
		P/E 12M fwd	8,1	+3,8%
free float	41,2%	P/E 5Y avg	7,8	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln EUR)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	3 412	3 241	3 188	3 329	3 395
WNDB	5 226	5 095	4 955	5 166	5 295
koszty	-3 086	-3 176	-3 031	-3 078	-3 124
saldo rezerw	-373	-686	-832	-807	-822
zysk netto	1 227	803	632	746	798
P/E	4,7	7,2	9,2	7,8	7,3
P/BV	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
ROE	9,9%	6,1%	4,6%	5,2%	5,3%
DPS	1,12	0,37	0,48	0,58	0,68
DYield	5,7%	1,9%	2,4%	3,0%	3,5%

Zmiana prognoz	2021P	2022P	2023P
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 EUR)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy netto	3 412	3 241	3 188	3 329	3 395
wynik prowizyjny	1 797	1 738	1 798	1 855	1 914
wynik handlowy	17	115	-31	-18	-14
WNDB	5 226	5 095	4 955	5 166	5 295
koszty całkowite	-3 086	-3 176	-3 031	-3 078	-3 124
zysk operacyjny	2 140	1 919	1 925	2 088	2 171
saldo rezerw	-373	-686	-832	-807	-822
zysk brutto	1 767	1 233	1 092	1 281	1 349
podatek dochodowy	-402	-324	-353	-409	-418
zysk netto	1 365	909	739	872	931
zyski mniejszościowych	-138	-106	-107	-126	-133
ZN przyp. akcjonar.	1 227	803	632	746	798

Wycena sumą części (SOTP)

(mln EUR)	Wartość	FVPS	Zysk netto			P/E			BV	P/BV
	godziwa	(EUR)	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P	2021	2021
CEE	1 361	4,14	76	16	51	17,9	86,0	26,7	4 296	0,3
SEE	4 370	13,29	313	378	392	14,0	11,6	11,1	3 128	1,4
EE	2 202	6,69	624	690	698	3,5	3,2	3,2	2 697	0,8
Corporate Center	4 795	14,58	-13	5	10	-364,3	888,2	461,7	2 617	1,8
Corporates and Markets	3 276	9,96	229	274	273	14,3	12,0	12,0	3 392	1,0
Reconciliation	-9 545	-29,02	-489	-491	-494	19,5	19,4	19,3	-1 807	5,3
Grupa Raiffeisen	6 459	19,64	739,3	872	930,6	8,7	7,4	6,9	14 323	0,5

Podsumowanie wyceny

(mln EUR)	waga	wycena
DDM	50%	14,29
zyski ekonomiczne	50%	24,98
średnia wartość godziwa		19,64
cena docelowa za 9M (EUR)		21,00

OTP Bank trzymaj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 michal.konarski@mbank.pl
Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 mikolaj.lemanczyk@mbank.pl

Pozostawiamy bez zmian rekomendację trzymaj. Nasze obecne prognozy przekładają się na ROE 14,8% w 2021 roku, a następnie 14,7%-14,2% w kolejnych dwóch latach. Zarząd w 2021 roku oczekuje wzrostu ROE z poziomu 11% w 2020 roku, spadku kosztu ryzyka, spadku wskaźnika kosztów do średnich aktywów, dalszej erozji marży odsetkowej oraz płaskich wolumenów kredytowych. Nasze prognozy są zgodne z zapowiedziami Zarządu a nawet konserwatywne w odniesieniu do kosztu ryzyka, którego poziom wyznaczyliśmy na 97 p.b. w 2021 roku (138 p.b. w 2020 r.). Na pewno na korzyść OTP Banku działa rozpoczęcie cyklu podwyżek przez Węgierski bank centralny co powinno poprawiać perspektywę wyniku odsetkowego. Dodatkowo zgodnie z zapowiedziami, OTP kontynuuje przejęcia w regionie. Kolejnym nabytkiem OTP jest bank w Słowenii Nova KBM. Bank powinien wesprzeć zysk netto OTP o około 5%-8%. Z drugiej strony spekulowana cena za akwizycję na poziomie 1.0x P/BV nie robi dużego wrażenia.

cena bieżąca 15 960,00 HUF
cena docelowa 15 143,00 HUF **potencjał zmiany** -5,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	15 143,00 HUF	2021-06-02

Podstawowe dane			OTP HB	vs. WIG
ticker	OTP HB	zmiana 1M	-2,0%	-2,7%
ISIN	HU0000061726	zmiana YTD	+19,5%	+1,4%
liczba akcji (mln)	267,0	średni obrót 1M	7,0 mld HUF	
MC (mln PLN)	4 261,9	średni obrót 6M	6,1 mld HUF	
		P/E 12M fwd	9,7	-2,5%
free float	100,0%	P/E 5Y avg	10,0	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mld HUF)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	706	788	809	857	908
WNDB	1 081	1 172	1 204	1 262	1 325
koszty	568	632	632	650	671
saldo rezerw	47	188	144	137	139
zysk netto	412	259	393	434	468
P/E	8,5	13,5	8,9	8,1	7,5
P/BV	1,9	1,7	1,5	1,4	1,2
ROE	20,1%	10,8%	14,8%	14,7%	14,2%
DPS	229,63	0,00	214,76	232,43	246,24
DYield	1,4%	0,0%	1,3%	1,5%	1,5%

Zmiana prognoz	2021P	2022P	2023P
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

(mld HUF)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	706	788	809	857	908
wynik prowizyjny	283	293	305	312	320
pozostały	92	91	91	94	97
WNDB	1 081	1 172	1 204	1 262	1 325
koszty dział. operacyjnej	568	632	632	650	671
wynik operacyjny	513	540	573	613	654
saldo rezerw	47	188	144	137	139
zysk brutto	466	352	428	476	515
podatek dochodowy	47	42	49	55	60
zysk netto dywizji	419	310	379	421	455
odpis WNIp	-8	1	0	0	0
podatek bankowy	-16	-17	-19	-21	-22
inne	0	1	2	2	2
zyski mniejszościowych	17	-36	31	32	33
zysk netto	412	259	393	434	468

Bilans

(mld HUF)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
kredyty netto	12 248	13 529	14 546	15 653	16 686
pozostałe aktywa	7 874	9 807	10 528	11 009	11 470
aktywa razem	20 122	23 336	25 074	26 661	28 156
depozyty	15 523	17 891	19 121	20 382	21 666
pozostałe zobowiązania	2 308	2 908	3 163	3 156	3 004
udziały mniejszościowe	5	4	5	5	6
kapitały własne	2 286	2 533	2 786	3 118	3 480

Wskaźniki

(%)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
NIM	4,1%	3,6%	3,3%	3,3%	3,3%
C/I	52,5%	54,0%	52,5%	51,5%	50,6%
CoR	0,4%	1,4%	1,0%	0,9%	0,8%
NPL Ratio	6,3%	5,5%	6,2%	5,8%	5,6%
Tier 1	13,9%	15,4%	15,7%	16,5%	17,4%

Wycena sumą części (SOTP)

(mld HUF)	wartość		zysk netto			P/E	BV	P/BV		
	godziwa	FVPS (HUF)	2021	2022	2023					
Węgry + pozostałe	2 042	7 648	201,9	214,3	224,0	10,1	9,5	9,1	541	3,8
CEE ogółem	1 961	7 330	177,4	206,7	231,2	11,1	9,5	8,5	2 070	0,9
DSK	685	2 565	63,8	72,9	77,7	10,7	9,4	8,8	699	1,0
OBS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
OTP Banka Hrvatska	229	859	19,6	23,2	26,5	11,7	9,9	8,7	338	0,7
OTP Banka Romania	93	347	5,5	6,6	7,7	16,7	14,0	12,0	131	0,7
OTP Russia	284	1 050	15,8	17,8	22,3	18,4	16,3	13,1	181	1,6
CJSC OTP Bank	182	683	29,9	31,9	34,8	6,1	5,7	5,2	123	1,5
OTP Banka Serbia	245	919	18,8	25,9	31,4	14,3	10,4	8,6	272	1,0
KCB	54	202	4,7	5,2	5,5	11,5	10,4	9,7	79	0,7
OTP Albania	27	101	2,8	2,9	3,5	9,7	9,3	7,7	31	0,9
OTP Moldova	43	162	4,7	5,7	6,3	9,2	7,5	6,9	40	1,1
OTP Slovenia	118	443	11,7	14,6	15,5	10,1	8,1	7,6	176	0,7
suma dywizji	4 004	14 978	379,4	421,1	455,1	10,5	9,4	8,7	2 611	1,6
podatek bankowy	-219	-820								
Grupa OTP ogółem	3 785	14 158								

Podsumowanie wyceny

(mld HUF)	waga	wycena
koszt kapitału 12M		9,3%
DDM	50%	4 048
zyski ekonomiczne	50%	4 019
średnia wartość godziwa		4 034
na akcję (HUF)		14 978
podatek bankowy		-820
zyski mniejszościowych		-128
wartość godziwa na akcję (HUF)		14 158
koszt kapitału 9M		7,0%
cena docelowa za 9M (HUF)		15 143

PZU akumuluj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 michal.konarski@mbank.pl
Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 mikolaj.lemanczyk@mbank.pl

Pozostawiamy rekomendację akumuluj bez zmian. Cały czas podtrzymujemy, że PZU powinno być pośrednim beneficjentem restrykcji pandemicznych w krótkim okresie (niższe odszkodowania w majątku) jak i w dłuższym (wzrost kapitały własne w przeciągu następnych 3 lat co zwiastować może wysokie dywidendy. W 2021 roku WZA zaakceptowało propozycję PZU wypłaty dywidendy w wysokości 3,50 PLN. Dzień dywidendy został ustalony na 15 września a wypłaty 6 października. W kolejnych latach oczekujemy normalizacji wypłaty do 90% co przekłada się na DY 10%, znacznie powyżej grupy porównawczej.

cena bieżąca 37,30 PLN **potencjał zmiany**
cena docelowa 40,63 PLN **+8,9%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	40,63 PLN	2021-06-02

Podstawowe dane			PZU PW	vs. WIG
ticker	PZU PW	zmiana 1M	-2,4%	-3,1%
ISIN	PLPZU0000011	zmiana YTD	+15,3%	-2,8%
liczba akcji (mln)	863,5	średni obrót 1M	76,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	32 209,4	średni obrót 6M	69,6 mln PLN	
		P/E 12M fwd	10,0	-7,8%
free float	64,8%	P/E 5Y avg	10,9	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
skł. przyp. brutto	24 191	23 866	24 426	25 076	25 762
odszkodowania	-15 695	-15 580	-15 996	-16 208	-16 816
wynik inv.	2 210	2 178	2 022	1 623	1 638
koszty razem	-5 119	-5 132	-5 149	-5 275	-5 405
zysk netto	3 295	1 912	3 193	3 178	3 181
P/E	8,4	14,5	8,7	8,8	8,7
P/BV	2,0	1,8	1,8	1,8	1,7
ROE	21,2%	11,2%	17,8%	17,7%	17,4%
DPS	2,80	0,00	4,18	3,33	3,31
DYield	7,5%	0,0%	11,2%	8,9%	8,9%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
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)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
składka przypisana brutto	24 191	23 866	24 426	25 076	25 762
składka zarobiona netto	23 090	23 024	23 248	23 886	24 542
odszkodowania i świadczeń	-15 695	-15 580	-15 996	-16 208	-16 816
wynik inwestycyjny	2 210	2 178	2 022	1 623	1 638
koszty akwizycji	-3 363	-3 317	-3 316	-3 400	-3 487
koszty administracyjne	-1 756	-1 815	-1 833	-1 875	-1 918
pozostałe przychody/koszty	-900	-626	-647	-653	-658
wynik na działalności banku	3 498	194	2 680	3 598	3 909
wynik operacyjny	7 084	4 058	6 159	6 970	7 211
koszty finansowe	0	0	0	0	0
jednostki zależne	-4	0	0	0	0
zysk brutto	7 080	4 058	6 159	6 970	7 211
podatek dochodowy	-1 895	-1 528	-1 558	-1 781	-1 848
zysk mniejszości	1 890	618	1 407	2 012	2 182
zysk netto	3 295	1 912	3 193	3 178	3 181

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
etap I (2021-23)	8 007	29%
korekta o PV	1 411	5%
etap II (2024-38)	13 865	51%
etap III (2039-58)	3 264	12%
wartość rezidualna	697	3%
wartość godziwa	27 246	100%
liczba akcji (mln)	864	
koszt kapitału	8,5%	
wartość godziwa na akcję (PLN)	31,55	
cena docelowa za 9M (PLN)	33,56	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
początkowe TNAV	15 342	62%
etap I (2021-23)	3 450	14%
korekta o PV	534	2%
etap II (2024-38)	4 640	19%
etap III (2039-58)	925	4%
wartość godziwa	24 892	100%
liczba akcji (mln)	864	
koszt kapitału	8,5%	
wartość godziwa na akcję (PLN)	28,83	
cena docelowa za 9M (PLN)	30,66	

Wycena PZU (bez banków)

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	27 246
zyski ekonomiczne	50%	24 892
średnia wartość godziwa		26 069

Wycena sumą części (SOTP)

(mln PLN)	łącznie	na akcję
PZU (bez banków)	26 069	30,19
Bank Pekao	5 938	6,88
Alior Bank	976	1,13
suma części	31 925	38,20
cena docelowa za 9M (PLN)	40,63	

Kruk akumuluj (podtrzymana)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 michal.konarski@mbank.pl
Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 mikolaj.lemanczyk@mbank.pl

Obniżamy wycenę Kruka do 288,46 PLN ze względu na odcięcie dywidendy oraz nieco niższą wycenę porównawczą. Nasza nowa wycena nadal implikuje rekomendację akumuluj. Cały czas podtrzymujemy, że ostatnie wyniki pokazują, że potencjału wzrostu należy obecnie szukać w silnym konsumencie, a nie w portfelach niepracujących spływających po pandemii COVID-19, czego jeszcze oczekiwaliśmy we wrześniu zeszłego roku. Pomimo recesji Kruk zaskoczył rynek rekordowo wysokimi spłatami oraz rewaluacjami, co właśnie wskazuje, że klienci przeszli kryzys bez większego szwanku. Z kolei nie potwierdziły się nasze oczekiwania odnośnie napływu kredytów niepracujących w związku z pandemią i falą bankructw. Od marca 2020 roku (wybuch pandemii) do marca 2021 roku portfel kredytów niepracujących w Polsce spadł o 0,6 mld PLN, co można tłumaczyć niespotykaną skalą programów pomocowych. Z drugiej strony zostaliśmy absolutnie zaskoczeni spłatami i rewaluacjami na portfelu, co również potwierdziło skuteczność pomocy. W naszych prognozach zmniejszyliśmy wskaźnik NPL dla sektora bankowego, co oznacza mniejszy rynek dla windykatorów, ale z drugiej strony podnieśliśmy nasze oczekiwania odnośnie podaży portfeli, które jeszcze we wrześniu prognozowaliśmy na niższym poziomie w obawie przed bardziej zachowawczym zachowaniem banków. Dodatkowo oczekujemy rosnących zakupów na rynkach zagranicznych (Włochy, Hiszpania), które wykazują również pozytywny trend w spłatach pomimo kryzysu.

cena bieżąca	267,00 PLN	potencjał zmiany
cena docelowa	288,46 PLN	+8,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	288,46 PLN	2021-07-06	
poprzednia	akumuluj	295,77 PLN	2021-06-09	
Podstawowe dane			KRU PW	vs. WIG
ticker	KRU PW	zmiana 1M	+0,2%	-0,6%
ISIN	PLKRRK0000010	zmiana YTD	+103,8%	+85,7%
liczba akcji (mln)	19,0	średni obrót 1M	5,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	5 075,9	średni obrót 6M	5,0 mln PLN	
		P/E 12M fwd	11,9	+2,1%
free float	100,0%	P/E 5Y avg	11,7	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody ogółem	1 251	1 138	1 467	1 566	1 666
z zakupu wierzyt.	1 138	976	1 302	1 397	1 493
z inkasa	52	57	58	59	60
koszty operacyjne	-178	-160	-205	-219	-233
zysk netto	277	81	447	463	454
P/E	12,1	40,7	7,5	7,3	7,4
P/BV	2,6	2,5	2,2	2,0	1,8
ROE	15,0%	4,0%	20,7%	19,1%	16,6%
DPS	5,00	0,00	11,00	7,79	8,07
DYield	1,9%	0,0%	4,1%	2,9%	3,0%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
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)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
nabyte pakiety wierzytelności	661	508	784	815	841
usługi windykacyjne	-1	-11	14	15	15
pozostałe produkty	6	35	54	55	57
marża pośrednia	665	532	852	885	912
koszty ogólne	178	160	206	220	234
wynik na pozostałej działalności	-2	7	-1	-1	-1
EBITDA	484	379	645	664	677
amortyzacja	44	47	49	51	53
EBIT	440	332	596	612	624
przychody/koszty finansów	-126	-128	-85	-82	-105
zysk brutto	314	204	510	530	519
podatek dochodowy	37	123	61	64	62
zysk netto	277	81	449	467	457
nakłady na nowe portfele	783	456	1 052	1 250	1 529
spłaty	-1 782	-1 834	-1 952	-2 176	-2 216

Wycena DDM oraz EVA

(mln PLN)	DDM	EVA
początkowe TNAV		1 958
etap I (2021-30)	1 059	1 471
etap II (2031-50)	1 666	1 511
PV TV	2 284	
wartość godziwa na 07/2021	5 009	4 941
korekta o wartość pieniądza w czasie	-72	196
obecna wartość firmy	4 937	5 136
liczba akcji (mln)	19,0	19,0
koszt kapitału	9,6%	9,6%
wartość godziwa na akcję (PLN)	259,7	270,2
cena docelowa za 9M (PLN)	278,4	289,6

Podsumowanie DCF

	(mln PLN)
suma FCF	724
wartość rezydualna (TV)	12 622
wzrost FCF po prognozie	3,0%
zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	6 801
wartość firmy (EV)	7 525
dług netto	2 077
udziałowcy mniejszościowi	0
wartość firmy na 01/2021	5 449
korekta o wartość pieniądza w czasie	215
obecna wartość godziwa	5 664
ilość akcji (mln)	19,0
wartość firmy na akcję (PLN)	297,92

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DCF	25%	5 664
DDM	25%	4 937
EVA	25%	5 136
porównawcza	25%	4 726
Wycena na akcję		
(PLN)	waga	wycena
DCF	25%	298
DDM & EVA	25%	260
EVA	25%	270
Porównawcza	25%	249
koszt kapitału 9M		7,2%
cena docelowa za 9M (PLN)		288,46

GPW trzymaj (bez zmian)

Michał Konarski +48 22 438 24 05 michal.konarski@mbank.pl
Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 mikolaj.lemanczyk@mbank.pl

Na warszawskim parkiecie cały czas utrzymują się relatywnie wysokie obroty, a strumień nowych ofert publicznych nie ustaje, czego naturalnym beneficjentem jest GPW. Bardzo dobre linie przychodowe przykrywają oczekiwany wzrost bazy kosztowej, więc w 1Q'21 po oczyszczeniu o sezonową opłatę na KNF, wskaźnik C/I wyniósł zaledwie 47%. W lekkim kontraście do wyników operacyjnych GPW stoi kwestia optymalnego zarządzania kapitałem. Zadeklarowana dywidenda w wysokości 2,50 PLN jest zgodna z przyjętą polityką dywidendową, ale wobec bardzo dobrych wyników i silnego bilansu po cichu liczyliśmy na więcej. Cały czas pod znakiem zapytania stoi kwestia przejęcia giełdy armeńskiej, czekamy na jakieś konkrety w tej sprawie. Zwracamy również uwagę, na fakt zaangażowania GPW w projekt PCOL, który może stać się dodatkowym ośrodkiem capexu o rentowności niższej niż podstawowa działalność GPW. Pozostawiamy bez zmian nasze prognozy i rekomendację trzymaj.

cena bieżąca 48,90 PLN **potencjał zmiany**
cena docelowa 44,48 PLN **-9,0%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	44,48 PLN	2021-04-09

Podstawowe dane			GPW PW	vs. WIG
ticker	GPW PW	zmiana 1M	-0,2%	-0,9%
ISIN	PLGPW0000017	zmiana YTD	+7,0%	-11,1%
liczba akcji (mln)	42,0	średni obrót 1M	1,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 052,4	średni obrót 6M	3,0 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 880,8	EV/EBITDA 12M fwd	8,0	+5,8%
free float	64,8%	EV/EBITDA 5Y avg	7,5	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	336	404	396	388	388
EBITDA	188	220	220	208	207
marża EBITDA	56,0%	54,4%	55,5%	53,7%	53,5%
EBIT	156	188	187	174	172
zysk netto	119	151	158	149	146
P/E	17,2	13,6	13,0	13,8	14,1
P/BV	2,3	2,2	2,1	2,0	2,0
EV/EBITDA	10,7	8,6	8,6	8,9	8,8
DPS	3,18	2,40	2,50	2,60	2,70
DYield	6,5%	4,9%	5,1%	5,3%	5,5%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
przychody ze sprzedaży			0,0%	0,0%	0,0%
EBIT			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%

RZiS

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody ze sprzedaży	336	404	396	388	388
rynek finansowy	185	256	257	253	249
z czego obrót akcjami	94	87	151	151	145
pozostałe	169	106	102	104	0
rynek towarowy	150	144	137	133	137
z czego obsługa obrotu	79	75	72	67	64
pozostałe	69	65	66	72	0
pozostałe przychody	1	3	2	2	2
EBIT	156	188	187	174	172
EBITDA	188	220	220	208	207
udział w zyskach jednostek	11	16	14	13	12
wynik na działalności finans:	-17	-15	-5	-3	-3
zysk brutto	150	189	196	185	181
podatek dochodowy	-31	-38	-38	-36	-36
zysk netto	119	151	158	149	146

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
aktywa	1 257	1 362	1 412	1 450	1 482
aktywa trwałe	586	589	617	624	624
aktywa obrotowe	671	773	795	826	857
zob. i kapitały	1 257	1 362	1 412	1 450	1 482
zob. długoterminowe	284	281	280	280	279
zob. krótkoterminowe	100	156	155	154	154
kapitały własne	873	924	977	1 017	1 049

Wskaźniki

	2019	2020	2021P	2022P	2023P
P/E	15,6	12,3	11,8	12,6	12,8
P/BV	2,1	2,0	1,9	1,8	1,8
P/S	5,6	4,6	4,7	4,8	4,8
EV/EBITDA	9,7	7,7	7,7	8,0	7,9
DYield	7,4%	5,4%	5,6%	5,8%	6,1%

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(PLN)	PLN	%
Etap I (2021-23)	6,98	17%
Etap II (2024-30)	13,16	32%
wartość rezydualna	20,72	51%
wartość godziwa	40,86	100%
CoE (%)	8,5%	
cena docelowa za 9M (PLN)	43,46	

Podsumowanie modelu DCF

(mln PLN)	wartość
wartość rezydualna	1 706
zdyskontowana wartość rezydualna	736
zdyskontowana wartość FCF w okresie	884
dług netto	-175
udziały w spółkach	0
wartość firmy	1 795
liczba akcji (mln)	42
wartość godziwa na akcję (PLN)	42,77
CoE (%)	8,5%
cena docelowa za 9M (PLN)	45,50

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
wycena DDM	50%	40,86
wycena DCF	50%	42,77
cena wynikowa		41,81
cena docelowa za 9 m-cy		44,48

Analiza scenariuszowa

scenariusz	wycena	różnica
bazowy	44,48	-
optymistyczny	48,19	+8,3%
pesymistyczny	40,19	-9,6%

Chemia

Ciech

trzymaj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Wyniki 1Q'21 zaskoczyły pozytywnie względem naszych prognoz i konsensusu mimo relatywnej słabości segmentu sodowego. Na konferencji po wynikach 1Q'21 Zarząd Ciech przedstawił, że oczekuje wzrostu cen sody na rynku w 2022 roku w związku z wyższymi kosztami cen surowców. Z drugiej strony zwraca uwagę na duże zapasy sody u klientów, które w 1Q'21 przełożyły się na niższe o 6% r/r wolumeny sprzedaży. Uruchamianie zakładu soli warzonej w Niemczech postępuje bez większych zakłóceń, podtrzymano plany rozpoczęcia komercyjnej sprzedaży produktów w 3Q'21. Ryzykiem dla Spółki jest zapowiadane przez agencję Reuters możliwe dalsze cięcie alokacji darmowych certyfikatów w sektorze przemysłowym i chemicznym. Ciech obecnie dostaje 1,5 mln ton darmowych certyfikatów, a zmniejszenie tej puli powodowałoby dodatkowe koszty działalności. Nie zmieniamy naszej rekomendacji (trzymaj) oraz ceny docelowej (47,47 PLN) dla Grupy Ciech.

cena bieżąca

50,30 PLN

potencjał zmiany

cena docelowa

47,47 PLN

-5,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	47,47 PLN	2021-06-02

Podstawowe dane			CIE PW	vs. WIG
ticker	CIE PW	zmiana 1M	+14,6%	+13,9%
ISIN	PLCIECH00018	zmiana YTD	+72,3%	+54,2%
liczba akcji (mln)	52,7	średni obrót 1M		4,2 mln PLN
MC (mln PLN)	2 650,8	średni obrót 6M		3,8 mln PLN
EV (mln PLN)	4 220,6	EV/EBITDA 12M fwd	6,0	+8,1%
free float	33,0%	EV/EBITDA 5Y avg	5,5	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	3 549	2 976	3 323	3 528	3 575
EBITDA skor.	654	604	659	704	708
marża EBITDA	18,4%	20,3%	19,8%	20,0%	19,8%
EBIT skor.	344	266	294	324	313
zysk netto skor.	179	142	195	222	215
P/E skor.	14,8	18,7	13,6	12,0	12,4
P/BV	1,3	1,3	1,2	1,2	1,1
EV/EBITDA skor.	6,3	7,0	6,4	5,8	5,6
DPS	0,00	0,00	3,00	2,67	2,94
DYield	0,0%	0,0%	6,0%	5,3%	5,9%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2021P
EBITDA adj.			0,0%	0,0%	0,0%
zysk netto adj.			0,0%	0,0%	0,0%
soda (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
soda Ciech (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
soda vol (tys. ton)			0,0%	0,0%	0,0%
węgiel do celów energetycznych (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
węgiel koksowy (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
gaz ziemny (PLN/m ³)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA soda	488	507	559	590	598
EBITDA organika	72	76	139	96	90
EBITDA krzemiany	40	47	48	61	62
EBITDA pozostałe	-34	-48	-39	-42	-42
EBITDA norm.	654	604	659	704	708
przepływy oper.	532	767	682	666	654
amortyzacja	310	339	365	380	396
kapitał obrotowy	56	354	38	22	5
przepływy inw.	-407	-834	-458	-345	-366
CAPEX	385	708	458	345	366
przepływy fin.	-17	216	-304	-284	-296
dywidenda/buyback	0	0	-158	-141	-155
FCF	171	167	224	321	288
FCF/EBITDA	30%	28%	32%	46%	41%
CFO/EBITDA	92%	130%	96%	95%	92%

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
aktywa	5 046	5 708	5 991	6 050	6 027
aktywa trwałe	3 734	4 251	4 513	4 478	4 450
kapitał własny	1 978	2 121	2 197	2 278	2 338
udział mniejszości	-1	-2	-2	-2	-2
dług netto	1 490	1 597	1 572	1 435	1 344
dług netto/EBITDA (x)	2,6	2,7	2,2	2,0	1,9
dług netto/kap. wł. (x)	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	5,8	5,6	4,2	4,4	4,5	4,0
maksimum	38,7	23,2	18,3	13,8	12,5	11,7
mediana	10,9	10,6	10,3	7,7	7,2	6,6
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
soda (EUR/t)	244	254	254	254	254	254	254	254	254	254	254
soda Ciech (PLN/t)	931,0	937,9	937,9	937,9	937,9	937,9	937,9	937,9	937,9	937,9	937,9
soda vol (tys. ton)	1 470	1 550	1 550	1 550	1 550	1 550	1 550	1 550	1 550	1 550	1 550
przychody	3 323	3 528	3 575	3 610	3 635	3 661	3 688	3 716	3 745	3 775	3 806
EBITDA	708	704	708	700	682	706	732	712	693	680	675
marża EBITDA	21,3%	20,0%	19,8%	19,4%	18,8%	19,3%	19,8%	19,2%	18,5%	18,0%	17,7%
EBIT	343	324	313	296	289	324	367	356	340	323	315
podatek	63	60	59	55	54	62	72	70	66	63	61
CAPEX	-458	-345	-366	-389	-406	-406	-357	-349	-350	-356	-360
kapitał obrotowy	38	22	5	4	3	3	3	3	3	3	3
FCF	224	321	288	259	224	241	306	296	280	265	259
PV FCF	215	288	241	202	163	193	193	174	152	134	
WACC	7,0%	7,1%	7,1%	7,2%	7,2%	7,2%	7,3%	7,3%	7,3%	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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	2,0%
zdyskontowana wartość FCF	1 926
dług netto	1 597
inne korekty	-202
wycena DCF na akcję (PLN)	48,33

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	40,98
DCF	50%	48,33
cena wynikowa		44,66
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		47,47

Grupa Azoty trzymaj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Wzrosty cen nawozów saletranych w końcówce czerwca pozwalają z nieco większym optymizmem spojrzeć na perspektywę 3Q'21. Niestety po słabym 1Q'21 Inwestorzy będą bardzo uważnie obserwować, czy rosnące koszty gazu ziemnego i certyfikatów uda się przenieść na klientów w 2Q'21. Ryzykiem dla Spółki jest zapowiadane przez agencję Reuters możliwe dalsze cięcie alokacji darmowych certyfikatów w sektorze przemysłowym i chemicznym. Grupa Azoty obecnie dostaje ponad 4 mln ton darmowych certyfikatów, a zmniejszenie tej puli spowodowałoby dodatkowe koszty działalności. Grupa Azoty pozostaje stosunkowo wyraźnie zadłużoną spółką (3,7x EBITDA'21) z perspektywami dalszych inwestycji po ukończeniu projektu PDH. Zakładamy, że po uruchomieniu nowych instalacji Grupa Azoty będzie musiała zwiększyć strumień wydatków inwestycyjnych na redukcję emisji CO₂, co jednocześnie spowodować będzie, że jeszcze przez wiele lat akcjonariusze będą musieli się pogodzić z brakiem dywidendy. Pozostawiamy bez zmian naszą cenę docelową (34,74 PLN/akcja) oraz rekomendację trzymaj.

cena bieżąca

33,00 PLN

potencjał zmiany
cena docelowa

34,74 PLN

+5,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	34,74 PLN	2021-05-07

Podstawowe dane			ATT PW	vs. WIG
ticker	ATT PW	zmiana 1M	-3,0%	-3,7%
ISIN	PLZATRM00012	zmiana YTD	+20,2%	+2,1%
liczba akcji (mln)	99,2	średni obrót 1M		2,7 mln PLN
MC (mln PLN)	3 273,5	średni obrót 6M		4,2 mln PLN
EV (mln PLN)	9 381,0	EV/EBITDA 12M fwd	6,7	+9,3%
free float	29,0%	EV/EBITDA 5Y avg	6,1	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	11 308	10 525	12 954	12 320	14 116
EBITDA skor.	1 496	1 038	1 379	1 028	1 603
marża EBITDA	13,2%	9,9%	10,6%	8,3%	11,4%
EBIT skor.	685	272	594	217	496
zysk netto skor.	431	82	333	30	275
P/E skor.	7,6	40,0	9,8	109,6	11,9
P/BV	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA skor.	4,5	8,2	6,8	10,3	6,0
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
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/m ³)			0,0%	0,0%	0,0%
melamina (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
poliamid 6 (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
propylen (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2022P
EBITDA nawozy	965	820	962	697	742
EBITDA tworzywa	66	-32	72	60	93
EBITDA chemia	208	266	298	274	258
EBITDA energetyka	102	98	-92	-151	-110
EBITDA pozostałe	83	169	139	147	145
przepływy oper.	2 033	2 705	1 375	1 020	1 622
amortyzacja	811	766	785	811	1 107
kapitał obrotowy	636	1 333	58	-15	43
przepływy inw.	-1 186	-2 831	-2 065	-2 029	-487
CAPEX	1 044	3 009	2 065	2 029	487
przepływy fin.	-923	280	-35	913	-693
dywidenda/buyback	0	0	0	0	0
FCF	883	-469	-703	-1 014	1 126
FCF/EBITDA	62%	-35%	-51%	-99%	70%
CFO/EBITDA	143%	205%	100%	99%	101%

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2022P
aktywa	15 479	18 207	19 433	20 368	20 739
aktywa trwałe	10 705	13 512	14 728	15 951	15 336
kapitał własny	7 036	7 339	7 609	7 638	7 913
udział mniejszości	658	950	963	975	985
dług netto	2 807	4 270	5 144	6 341	5 398
dług netto/EBITDA (x)	197%	323%	373%	617%	337%
dług netto/kap. wł. (x)	40%	58%	68%	83%	68%

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	10,0	10,7	9,1	6,1	6,0	5,7
maksimum	140,9	24,2	20,1	9,3	9,3	9,1
mediana	13,2	14,5	13,0	7,1	7,1	6,9
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
mocznik (PLN/t)	1 750	1 577	1 571	1 571	1 571	1 571	1 571	1 571	1 579	1 587	1 595
saletra (PLN/t)	1 400	1 312	1 305	1 305	1 305	1 305	1 305	1 305	1 312	1 318	1 325
gaz ziem. (PLN/m ³)	941	912	912	912	912	912	912	912	912	912	912
przychody	12 954	12 320	14 116	14 380	14 594	14 734	14 876	14 987	15 144	15 302	15 465
EBITDA	1 379	1 028	1 603	1 616	1 602	1 573,9	1 556	1 529	1 457	1 471	1 499
marża EBITDA	10,6%	8,3%	11,4%	11,2%	11,0%	10,7%	10,5%	10,2%	9,6%	9,6%	9,7%
EBIT	594	217	496	540	576	584,41	572,92	536	464	473	500
podatek	75	-3	34	33	44	49,218	50,002	45	33	35	41
CAPEX	-2 065	-2 029	-487	-720	-753	-820,52	-841,07	-885	-943	-993	-998
kapitał obrotowy	58	-15	43	6	5	3,3535	3,4171	3	4	4	4
FCF	-703	-1 014	1 126	869	810	707,52	668,35	601	486	449	
PV FCF	-675	-921	957	690	602	491,79	433,98	364	274	237	230
WACC	6,1%	5,9%	6,3%	6,5%	6,6%	6,6%	6,7%	6,8%	6,8%	6,8%	6,9%
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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	2%
zdyskontowana wartość FCF	6 968,5
dług netto	2 601,6
inne korekty	-657,6
wycena DCF na akcję (PLN)	37,39

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	27,96
DCF	50%	37,39
cena wynikowa		32,68
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		34,74

Surowce

JSW

kupuj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Wzrost aktywności kupców z Europy przekłada się na wzrost cen węgla koksowego w Australii. Te ostatnie zmierzają do 190 USD/t. Dodatkowo na rynek powoli (po epidemii COVID-19) wracają kupcy z Indii, którzy zabezpieczają dostawy na drugą połowę roku. W Europie wysokie ceny stali zachęcają producentów wielkopieczowych do wzrostu produkcji, co przekłada się na wyższe ceny koksu (jeszcze w XII'20 220 USD/t, a w VI prawdopodobnie przekroczą 400 USD/t). Naszym zdaniem w korzystniejszym otoczeniu makroekonomicznym JSW może w perspektywie najbliższego roku wypracować ponad 2 mld PLN EBITDA, a oczekiwany dalszy spadek zapasów prowadzić będzie do wygenerowania pozytywnego wolnego przepływu gotówki i spadku zadłużenia. W krótkiej perspektywie wierzymy, że raport produkcyjny za 2Q'21 może pozytywnie przełożyć się na wycenę akcji JSW (publikacja w drugiej połowie VII). Ryzykiem jest eskalacja konfliktu między załogą JSW, a Zarządem, szczególnie jeśli miałby on się przerodzić w strajk. Nie zmieniamy naszej rekomendacji dla Grupy JSW (kupuj) oraz ceny docelowej (48,09 PLN/akcja).

cena bieżąca

36,69 PLN

potencjał zmiany

cena docelowa

48,09 PLN

+31,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	48,09 PLN	2021-04-09

Podstawowe dane			JSW PW	vs. WIG
ticker	JSW PW	zmiana 1M	+3,1%	+2,4%
ISIN	PLJSW0000015	zmiana YTD	+41,4%	+23,3%
liczba akcji (mln)	117,4	średni obrót 1M		24,2 mln PLN
MC (mln PLN)	4 307,8	średni obrót 6M		34,6 mln PLN
EV (mln PLN)	4 964,8	EV/EBITDA 12M fwd	3,6	+31,0%
free float	44,8%	EV/EBITDA 5Y avg	2,8	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	8 672	6 989	9 553	9 641	10 165
EBITDA skor.	1 839	-200	2 093	2 186	2 487
marża EBITDA	21,2%	-2,9%	21,9%	22,7%	24,5%
EBIT skor.	806	-1 305	935	884	1 155
zysk netto skor.	548	-1 182	652	613	834
P/E skor.	7,9	-	6,6	7,0	5,2
P/BV	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA skor.	1,9	-	2,4	2,1	1,6
DPS	1,71	0,00	0,00	0,00	2,61
DYield	4,7%	0,0%	0,0%	0,0%	7,1%

Zmiana prognoz	2021P	2022P	2023P
EBITDA (skor.)	0,0%	0,0%	0,0%
zysk netto (skor.)	0,0%	0,0%	0,0%
węgiel koksowy (PLN/t)	0,0%	0,0%	0,0%
węgiel do celów energetycznych (PLN/t)	0,0%	0,0%	0,0%
koks (PLN/t)	0,0%	0,0%	0,0%
prod. węgla (tys. t)	0,0%	0,0%	0,0%
prod. w. koks. (tys. t)	0,0%	0,0%	0,0%
prod. koksu (tys. t)	0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
prod. węgla (tys. t)	14 762	14 385	15 008	15 950	17 670
prod. w. koks. (tys. t)	10 208	11 062	12 006	12 760	14 136
udział węgla koks. (%)	1	1	1	1	1
prod. w. ener. (tys. t)	4 554	3 323	3 002	3 190	3 534
prod. koksu (tys. t)	3 170	3 331	3 900	3 700	3 500
przepływy oper.	1 538	355	2 282	2 084	2 445
amortyzacja	1 034	1 105	1 158	1 302	1 332
kapitał obrotowy	-162	126	352	71	200
przepływy inw.	-2 261	-1 811	-1 870	-1 670	-1 400
CAPEX	2 181	2 047	1 870	1 670	1 400
przepływy fin.	-180	1 442	-119	-117	-421
dywidenda/buyback	-201	0	0	0	-306
FCF	-691	-1 802	421	441	1 089
FCF/EBITDA	-38%	900%	20%	20%	44%
CFO/EBITDA	84%	-177%	109%	95%	98%

Bilans

(mln PLN)	2019P	2020	2021P	2022P	2023P
aktywa	14 926	15 031	16 167	16 808	17 507,74
aktywa trwałe	10 391	11 027	11 738	12 125	12 229,21
kapitał własny	8 463	6 920	7 573	8 185	8 713,338
udział mniejszości	388	397	397	397	396,8
dług netto	-1 252	553	260	-36	-660,809
dług netto/EBITDA (x)	-68%	-276%	12%	-2%	-27%
dług netto/kap. wł. (x)	-15%	8%	3%	0%	-8%

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	2,8	4,1	4,4	1,1	0,9	1,0
maksimum	37,2	39,0	13,0	37,2	10,0	9,4
mediana	12,2	8,6	8,2	6,2	4,6	4,5
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
w. koksowy (USD/t)	136	147	152	152	152	152	152	152	152	152	153
w. energet. (PLN/t)	263	263	263	263	263	263	263	263	263	263	263
koks (USD/t)	321	306	274	268	268	268	268	268	268	268	269
przychody	9 553	9 641	10 165	9 962	9 820	9 813	9 815	9 817	9 819	9 821	9 873
EBITDA	2 093	2 186	2 487	2 400	2 220	2 116	2 021	1 960	1 936	1 820	1 743
marża EBITDA	21,9%	22,7%	24,5%	24,1%	22,6%	21,6%	20,6%	20,0%	19,7%	18,5%	17,7%
EBIT	935	884	1 155	1 060	865	751	654	596	562	436	343
podatek	155	146	198	180	147	130	111	100	94	69	52
CAPEX	-1 870	-1 670	-1 400	-1 400	-1 400	-1 400	-1 400	-1 400	-1 400	-1 400	-1 400
kapitał obrotowy	352	71	200	-30	-34	-9	-6	-3	-1	-8	1
FCF	421	441	1 089	790	639	577	504	457	442	343	292
PV FCF	396	383	870	582	434	361	290	243	216	155	
WACC	8,2%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	0%
zdyskontowana wartość FCF	3 929,7
dług netto	552,7
inne korekty	396,8
wycena DCF na akcję (PLN)	38,60

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	51,86
DCF	50%	38,60
cena wynikowa		45,23
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		48,09

KGHM kupuj (bez zmian)

Jakub Szkopek +48 22 438 24 03 jakub.szkopek@mbank.pl

Widmo rozprzestrzeniającej się fali zachorowań na wariant Delta COVID-19 na świecie może wciąż ważyć na sentymencie do spółek wydobywczych w lipcu. Z drugiej strony propozycje dodatkowych podatków dla wydobycia miedzi w krajach będącymi głównym jej producentami (Chile, Peru, Rosja) powstrzymują globalne spółki górnicze od podejmowania nowych inwestycji. Przy rosnącym popycie ze strony elektro mobilności oraz OZE od 2023 roku rynek miedzi wchodzi w strukturalny deficyt, który może się z każdym rokiem pogłębiać. Krótkoterminowo wyższe ceny surowców zwracają uwagę górników, co przekłada się na lokalne strajki i problemy w produkcji w Ameryce Południowej. Warto zwrócić uwagę, że w ostatnich dniach liczba otwartych pozycji na miedzi spadła do 8 tys. sztuk (jeszcze w II'21 70 tys. sztuk), co oznacza że spekulanci mocno ograniczyli swoją ekspozycję na metal, a w przypadku pojawienia się pozytywnych informacji może przekładać się to na dynamiczny wzrost cen miedzi. Pozostawiamy bez zmian naszą cenę docelową (245,39 PLN/akcja) oraz rekomendację kupuj.

cena bieżąca	191,45 PLN	potencjał zmiany
cena docelowa	245,39 PLN	+28,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	245,39 PLN	2021-06-02

Podstawowe dane			KGH PW	vs. WIG
ticker	KGH PW	zmiana 1M	-5,6%	-6,3%
ISIN	PLKGHM000017	zmiana YTD	+5,5%	-12,6%
liczba akcji (mln)	200,0	średni obrót 1M	116,8 mln PLN	
MC (mln PLN)	38 290,0	średni obrót 6M	116,7 mln PLN	
EV (mln PLN)	36 757,7	EV/EBITDA 12M fwd	4,1	-11,5%
free float	63,2%	EV/EBITDA 5Y avg	4,6	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	22 723	23 632	32 865	32 883	32 665
EBITDA skor.	5 229	6 623	10 815	10 209	9 851
marża EBITDA	23,0%	28,0%	32,9%	31,0%	30,2%
EBIT skor.	3 309	4 660	8 723	8 088	7 806
zysk netto skor.	1 817	2 126	6 284	5 771	5 543
P/E skor.	21,1	18,0	6,1	6,6	6,9
P/BV	1,9	1,8	1,4	1,2	1,2
EV/EBITDA skor.	8,7	6,5	3,4	3,3	3,2
DPS	0,00	0,00	1,50	10,00	17,31
DYield	0,0%	0,0%	0,8%	5,2%	9,0%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
EBITDA (skor.)			0,0%	0,0%	0,0%
zysk netto (skor.)			0,0%	0,0%	0,0%
miedź (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
srebro (USD/oz)			0,0%	0,0%	0,0%
molibden (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
prod. miedź (tys. ton)			0,0%	0,0%	0,0%
prod. srebro (ton)			0,0%	0,0%	0,0%
prod. molibden (mln lb)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Cu KGHM Pol (tys. ton)	418	413	385	382	382
Cu KGHM Int (tys. ton)	77	67	75	75	73
Cu Sierra Gorda (tys. ton)	60	82	98	103	102
Ago Grupa (ton)	1 417	1 352	1 224	1 231	1 233
Au Grupa (tys. troz)	220	181	215	215	213
przepływy oper.	5 048	5 656	9 687	8 038	7 704
amortyzacja	1 920	1 963	2 092	2 121	2 045
kapitał obrotowy	1 227	1 172	1 167	2	-28
przepływy inw.	-3 643	-3 661	-2 806	-2 710	-1 957
CAPEX	3 336	3 675	2 806	2 710	1 957
przepływy fin.	-1 346	-489	-447	-2 147	-3 609
dywidenda/buyback	0	0	-300	-2 000	-3 462
FCF	2 298	3 258	6 881	5 327	5 747
FCF/EBITDA	50%	72%	64%	52%	58%
CFO/EBITDA	97%	85%	90%	79%	78%

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
aktywa	39 409	42 780	53 989	57 764	59 760
aktywa trwałe	31 669	34 047	36 557	37 146	37 057
kapitał własny	20 110	20 992	26 976	30 746	32 826
udział mniejszości	92	89	89	89	89
dług netto	6 857	4 813	-1 621	-4 802	-6 940
dług netto/EBITDA (x)	1,5	1,1	-0,1	-0,5	-0,7
dług netto/kap. wł. (x)	0,3	0,2	-0,1	-0,2	-0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	6,5	6,5	8,2	1,6	1,7	2,6
maksimum	28,1	17,8	102,3	9,4	9,9	22,4
mediana	11,8	10,1	12,6	5,5	5,5	5,7
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
miedź (USD/t)	9 500	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000
srebro (USD/oz)	26,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0
molibden (USD/t)	26 000	24 000	24 000	24 000	24 000	24 000	24 000	24 000	24 000	24 000	24 000
przychody	32 865	32 883	32 665	32 536	32 214	30 381	30 337	30 285	30 126	29 984	29 993
EBITDA	10 815	10 209	9 851	9 580	9 170	8 348	8 139	7 908	7 642	7 346	7 294
marża EBITDA	26,5%	24,6%	23,9%	23,3%	22,2%	20,7%	19,9%	19,1%	17,9%	17,0%	16,8%
EBIT	8 723	8 088	7 806	7 576	7 164	6 291	6 042	5 770	5 390	5 090	5 037
podatek	2 296	2 174	2 119	2 073	1 992	1 823	1 774	1 720	1 642	1 579	1 569
CAPEX	-2 806	-2 710	-1 957	-1 994	-2 032	-2 069	-2 107	-2 145	-2 258	-2 258	-2 258
kapitał obrotowy	1 167	2	-28	-16	-41	-232	-6	-7	-20	-18	1
FCF	6 881	5 327	5 747	5 497	5 105	4 223	4 253	4 037	3 723	3 492	3 470
PV FCF	6 130	4 374	4 349	3 834	3 282	2 502	2 322	2 032	1 727	1 493	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	0,0%
zdyskontowana wartość FCF	32 045
dług netto	4 813
inne korekty	366
wycena DCF na akcję (PLN)	225,24

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	236,41
DCF	50%	225,24
cena wynikowa		230,83
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		245,39

Paliwa

Lotos

akumuluj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.klischcz@mbank.pl

Nowy podwyższony scenariusz dla cen surowców i nieco bardziej optymistyczne założenia dla dyferencjału Ural/Brent pozwalają na podwyższenie naszych prognoz EBITDA LIFO dla okresu 2021-23 średnio o 8% (największy wpływ na rok bieżący z/w na oczekiwanie spadku cen gazu i ropy z obecnych poziomów w latach kolejnych). Uwzględniając wyższe mnożniki dla spółek porównywalnych rewidujemy cenę docelową w górę do 60,75 PLN (poprzednio 53,39 PLN) i utrzymujemy rekomendację akumuluj. Nadal aktualny jest nasz scenariusz systematycznej poprawy otoczenia makro w sektorze rafineryjnym wraz z powrotem ruchu na drogach i odbudowy ruchu lotniczego. Stopniowe zwiększanie podaży ropy powinno zapobiegać dalszym wzrostom cen surowca, a dodatkowo ewentualna umowa USA-Iran może poprawić dyskonto na ropach ciężkich. Z punktu widzenia Lotosu wspierające dla rentowności jest również obserwowane obecnie rozszerzanie się spreadu HSFO/diesel (presja na cracki HSFO przy tych cenach ropy i zwiększaniu użycia rafinerii, „zaległy” efekt IMO, poprawa na dieslu). Przypominamy, że każdy 1 USD/Bbl na modelowej marży to dodatkowe 0,3 mld PLN EBITDA (+15% do naszej prognozy dla roku 2021). W znormalizowanym otoczeniu marżowości (2022-23) EBITDA LIFO może wrócić do poziomu 2,5-3 mld PLN, co będzie implikować EV/EBITDA 4-4,5x. Spółka ma mocną pozycję bilansową (1,2x DN/EBITDA na koniec tego roku) i w najbliższych latach oczekujemy wysokiego FCF yield (obecny rok będzie jednorazowo zainfekowany przez odpływ gotówki na kapitał obrotowy). Są to naszymi konkretnymi argumentami przemawiającymi za poprawą parytetu względem PKN Orlen w kontekście planowanej fuzji.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA LIFO skor.	2 852	1 726	1 877	2 572	2 893
upstream	621	469	887	1 018	901
rafineria	1 965	1 021	757	1 317	1 749
detal	259	253	232	238	243
EV/EBITDA LIFO skor.	4,6	7,0	6,6	4,5	3,8
efekt LIFO	-141	-740	692	-262	0
inne zd. jednorazowe	141	740	-692	262	0
saldo finansowe	-278	-256	-289	-179	-158
przerób ropy mln ton	10,7	10,2	10,0	10,7	10,7
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	6,5	3,5	2,8	4,7	6,2
detal EBITDA/tonę	156	163	140	143	146
upstream \$ EBITDA/boe	21,4	16,2	38,7	36,3	36,8
wydobycie w mboe/d	20,7	20,3	16,9	21,3	18,6
gaz	10,9	10,1	7,4	5,5	4,1
ropa	9,8	10,2	9,4	15,8	14,5

Model DCF (bez segmentu wydobywczego)

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
Brent (USD/Bbl)	69	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
marża+dyferencjał	3,5	5,6	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2
USD/PLN	3,73	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60
przychody	26 814	25 132	25 717	25 724	25 731	25 738	25 744	25 750	25 768	25 785	25 785
EBITDA	1 642	1 292	1 992	1 981	1 970	1 959	1 953	1 939	1 926	1 912	1 912
marża EBITDA	6,1%	5,1%	7,7%	7,7%	7,7%	7,6%	7,6%	7,5%	7,5%	7,4%	7,4%
EBIT	857	483	1 178	1 134	1 216	1 189	1 167	1 142	1 115	1 086	1 086
podatek	163	92	224	215	231	226	222	217	212	206	206
CAPEX	-592	-620	-727	-727	-727	-727	-727	-727	-727	-727	-826
kapitał obrotowy	-1 145	691	-123	3	10	10	7	5	5	3	0
FCF	-257	1 271	918	1 041	1 021	1 015	1 011	1 000	992	981	880
PV FCF	-248	1 134	756	792	716	655	600	546	497	452	
WACC	7,7%	8,0%	8,2%	8,4%	8,5%	8,6%	8,7%	8,8%	8,8%	8,8%	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%

54,40 PLN

potencjał zmiany

cena bieżąca

60,75 PLN

+11,7%

cena docelowa

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	akumuluj	60,75 PLN	2021-07-06	
poprzednia	akumuluj	53,39 PLN	2021-06-02	
Podstawowe dane		LTS PW	vs. WIG	
ticker	LTS PW	zmiana 1M	+1,8%	+1,1%
ISIN	PLLOTOS00025	zmiana YTD	+31,2%	+13,1%
liczba akcji (mln)	184,9	średni obrót 1M		21,7 mln PLN
MC (mln PLN)	10 057,1	średni obrót 6M		29,2 mln PLN
EV (mln PLN)	12 393,9	EV/EBITDA 12M fwd	4,5	-14,0%
free float	46,8%	EV/EBITDA 5Y avg	5,2	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	29 493	20 909	28 115	26 646	27 060
EBITDA	2 879	-307	2 530	2 310	2 893
marża EBITDA	9,8%	-1,5%	9,0%	8,7%	10,7%
EBIT	1 970	-1 397	1 467	1 153	1 763
zysk netto	1 153	-1 146	839	602	1 154
P/E	8,7	-	12,0	16,7	8,7
P/BV	0,8	0,9	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA	4,5	-	4,9	5,0	3,7
DPS	3,00	1,00	0,00	3,00	3,00
DYield	5,5%	1,8%	0,0%	5,5%	5,5%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
EBITDA LIFO			+17,5%	+6,1%	+0,9%
zysk netto			+84,7%	-13,0%	+2,9%
Brent (USD/Bbl)			+6,2%	0,0%	0,0%
marża+dyferencjał (USD/Bbl)			+10,7%	+8,4%	0,0%
USD/PLN			0,0%	0,0%	0,0%

Bilans i CF

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF operacyjny	2 130	2 870	1 233	2 908	2 542
CFO/EBITDA LIFO skor.	75%	166%	66%	113%	88%
CAPEX	805	895	1 211	1 035	946
kapitał obrotowy	5 523	3 554	4 698	4 007	4 131
kapitał własny	12 715	11 574	12 497	12 544	13 144
dług netto	2 900	1 928	2 337	1 423	765
dług netto/EBITDA (x)	1,0	1,1	1,2	0,6	0,3

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	5,6	5,6	4,4	2,5	2,5	2,7
maksimum	78,9	43,6	21,4	21,1	17,3	14,5
mediana	10,0	9,5	9,0	5,6	4,9	4,8
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	1,0%
zdyskontowana wartość FCF	11 484
dług netto	1 928
Petrobaltic	2 670
wycena DCF na akcję (PLN)	66,13

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	48,16
DCF	50%	66,13
cena wynikowa		57,15
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		60,75

MOL kupuj (podwyższona)

Kamil Kliszczyk +48 22 438 24 02 kamil.kliszczyk@mbank.pl

Po kwietniowym komunikacie o planowanym przekazaniu akcji własnych do „rządowej” fundacji kurs MOL-a był pod presją i zachowywał się gorzej od swojej grupy porównawczej, ale powoli siła oddziaływania tego czynnika wygasa (my w konsekwencji tej decyzji skorygowaliśmy liczbę akcji i parametr Beta), a do głosu dochodzi coraz bardziej sprzyjające otoczenie makro. Rekordowe ceny gazu, coraz wyższe ceny ropy i niespotykane wcześniej marże petrochemiczne pozwalają na rewizję naszej prognozy CCS EBITDA na ten rok o prawie 20% (korekta dla okresu 2022-23 wynosi +7%). Uwzględniając aktualizację wyceny mnożnikowej podwyższamy cenę docelową do 2 816 HUF na akcję i podnosimy rekomendację do kupuj. Obecnie MOL jest wyceniany na EV/CCS EBITDA'21-23 z prawie 30% dyskontem do zintegrowanych koncernów rafineryjnych i prawie 10% poniżej benchmarku dla spółek wydobywczych (udział E&P w EBITDA to ~40-45%). Szacowany przez nas FCFE yield w najbliższych latach sięga średnio 8%, co zapewnia co najmniej utrzymanie dotychczasowego poziomu stopy dywidendy >4%. W naszej opinii profil biznesowy MOL-a najlepiej w regionie wpisuje się w obecne trendy makro w sektorze paliwowym. Istotnym katalizatorem może być publikacja bardzo dobrych wyników za 2Q.

cena bieżąca 2 378 HUF **potencjał zmiany**
cena docelowa 2 816 HUF **+18,4%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	2 816 HUF	2021-07-06	
poprzednia	trzymaj	2 294 HUF	2021-04-09	
Podstawowe dane			MOL HB	vs. WIG
ticker	MOL HB	zmiana 1M	-1,7%	-2,4%
ISIN	HU0000153937	zmiana YTD	+8,6%	-9,5%
liczba akcji (mln)	779,3	średni obrót 1M	1 941,9 mln HUF	
MC (mln PLN)	1 853 242,7	średni obrót 6M	2 185,1 mln HUF	
EV (mln PLN)	3 071 641,5	EV/EBITDA 12M fwd	3,6	-14,6%
free float	53,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,2	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mld HUF)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	5 267	4 011	5 259	4 940	5 079
EBITDA	685	579	846	660	757
marża EBITDA	13,0%	14,4%	16,1%	13,4%	14,9%
EBIT	294	67	361	175	268
zysk netto	223	-16	251	114	191
P/E	8,3	-	7,4	16,3	9,7
P/BV	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	4,0	5,3	3,6	4,6	3,8
DPS	142,44	0,00	97,36	102,65	102,65
DYield	6,0%	0,0%	4,1%	4,3%	4,3%
zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
CCS EBITDA			+19,4%	+8,8%	+5,2%
zysk netto			+84,5%	+34,0%	+17,3%
marża+dyferencjał (USD/Bbl)			+38,1%	+13,2%	0,0%
marża petchem (USD/t)			+19,4%	+8,4%	+8,2%
Brent (USD/Bbl)			+6,2%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mld HUF)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA LIFO skor.	709	630	801	677	757
upstream	305	210	384	299	273
rafineria	169	149	102	146	205
detal	83	81	159	69	112
petchem	137	156	153	162	168
gaz	54	62	42	42	42
koszty ogólne	-40	-28	-40	-41	-42
EV/EBITDA LIFO skor.	3,8	4,8	3,8	4,5	3,8
efekt LIFO	-20	-62	45	-17	0
inne zd. jednorazowe	-4	12	0	0	0
saldo finansowe	-18	-108	-16	-11	-13
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	4,6	3,8	2,7	4,0	5,6
upstream \$ EBITDA/boe	28,3	16,8	34,5	29,7	27,9
przerób ropy mln ton	17,5	17,3	17,5	17,5	17,5
wydobycie mboe/d	111,0	120,1	113,7	105,1	102,4

Bilans i CF

(mld HUF)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF operacyjny	704	572	635	658	689
CFO/EBITDA LIFO skor.	99%	91%	79%	97%	91%
CAPEX	596	442	528	499	453
kapitał obrotowy	286	435	570	536	551
kapitał własny	2 151	2 216	2 381	2 405	2 506
dług netto	559	934	929	871	738
dług netto/EBITDA (x)	0,8	1,6	1,1	1,3	1,0

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	5,6	5,6	4,4	2,5	2,5	2,7
maksimum	78,9	43,6	21,4	21,1	17,3	14,5
mediana	10,6	9,4	8,4	5,6	4,8	4,8
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF (bez segmentu wydobywczego)

(mld HUF)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
Brent (USD/Bbl)	69	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
marża+dyferencjał	2,2	4,1	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2
USD/HUF	292	287	287	287	287	287	287	287	287	287	287
przychody	4 709	4 487	4 646	4 777	4 899	5 024	5 152	5 284	5 420	5 559	5 559
EBITDA	461	361	484	531	541	545	548	551	552	553	553
marża EBITDA	9,8%	8,0%	10,4%	11,1%	11,1%	10,9%	10,6%	10,4%	10,2%	10,0%	10,0%
EBIT	198	80	195	234	261	263	263	260	254	247	224
podatek	38	15	37	44	50	50	50	49	48	47	43
CAPEX	-420	-399	-360	-315	-315	-316	-316	-320	-325	-329	-329
kapitał obrotowy	-135	35	-15	-11	-10	-11	-11	-12	-13	-12	0
FCF	-131	-18	72	161	167	169	171	169	167	165	182
PV FCF	-127	-16	60	124	119	111	103	93	85	77	
WACC	7,5%	7,6%	7,8%	8,1%	8,3%	8,5%	8,7%	8,8%	9,0%	9,0%	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

(mld HUF)	
beta	1,1
wzrost FCF po prognozie	1,0%
zdyskontowana wartość FCF	1 763
dług netto i korekty	720
segment wydobywczy	890
wycena DCF na akcję (HUF)	2 481

Wycena

(HUF)	waga	cena
porównawcza	50%	2 799
DCF	50%	2 481
cena wynikowa		2 640
koszt kapitału 9M		6,7%
cena docelowa za 9M		2 816

PGNiG akumuluj (podwyższona)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Uwzględniając bieżące trendy na rynkach surowcowych, aktualizujemy nasz scenariusz dla cen gazu (średnio +14% dla okresu 2021-23) i podwyższamy tegoroczne założenia dla ropy Brent (+6%). W przypadku gazu nadal nasze założenia plasują się poniżej krzywej terminowej (18 EUR/MWh vs 22 EUR/MWh w 1Y FWD) i jeśli kolejny sezon grzewczy nie zaskoczy negatywnie to przy obecnych niskich stanach zapasów realne jest utrzymanie cen powyżej 20 EUR/MWh. Oprócz sprzyjającego otoczenia makro w naszych nowych prognozach dla PGNiG uwzględniamy wyższe od oczekiwań wyniki 1Q'21, nieco wyższy spread PL/DE, dostosowanie cenników dla SME oraz sprzyjające warunki pogodowe w 2Q'21. W efekcie podnosimy nasze szacunki EBITDA dla okresu 2021-23 średnio o 10% i obecnie dla tego okresu odchylamy się od rynkowego konsensusu o 9% (z potencjałem dalszej rewizji w górę naszych konserwatywnych założeń dla notowań gazu). W efekcie powyższych zmian podwyższamy naszą cenę docelową dla akcji PGNiG do 7,45 PLN i podnosimy rekomendację do akumuluj. Oczywiście kurs PGNiG znajduje się obecnie pod wpływem ogłoszonej fuzji z PKN, która ma mieć formułę share swap. Decyzje o akceptacji parytetu w praktyce podejmie Skarb Państwa i trudno wyrokować jakie będą tutaj rozstrzygnięcia, ale w naszej opinii obecna relacja PGN/PKN odbiega od fundamentów na niekorzyść PGN. Rynek zdaje się zbyt literalnie zinterpretował deklaracje ministra o szacowanym udziale Skarbu Państwa w nowym podmiocie na poziomie 50%.

cena bieżąca	6,58 PLN	potencjał zmiany
cena docelowa	7,45 PLN	+13,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	akumuluj	7,45 PLN	2021-07-06
poprzednia	trzymaj	6,84 PLN	2021-06-02
Podstawowe dane		PGN PW	vs. WIG
ticker	PGN PW	zmiana 1M	+0,6%
ISIN	PLPGNIG00014	zmiana YTD	+18,7%
liczba akcji (mln)	5 778,3	średni obrót 1M	25,2 mln PLN
MC (mln PLN)	37 998,2	średni obrót 6M	29,9 mln PLN
EV (mln PLN)	38 267,8	EV/EBITDA 12M fwd	4,1
free float	28,1%	EV/EBITDA 5Y avg	4,4

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	42 023	39 197	52 330	49 339	46 401
EBITDA	5 504	13 009	10 359	10 133	9 852
marża EBITDA	13,1%	33,2%	19,8%	20,5%	21,2%
EBIT	2 448	9 585	6 488	5 673	5 054
zysk netto	1 371	7 340	4 294	3 946	3 592
P/E	27,7	5,2	8,8	9,6	10,6
P/BV	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	7,6	2,7	3,7	3,7	3,6
DPS	0,11	0,09	0,21	0,22	0,20
DYield	1,7%	1,4%	3,2%	3,4%	3,1%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
EBITDA			+17,2%	+5,0%	+6,9%
zysk netto			+30,1%	+4,3%	+8,9%
Brent (USD/Bbl)			+6,2%	0,0%	0,0%
Gaz EU (EUR/MWh)			+22,7%	+9,1%	+9,1%
USD/PLN			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA	5 504	13 009	10 359	10 133	9 852
EBITDA skor.	6 424	8 436	10 534	10 317	10 037
wydobycie	3 972	2 610	6 679	5 325	5 351
obrót	-165	3 227	838	1 871	1 377
distribucja	2 019	2 128	2 318	2 203	2 354
energetyka	856	930	946	1 171	1 217
pozostałe	-258	-459	-246	-254	-262
saldo finansowe	-289	-560	-44	32	-8
prod. ropy mln ton	1,21	1,33	1,30	1,53	1,39
kraj	0,77	0,71	0,67	0,61	0,62
zagranica	0,44	0,61	0,63	0,92	0,77
prod. gazu mld m3	4,5	4,5	5,8	6,7	6,8
kraj	3,8	3,7	3,8	3,8	4,0
zagranica	0,7	0,8	2,0	2,9	2,8
marża obrót PLN/MWh	-2,9	14,8	2,5	7,7	6,2

Bilans i CF

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF operacyjny	4 938	14 118	6 140	7 998	7 939
CFO/EBITDA	90%	109%	59%	79%	81%
CAPEX	6 069	5 795	8 037	5 394	5 485
kapitał obrotowy	6 059	4 675	6 241	5 885	5 534
kapitał własny	38 108	44 126	47 207	49 865	52 273
dług netto	3 715	-2 914	271	-970	-2 185
dług netto/EBITDA (x)	0,7	-0,2	0,0	-0,1	-0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	3,7	4,5	4,5	2,4	2,4	1,3
maksimum	19,3	17,0	21,0	13,5	13,5	13,2
mediana	11,5	11,1	10,8	6,0	5,7	5,6
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
Brent (USD/Bbl)	69	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
Gaz EU (EUR/MWh)	20,5	18,3	18,3	18,3	18,3	18,3	18,3	18,3	18,3	18,3	18,3
USD/PLN	3,73	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60
przychody	52 330	49 339	46 401	48 323	48 612	46 109	46 761	46 996	47 174	47 464	47 464
EBITDA	9 826	9 293	8 995	9 623	10 040	10 093	10 346	10 011	9 655	9 356	9 356
marża EBITDA	18,8%	18,8%	19,4%	19,9%	20,7%	21,9%	22,1%	21,3%	20,5%	19,7%	19,7%
EBIT	6 488	5 673	5 054	5 366	5 451	5 222	5 366	4 969	4 575	4 276	4 276
podatek	2 150	1 758	1 454	1 632	1 772	1 701	1 799	1 479	1 167	937	937
CAPEX	-8 037	-5 394	-5 485	-5 657	-5 769	-5 828	-5 736	-5 596	-5 429	-5 273	-5 080
kapitał obrotowy	-1 566	357	350	-229	-34	299	-78	-28	-21	-35	-35
FCF	-1 927	2 498	2 406	2 104	2 465	2 862	2 733	2 909	3 038	3 113	3 305
PV FCF	-1 846	2 195	1 940	1 556	1 672	1 780	1 559	1 523	1 460	1 374	
WACC	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,1%	9,0%	9,0%	8,9%	8,9%	8,6%
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,1
wzrost FCF po prognozie	2,0%
zdyskontowana wartość FCF	35 440
dług netto	-2 914
inne korekty	-7
wycena DCF na akcję (PLN)	6,64

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	33%	8,95
DYield-porównawcza	17%	4,08
DCF	50%	6,64
koszt kapitału 9M		6,7%
cena docelowa za 9M		7,45

PKN Orlen redukuje (obniżona)

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

Trendy w sektorze paliwowym są raczej wyzwaniem dla Orlenu (ceny gazu, CO₂, ceny ropy) i tylko w niektórych obszarach ten wpływ jest pozytywny (petrochemia- ale jest to częściowo neutralizowane przez planowy przestój remontowy). W tym kontekście aktualizacja naszego scenariusza makro wpływa na prognozy EBITDA dla koncernu (+5% dla okresu 2021-23) w mniejszym stopniu niż w przypadku jego najbliższych konkurentów (Lotos +8%, MOL +11%). Dodatkowo w wycenie uwzględniamy zmiany we flagowym projekcie petrochemicznym, który ma teraz kosztować 13,5 mld PLN i generować 1 mld PLN EBITDA od 2025 roku (wcześniej zakładaliśmy odpowiednio 8 mld PLN i 1,3 mld PLN EBITDA od 2024 roku). Inwestycja może być co prawda jeszcze wsparta dotacjami publicznymi, ale nie spodziewamy się istotnego wpływu z tego tytułu na poziomie IRR, który obecnie można szacować zaledwie na ~3%. Inkrementalny poziom EBITDA uwzględnia planowane wyłączenie starej instalacji o mocy ~300 tys. ton, czego wcześniej Spółka nie komunikowała i dlatego aktualizacja założeń projektu wpływa negatywnie na nasz model DCF. Jednak po aktualizacji wyceny porównawczej i wyższych prognoz dla rafinerii/petrochemii podnosimy naszą cenę docelową do 70,59 PLN na akcję. Przy obecnym kursie implikuje to rekomendację redukuje. Przypominamy, że aktualne plany inwestycyjne Spółki implikują 4 lata ujemnych przepływów pieniężnych, co powinno obniżyć atrakcyjność inwestycyjną w relacji do grupy porównawczej. W ostatnich tygodniach rynek zaczął dyskontować „tanie” przejęcie PGNiG, ale w naszej opinii interpretacja deklaracji Skarbu Państwa (50% udział w połączonym podmiocie) jest zbyt literalna i ostateczny parytet będzie bliższy fundamentom.

cena bieżąca 77,80 PLN **potencjał zmiany**
cena docelowa 70,59 PLN **-9,3%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	redukuje	70,59 PLN	2021-07-06	
poprzednia	trzymaj	60,64 PLN	2021-03-25	
Podstawowe dane			PKN PW	vs. WIG
ticker	PKN PW	zmiana 1M	-4,6%	-5,3%
ISIN	PLPKN0000018	zmiana YTD	+34,8%	+16,7%
liczba akcji (mln)	427,7	średni obrót 1M	73,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	33 275,8	średni obrót 6M	81,9 mln PLN	
EV (mln PLN)	53 060,2	EV/EBITDA 12M fwd	5,1	-0,7%
free float	67,6%	EV/EBITDA 5Y avg	5,1	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	111 203	86 178	100 283	99 180	101 220
EBITDA	8 862	9 071	10 949	8 209	9 741
marża EBITDA	8,0%	10,5%	10,9%	8,3%	9,6%
EBIT	5 365	4 562	5 548	2 201	3 408
zysk netto	4 300	3 313	4 096	1 326	2 212
P/E	7,7	10,0	8,1	25,1	15,0
P/BV	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA	4,5	5,8	4,8	7,1	6,4
DPS	3,50	1,00	3,50	3,50	3,50
DYield	4,5%	1,3%	4,5%	4,5%	4,5%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
EBITDA LIFO			+12,6%	+5,4%	-0,8%
zysk netto			+128,2%	-15,2%	-6,6%
marża+dyferencjał (USD/Bbl)			+22,5%	+5,9%	0,0%
marża petchem (USD/t)			+22,6%	0,0%	0,0%
USD/PLN			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA LIFO skor.	8 998	8 512	8 433	8 936	9 741
rafineria	2 690	631	-36	894	1 728
petchem	2 200	1 884	2 994	1 794	1 981
detal	3 067	3 288	3 114	3 176	3 253
upstream	331	323	525	423	431
energetyka	1 563	3 279	2 863	3 707	3 438
koszty ogólne	-853	-893	-1 027	-1 058	-1 089
EV/EBITDA LIFO skor.	4,5	6,3	6,4	6,6	6,5
efekt LIFO	-131	-2 374	1 920	-727	0
inne zd. jednorazowe	-5	2 933	597	0	0
saldo finansowe	-11	-1 035	-475	-549	-662
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	2,8	0,7	0,0	1,1	2,1
detal EBITDA/tonę	312	371	330	307	308
przerób ropy mln ton	33,9	29,5	31,1	31,9	31,9
prod. petch. (tys. ton)	2 665	2 458	2 400	2 668	2 668

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	29P
marża+dyferencjał	3,3	4,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7
marża petchem	504	310	310	350	350	350	350	350	350	350	350,3
USD/PLN	3,73	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60
przychody	100 283	99 180	101 220	102 440	103 512	104 536	105 583	106 653	107 667	108 701	108 701
EBITDA	10 949	8 209	9 741	10 225	11 226	11 382	11 500	11 611	11 719	11 836	11 836
marża EBITDA	10,9%	8,3%	9,6%	10,0%	10,8%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%
EBIT	5 548	2 201	3 408	2 754	3 829	4 087	4 446	4 745	4 980	5 046	5 778
podatek	1 054	418	648	523	727	776	845	902	946	959	1 098
CAPEX	-9 117	-10 710	-10 677	-10 097	-7 556	-6 338	-5 995	-6 031	-6 052	-6 058	-6 058
kapitał obrotowy	399	-330	-274	-317	-888	-486	-226	-115	-113	-120	-120
FCF	1 177	-3 249	-1 858	-713	2 054	3 782	4 434	4 563	4 607	4 699	4 560
PV FCF	1 137	-2 940	-1 576	-568	1 535	2 649	2 908	2 798	2 637	2 508	
WACC	7,1%	6,8%	6,7%	6,5%	6,6%	6,7%	6,8%	7,0%	7,1%	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%

Bilans i CF

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF operacyjny	9 319	7 620	10 387	7 568	8 948
CFO/EBITDA LIFO skor.	104%	90%	123%	85%	92%
CAPEX	4 450	7 565	9 117	10 710	10 677
kapitał obrotowy	9 611	7 893	7 494	7 824	8 098
kapitał własny	38 596	42 174	44 788	44 632	45 363
dług netto	6 446	18 305	19 007	24 196	28 084
dług netto/EBITDA (x)	0,7	2,0	1,7	2,9	2,9

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	4,6	6,2	5,8	2,5	2,5	2,7
maksimum	36,0	43,6	21,4	21,1	17,3	16,7
mediana	10,8	10,7	9,6	6,5	5,5	5,2
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	1,0%
zdyskontowana wartość FCF	49 921
dług netto	16 907
inne korekty	-777
wycena DCF na akcję (PLN)	72,66

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	60,14
DCF	50%	72,66
cena wynikowa		66,40
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		70,59

Energetyka

CEZ

kupuj (podtrzymana)

Kamil Kliszczyk

+48 22 438 24 02

kamil.kliszczyk@mbank.pl

Trendy na rynku energii pozostają dla CEZ sprzyjające (kontrakt na rynku niemieckim w okolicach lokalnych maksimów), gdyż niski wskaźnik emisji (<0,3 t/MWh) i integracja pionowa wytwarzania pozwala w obecnym otoczeniu drożących uprawnień i surowców na wzrost modelowej marży koncernu. Szacujemy, że od początku roku terminowa marża 1Y FWD zwiększyła się już o prawie 10 EUR/MWh, ale ten efekt będzie stopniowo wpływał na wyniki CEZ z/w na politykę zabezpieczeń (obecnie ekspozycja na rok 2022 jest już zabezpieczona w 60%). Stąd nasza prognoza EBITDA na ten rok zawiera się w przedziale Zarządu i dopiero w kolejnych latach pojawią się wzrosty wyników (po korekcie o sprzedaż aktywów). Propozycja hojnej dywidendy za 2020 (DYield >8%), choć trudno zakładać jej powtarzalność, jasno wskazuje na priorytety alokacji nadwyżek gotówki i pozwala na podwyższenie wskaźnika wypłaty w naszym modelu. Średni FCF/EV yield w okresie 2021-25 szacujemy na poziomie 5,4% (FCFE yield 6,0%), co pozwoli na dostarczenie w kolejnych latach stopy dywidendy rzędu 6%, przy utrzymaniu obecnych bezpiecznych poziomów DN/EBITDA. Wspieraniem dla notowań powinna być także zapowiadana szybsza ścieżka odchodzenia od węgla (obecna kontrybucja wytwarzania węglowego do EBITDA to już <10%) i dbałości o ratingi ESG. Aktualizujemy naszą wycenę o wysokość dywidendy i bieżące wskaźniki dla grupy porównawczej, w efekcie obniżamy cenę docelową do 722,14 CZK i utrzymujemy rekomendację kupuj.

cena bieżąca

598,00 CZK

potencjał zmiany

cena docelowa

722,14 CZK

+20,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	722,14 CZK	2021-07-06	
poprzednia	kupuj	759,63 CZK	2021-06-02	
Podstawowe dane			CEZ CP	vs. WIG
ticker	CEZ CP	zmiana 1M	+1,2%	+0,5%
ISIN	CZ0005112300	zmiana YTD	+29,2%	+11,1%
liczba akcji (mln)	538,0	średni obrót 1M	154,0 mln CZK	
MC (mln PLN)	321,7	średni obrót 6M	133,3 mln CZK	
EV (mln PLN)	446,4	EV/EBITDA 12M fwd	8,0	+8,6%
free float	30,2%	EV/EBITDA 5Y avg	7,4	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln CZK)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	206 192	213 737	194 992	180 340	191 686
EBITDA	60 305	64 931	58 212	60 587	62 961
marża EBITDA	29,2%	30,4%	29,9%	33,6%	32,8%
EBIT	26 429	12 585	28 011	31 106	33 322
zysk netto	14 373	5 438	18 187	21 557	23 350
P/E	22,4	59,2	17,7	14,9	13,8
P/BV	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4
EV/EBITDA	8,1	7,2	7,7	7,4	7,1
DPS	23,86	33,67	52,00	33,81	40,07
DYield	4,0%	5,6%	8,7%	5,7%	6,7%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
energia (EUR/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
EUR/CZK			0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln CZK)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA skor.	61 605	64 931	58 212	60 587	62 961
EBITDA	60 305	64 931	58 212	60 587	62 961
wytwarzanie	29 576	33 918	28 116	31 825	33 297
wydobycie	5 021	3 457	4 161	3 980	3 668
dystrybucja	20 588	21 540	19 169	18 054	18 744
obrót	3 748	4 650	5 452	5 406	5 865
pozostałe	1 372	1 366	1 315	1 322	1 388
saldo finansowe	-8 018	-4 679	-5 495	-4 493	-4 494
produkcja energii TWh	64,6	60,9	55,5	55,0	54,7
w tym OZE	5,0	5,3	4,7	4,2	4,4
wolumen obrotu TWh	35,6	33,3	25,2	17,2	17,3
dynamika r/r	-5,4%	-6,6%	-24,1%	-31,8%	0,5%
marża obrotu CZK/MWh	105,3	139,8	216,0	314,2	339,2
WRA w mld CZK	121,1	127,6	136,0	138,6	149,1
zwrot na WRA (EBIT)	9,2%	5,4%	9,3%	8,5%	8,0%

Bilans i CF

(mln CZK)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF operacyjny	42 931	72 157	55 926	57 815	60 957
CFO/EBITDA	71%	111%	96%	95%	97%
CAPEX	29 802	31 558	34 703	36 796	37 354
kapitał obrotowy	70 553	63 471	57 905	53 553	56 923
kapitał własny	250 761	233 871	224 084	227 454	229 249
dług netto	159 987	141 658	123 624	123 717	124 622
dług netto/EBITDA (x)	2,7	2,2	2,1	2,0	2,0

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	23,1	20,6	19,0	11,7	11,6	11,2
maksimum	12,1	11,3	10,5	6,3	5,9	5,8
mediana	16,3	15,5	14,0	8,8	8,7	8,6
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln CZK)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
energia (EUR/MWh)	62,4	61,9	61,3	60,7	60,1	59,5	59,0	58,4	57,9	57,9	57,9
EUR/CZK	26,4	26,4	26,4	26,4	26,4	26,4	26,4	26,4	26,4	26,4	26,4
CO2 (EUR/t)	47,5	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
przychody	194 992	180 340	191 686	200 963	205 735	208 548	212 506	216 927	221 867	227 362	227 362
EBITDA	62 549	65 032	67 518	69 330	69 856	69 530	69 583	69 130	69 218	69 337	69 337
marża EBITDA	32,1%	36,1%	35,2%	34,5%	34,0%	33,3%	32,7%	31,9%	31,2%	30,5%	30,5%
EBIT	28 011	31 106	33 322	34 872	36 371	35 800	35 419	34 364	33 707	32 970	33 435
podatek	5 321	5 908	6 328	6 622	6 905	6 796	6 723	6 521	6 395	6 254	6 353
CAPEX	-34 703	-36 796	-37 354	-37 354	-37 210	-36 026	-35 730	-35 841	-35 899	-35 903	-35 903
kapitał obrotowy	-758	-593	459	375	193	114	160	179	200	222	179
FCF	50 511	21 735	24 294	25 729	25 933	26 822	27 291	26 947	27 124	27 402	27 261
PV FCF	48 865	19 863	20 974	20 985	19 982	19 524	18 767	17 505	16 645	15 883	
WACC	5,8%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	6,1%
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%

Podsumowanie DCF

(mln CZK)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	2,0%
zdyskontowana wartość FCF	604 340
dług netto	159 464
inne korekty	-75 845
wycena DCF na akcję (CZK)	685,94

Wycena

(CZK)	waga	cena
porównawcza	34%	597,36
DYield-porównawcza	16%	823,64
DCF	50%	685,94
koszt kapitału 9M		5,6%
cena docelowa za 9M		722,14

Enea zawieszona (bez zmian)

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

Oczywiście obecnie w centrum uwagi jest temat transformacji sektora i tutaj z punktu widzenia rynku Enea nie jest faworytem, co odzwierciedla zachowanie kursu w porównaniu do PGE czy Tauronu. Tymczasem według naszych kalkulacji w większości racjonalnych scenariuszy (powiązanie wyceny aktywów węglowych z ich rentownością) to właśnie Enea ma największy potencjał uwolnienia dodatkowej wartości: wspomniana niższa wrażliwość na drogie uprawnienia do emisji, dodatnia pozycja netto na zapasie CO₂, mniej zidentyfikowane przez rynek aktywa OZE (zielony blok w Połańcu i elektrownie wodne/wiatrowe skonsolidowane w segmencie wytwarzania). Głównym ryzykiem pozostaje obecnie brak jasnych perspektyw dla kopalni Bogdanka. Wydaje się, że głównym celem całego procesu jest oczyszczenie profilu ryzyka spółek ze śladu węglowego, więc trudno sobie wyobrazić pozostawienie tego aktywów w Grupie (szczególnie w kontekście zapowiadanej konsolidacji energetyki w kolejnym kroku po transformacji), ale na razie ten temat nie został w ogóle zaadresowany. Wypowiedzi Zarządu dotyczące transferu zadłużenia do NABE również pozostawiają wiele miejsca na spekulacje („proporcjonalnie do udziału w finansowaniu poszczególnych projektów inwestycyjnych”). Na ten moment trudno więc o wybór jednego wiodącego scenariusza dla wyceny i dlatego utrzymujemy zawieszenie rekomendacji.

cena bieżąca

8,49 PLN

cena docelowa

-

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	zawieszona		2021-06-02

Podstawowe dane			ENA PW	vs. WIG
ticker	ENA PW	zmiana 1M	-11,3%	-12,0%
ISIN	PLENEA000013	zmiana YTD	+29,8%	+11,7%
liczba akcji (mln)	441,4	średni obrót 1M		4,2 mln PLN
MC (mln PLN)	3 745,6	średni obrót 6M		4,6 mln PLN
EV (mln PLN)	10 498,7	EV/EBITDA 12M fwd	3,2	-18,8%
free float	48,5%	EV/EBITDA 5Y avg	3,9	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	16 401	18 195	16 524	20 358	20 616
EBITDA	3 338	3 302	3 308	3 066	3 053
marża EBITDA	20,4%	18,1%	20,0%	15,1%	14,8%
EBIT	1 784	-1 706	1 698	1 448	1 436
zysk netto	423	-2 268	1 099	901	913
P/E	8,9	-	3,4	4,2	4,1
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	3,4	3,4	3,2	2,9	2,7
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,41
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,8%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
energia (PLN/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
węgiel (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA skor.	3 285	3 220	3 308	3 066	3 053
EBITDA	3 338	3 302	3 308	3 066	3 053
wytwarzanie	1 594	1 530	1 209	986	850
wydobycie	771	470	627	697	697
dystribucja	1 092	1 313	1 282	1 235	1 254
obrót	-50	-15	220	121	224
pozostałe	-45	20	-12	43	43
saldo finansowe	-913	-897	-253	-224	-199
produkcja energii TWh	25,9	22,5	23,1	23,1	23,1
w tym OZE	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4
wolumen obrotu TWh	19,3	19,8	20,0	20,2	20,4
dynamika r/r	-5,9%	2,6%	1,0%	1,0%	1,0%
marża obrotu PLN/MWh	-2,6	-0,8	11,0	6,0	11,0
WRA w mld PLN	8,4	8,7	9,0	9,4	9,7
zwrot na WRA (EBIT)	5,9%	7,8%	7,0%	6,1%	6,1%

Bilans i CF

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF operacyjny	2 145	3 158	3 189	3 927	2 951
CFO/EBITDA	64%	96%	96%	128%	97%
CAPEX	2 077	2 383	2 156	1 936	1 884
kapitał obrotowy	1 586	1 224	1 112	1 370	1 387
kapitał własny	14 456	12 037	13 135	14 037	14 769
dług netto	6 669	6 403	5 623	3 856	3 168
dług netto/EBITDA (x)	2,0	1,9	1,7	1,3	1,0

PGE

zawieszona (bez zmian)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.klisczcz@mbank.pl

Wszystko wskazuje na to, że wcześniej czy później Polska osiągnie porozumienie z Czechami ws. kopalni Turów i nie wykona postanowienia TSUE, co oznacza że z punktu widzenia PGE „pożar” został ugaszony. W tym kontekście uwaga inwestorów znów będzie skupiona na temacie transformacji i zmiany profilu inwestycyjnego Spółki. Na ten moment trudno jednak o jednoznaczne wskazania skali wzrostu wartości Grupy (rekomendacja pozostaje zawieszona), tym bardziej że tak jak pokazaliśmy w naszym komentarzu z 10 maja w skrajnie skrupulatnym procesie wyceny (uwzględnienie rezerwy rekultywacyjnej) wpływ transakcji z NABE byłby marginalny. Zwracamy też uwagę, iż zgodnie z harmonogramem MAP, wycena wydzielanych aktywów jest zaplanowana na 2Q'22, co w kontekście obecnych trendów na CO2 nie jest korzystne dla PGE (najwyższa emisyjność w sektorze). Jeśli chodzi o wyniki 2Q to należy oczekiwać negatywnego wpływu problemów produkcyjnych i pożaru w Bełchatowie, ale nie zakładamy aby to miało istotny wpływ na całoroczny strumień EBITDA.

cena bieżąca

9,09 PLN

cena docelowa

-

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	zawieszona		2021-06-02

Podstawowe dane			PGE PW	vs. WIG
ticker	PGE PW	zmiana 1M	-14,8%	-15,5%
ISIN	PLPGER000010	zmiana YTD	+39,9%	+21,8%
liczba akcji (mln)	1 869,8	średni obrót 1M		19,6 mln PLN
MC (mln PLN)	17 003,8	średni obrót 6M		25,2 mln PLN
EV (mln PLN)	23 076,0	EV/EBITDA 12M fwd	3,8	-8,3%
free float	42,6%	EV/EBITDA 5Y avg	4,1	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	37 627	45 766	41 053	52 038	52 687
EBITDA	7 141	5 966	7 096	5 353	5 964
marża EBITDA	19,0%	13,0%	17,3%	10,3%	11,3%
EBIT	-4 175	1 408	2 724	912	1 539
zysk netto	-3 961	110	1 809	414	938
P/E	-	154,6	9,4	41,0	18,1
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	4,0	4,2	3,3	3,4	3,3
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,11
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,2%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
energia (PLN/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
węgiel (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA skor.	6 636	6 177	7 096	5 353	5 964
energetyka konw.	2 698	1 905	1 777	624	862
ciepłownictwo	926	928	1 311	931	1 078
OZE	519	597	778	932	963
dystrybucja	2 340	2 331	2 415	2 258	2 334
sprzedaż	181	637	777	558	679
pozostałe	-28	-221	38	49	49
saldo finansowe	-528	-1 094	-385	-353	-308
produkcja energii TWh	58,3	58,1	65,3	67,0	67,2
w tym OZE	2,8	3,1	3,4	3,7	4,0
wolumen obrotu TWh	44,0	40,6	42,3	42,6	43,0
dynamika r/r	3,4%	-7,7%	4,0%	0,8%	0,8%
marża obrotu PLN/MWh	6,4	15,1	18,4	13,1	15,8
WRA w mld PLN	16,9	17,6	18,9	19,3	19,6
zwrot na WRA (EBIT)	6,5%	6,2%	6,3%	5,3%	5,6%

Bilans i CF

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF operacyjny	6 820	10 256	8 015	10 859	5 763
CFO/EBITDA	103%	166%	113%	203%	97%
CAPEX	6 907	5 930	5 414	5 734	6 354
kapitał obrotowy	7 818	6 578	6 134	7 515	7 646
kapitał własny	42 289	42 518	44 327	44 741	45 472
dług netto	10 995	7 220	5 004	232	1 339
dług netto/EBITDA (x)	1,5	1,2	0,7	0,0	0,2

Polenergia trzymaj (bez zmian)

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

W poprzednim raporcie miesięcznym zaktualizowaliśmy nasze szacunki i wycenę Polenergii w oparciu o nowe scenariusze dla cen energii i CO₂. Na ten moment utrzymujemy neutralną rekomendację i nie widzimy przesłanek do kolejnych rewizji prognoz. Oczywiście planowana duża emisja akcji (wartość 675 mln PLN) przy relatywnie niskiej cenie emisyjnej (47 PLN) będzie wpływać na nominalną wartość akcji, ale ze względu na prawo pierwszeństwa nie wpływa na zwrot z inwestycji dla akcjonariuszy mniejszościowych. Obecnie premia do grupy porównywalnych spółek z ekspozycją na segment OZE wynosi na wskaźniku EV/EBITDA'21-23 około 15%, ale ma to swoje uzasadnienie w potencjale projektu offshore (NPV pierwszego etapu przy założeniu wymaganej emisji akcji na wkład własny można szacować na około 10-15 PLN/akcję), który wykracza poza horyzont tych wskaźników.

cena bieżąca	76,80 PLN	potencjał zmiany
cena docelowa	78,59 PLN	+2,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	78,59 PLN	2021-06-02

Podstawowe dane			PEP PW	vs. WIG
ticker	PEP PW	zmiana 1M	+4,6%	+3,9%
ISIN	PLPLSEP00013	zmiana YTD	+41,7%	+23,6%
liczba akcji (mln)	45,4	średni obrót 1M	0,2 mln PLN	
MC (mln PLN)	3 490,1	średni obrót 6M	0,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	4 420,3	EV/EBITDA 12M fwd	15,3	+90,1%
free float	32,4%	EV/EBITDA 5Y avg	8,0	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	2 597	1 811	2 369	2 827	2 975
EBITDA	262	262	294	314	421
marża EBITDA	10,1%	14,5%	12,4%	11,1%	14,1%
EBIT	160	165	194	196	285
zysk netto	109	111	120	116	183
P/E	32,0	31,6	29,1	30,1	19,1
P/BV	2,7	2,5	2,3	2,1	1,9
EV/EBITDA	15,4	16,2	15,0	14,7	11,2
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
energia (PLN/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
zielony certyfikat (PLN/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA skor.	275	256	294	314	421
onshore	175	212	239	280	359
fotowoltaika	0	2	2	2	8
gaz	81	19	25	4	24
dystrybucja	15	14	17	18	19
obrót	15	22	24	23	25
pozostałe	-10	-13	-13	-14	-14
saldo finansowe	-24	-37	-46	-53	-59
produkcja energii TWh	1,49	1,47	1,54	1,80	2,05
wiatr	0,74	0,71	0,74	1,00	1,21
PV	0,00	0,01	0,01	0,01	0,04
gaz	0,75	0,75	0,79	0,79	0,79
moce wiatrowe w MW	249	249	268	365	442
moce PV w MW	0	8	8	8	38
WRA w mln PLN	92	96	117	129	140

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
energia (PLN/MWh)	232,9	314,3	316,1	316,1	293,9	293,9	293,9	293,9	293,9	293,9	293,9
zielony certyfikat	148,6	157,7	167,3	177,6	188,5	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0
CO2 (EUR/t)	47,5	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
przychody	2 369	2 827	2 975	3 063	2 888	2 969	3 014	3 087	3 119	3 143	3 143
EBITDA	294	314	421	472	468	515	521	558	550	529	529
marża EBITDA	12,4%	11,1%	14,1%	15,4%	16,2%	17,3%	17,3%	18,1%	17,6%	16,8%	16,8%
EBIT	194	196	285	323	308	347	340	365	344	310	334
podatek	37	37	54	61	59	66	65	69	65	59	64
CAPEX	-633	-424	-419	-389	-410	-410	-410	-410	-356	-195	-195
kapitał obrotowy	-4	-4	-1	-1	1	-1	0	-1	0	0	0
FCF	-380	-150	-53	21	1	38	46	79	129	275	271
PV FCF	-369	-139	-46	17	1	28	32	52	79	159	
WACC	5,6%	5,2%	5,3%	5,5%	5,7%	5,9%	6,1%	6,4%	6,6%	6,6%	6,6%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1
wzrost FCF po prognozie	2,5%
zdyskontowana wartość FCF	3 595
dług netto	740
inne korekty	403
wycena DCF na akcję (PLN)	71,67

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	76,18
DCF	50%	71,67
średnia		73,93
koszt kapitału 9M		8,5%
cena docelowa za 9M		78,59

Tauron zawieszona (bez zmian)

Kamil Kliszc

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

W ostatnim raporcie miesięcznym zaktualizowaliśmy nasze prognozy dla tego roku (efekt bardzo mocnego 1Q), ale zwracamy uwagę że czynniki wspierające rentowność na początku roku nie są powtarzalne (zyski na transakcjach na CO2, korzystny hedging z początku pandemii w ubiegłym roku). Dodatkowo w przyszłym roku segment obrotu może być pod presją obecnej zwyżki cen na TGE (ryzyko powtórzenia scenariusza mrożenia cen przez rząd). Zwracamy uwagę, iż w rozbiciu segmentowym dane dla wytwarzania i obrotu są zniekształcone przez rozliczenia umowy off-take dla nowego bloku w Jaworznie (około 240 mln PLN dodatkowej marży na wytwarzaniu kosztem wyniku w sprzedaży). Bieżące wyniki oczywiście mają od dłuższego już czasu drugorzędne znaczenie i rynek czeka na rozstrzygnięcia związane z procesem transformacji. Szerzej o potencjalnej skali wzrostu wartości Tauronu pisaliśmy w komentarzu z 10 maja. Na ten moment nie jesteśmy jednak jeszcze w stanie wybrać jednego wiodącego scenariusza dla wyceny i rekomendacja pozostaje zawieszona.

cena bieżąca

3,38 PLN

cena docelowa

-

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	zawieszona		2021-06-02

Podstawowe dane			TPE PW	vs. WIG
ticker	TPE PW	zmiana 1M	-7,7%	-8,4%
ISIN	PLTAURN00011	zmiana YTD	+24,0%	+5,9%
liczba akcji (mln)	1 752,5	średni obrót 1M		9,6 mln PLN
MC (mln PLN)	5 914,9	średni obrót 6M		13,9 mln PLN
EV (mln PLN)	20 200,6	EV/EBITDA 12M fwd	5,5	+17,1%
free float	59,6%	EV/EBITDA 5Y avg	4,7	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	20 065	20 434	19 639	22 799	23 171
EBITDA	3 421	4 052	4 202	3 778	3 868
marża EBITDA	17,1%	19,8%	21,4%	16,6%	16,7%
EBIT	199	-1 015	1 979	1 488	1 560
zysk netto	-11	-2 485	1 334	949	1 023
P/E	-	-	4,4	6,2	5,8
P/BV	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA	5,8	5,1	4,8	5,1	4,8
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
energia (PLN/MWh)			0,0%	0,0%	0,0%
węgiel (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
CO2 (EUR/t)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA skor.	3 352	3 766	3 838	3 778	3 868
wytwarzanie+ciepło	616	343	991	565	549
wydobycie	-500	-157	-136	106	96
distribucja	2 606	2 598	2 580	2 509	2 574
obrót	429	683	423	218	259
OZE	368	297	329	385	394
pozostałe	80	34	15	-4	-4
saldo finansowe	-312	-641	-332	-316	-297
produkcja energii TWh	13,9	12,5	15,0	15,0	15,0
w tym OZE	1,4	1,9	1,8	1,8	1,8
wolumen obrotu TWh	33,7	32,4	32,9	33,4	33,9
dynamika r/r	-2,3%	-3,8%	1,5%	1,5%	1,5%
marża obrotu PLN/MWh	11,6	13,4	17,0	12,0	13,0
WRA w mld PLN	17,5	18,3	18,7	19,1	19,4
zwrot na WRA (EBIT)	8,2%	10,1%	7,3%	6,4%	6,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF operacyjny	2 036	4 042	3 741	4 174	3 621
CFO/EBITDA	59%	100%	89%	110%	94%
CAPEX	4 035	3 908	3 123	2 921	2 807
kapitał obrotowy	1 370	1 337	1 284	1 490	1 515
kapitał własny	18 192	15 519	16 852	17 802	18 824
dług netto	13 076	13 678	13 392	12 456	11 939
dług netto/EBITDA (x)	3,0	2,6	2,5	2,5	2,3

Telekomunikacja

Cyfrowy Polsat

trzymaj (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Prezes UOKiK wydał zgodę na sprzedaż Polkomtel Infrastruktura do Cellenex, co oznacza że w ciągu najbliższych tygodni transakcja powinna dobiec końca. Jak wskazywaliśmy wcześniej, podchodzimy pozytywnie do sprzedaży Polkomtel Infrastruktura. Po pierwsze, transakcja nie zmieni istotnie wysokości generowanego FCFE w najbliższych latach. Po drugie, świadczenie usług na rzecz Grupy Polsat będzie oparte na zamówionej infrastrukturze telekomunikacyjnej, a nie na konsumpcji danych. Co ważniejsze, Cyfrowy Polsat nie będzie miał zobowiązań zgodnie z MSSF 16 aby rozpoznać jako aktywne infrastrukturę, z której będzie korzystać. Stąd, spółka przechodzi w model "assecio light", a zapotrzebowanie na CAPEX pod sieć 5G znacznie obniża się. W połączeniu z oczekiwaniami przez nas dobrymi danymi finansowymi za 2Q'21, spodziewamy się że Cyfrowy Polsat będzie cieszyć się pozytywnym sentymentem w średnim terminie. Nasz model finansowy zaktualizujemy po ostatecznym zakończeniu transakcji.

cena bieżąca

30,60 PLN

potencjał zmiany

cena docelowa

27,90 PLN

-8,8%

	rekomen-dacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	27,90 PLN	2020-12-08

Podstawowe dane			CPS PW	vs. WIG
ticker	CPS PW	zmiana 1M	-0,4%	-1,1%
ISIN	PLCFRPT00013	zmiana YTD	+1,1%	-17,0%
liczba akcji (mln)	639,5	średni obrót 1M	11,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	19 570,0	średni obrót 6M	15,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	31 634,6	EV/EBITDA 12M fwd	5,0	-25,8%
free float	32,0%	EV/EBITDA 5Y avg	6,7	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	10 676	11 963	12 149	12 411	12 595
EBITDA	4 197	4 192	4 318	4 405	4 474
marża EBITDA	39,3%	35,0%	35,5%	35,5%	35,5%
EBIT	1 967	1 886	2 044	2 136	2 256
zysk netto	1 101	1 142	1 490	1 549	1 618
P/E	17,8	17,1	13,1	12,6	12,1
P/BV	1,4	1,4	1,3	1,2	1,2
EV/EBITDA	7,7	7,5	7,3	7,2	7,2
DPS	0,93	1,00	1,20	1,27	1,36
DYield	3,0%	3,3%	3,9%	4,1%	4,5%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
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)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
liczba RGUs pospaid*	17,43	17,99	18,04	18,09	18,12
w tym Pay TV	5,01	5,01	5,01	5,01	5,02
w tym mobile	7,83	8,53	8,58	8,63	8,65
przychody	11 676	11 963	12 149	12 411	12 595
zmiana	0	2,5%	1,6%	2,2%	1,5%
EBIT	1 967	1 886	2 044	2 136	2 256
marża	16,8%	15,8%	16,8%	17,2%	17,9%
EBITDA	4 197	4 192	4 318	4 405	4 474
marża	35,9%	35,0%	35,5%	35,5%	35,5%
koszty finansowe	-466	-333	-269	-294	-329
inne	-34	-111	87	93	96
zysk brutto	1 468	1 442	1 862	1 935	2 023
podatek	-353	-296	-354	-368	-384
zyski mniejszości	14	5	18	19	20
zysk netto	1 101	1 142	1 490	1 549	1 618

Model DCF

(mln PLN)	20	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
przychody	11 963	12 149	12 411	12 595	12 766	12 937	13 112	13 292	13 473	13 647	13 647
EBITDA ex. MSSF16	3 720	3 843	3 930	3 999	4 036	4 068	4 096	4 125	4 152	4 171	4 171
marża EBITDA	31,1%	31,6%	31,7%	31,8%	31,6%	31,4%	31,2%	31,0%	30,8%	30,6%	30,6%
amortyzacja	1 830	1 799	1 794	1 743	1 691	1 639	1 586	1 531	1 480	1 450	1 450
EBIT	1 886	2 044	2 136	2 256	2 345	2 429	2 511	2 594	2 672	2 721	2 721
podatek	358	388	406	429	446	461	477	493	508	517	517
NOPLAT	1 528	1 655	1 730	1 828	1 899	1 967	2 034	2 101	2 165	2 204	2 204
CAPEX	-1 218	-1 884	-2 324	-2 659	-1 664	-1 387	-1 974	-1 404	-1 423	-1 439	-1 439
kapitał obrotowy	-205	-293	-231	-202	-190	-193	-196	-199	-202	-203	-203
FCF	1 935	1 277	970	710	1 737	2 027	1 449	2 029	2 020	2 012	2 012
PV FCF	1 935	1 194	849	582	1 335	1 458	975	1 276	1 186	1 101	
WACC	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,8%	6,9%	6,9%	7,0%	7,1%	7,2%	7,2%
dług netto / EV	36,4%	36,2%	36,2%	37,0%	35,6%	33,5%	32,9%	30,7%	28,4%	26,1%	26,1%
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%

*dotyczy tylko Cyfrowego Polsatu (bez Netii)

Bilans i CF

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF operacyjny	3 087	3 252	3 283	3 425	3 509
CFO/EBITDA	74%	78%	76%	78%	78%
CAPEX	-1 232	-1 218	-1 884	-2 324	-2 659
aktywa ogółem	32 590	33 115	34 243	35 080	35 903
kapitał własny	13 811	14 433	15 288	16 027	16 774
dług netto ex. MSSF16	10 792	10 273	9 963	9 966	10 316
dług netto/EBITDA ex. MSSF16	2,9	2,8	2,6	2,5	2,6

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
minimum	5,4	6,1	5,3	3,5	3,1	2,8
maksimum	61,8	73,6	43,1	21,1	12,4	12,5
mediana	13,7	13,6	11,6	6,7	6,4	6,2
waga	0%	0%	0%	33%	33%	33%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	0,0%
zdyskontowana wartość FCF	26 636
dług netto ex. MSSF16	10 792
inne korekty	978
wycena DCF na akcję (PLN)	26,30

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	26,15
DCF	50%	26,30
cena wynikowa		26,23
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		27,90

Orange Polska kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigiel +48 22 438 24 06 pawel.szpigiel@mbank.pl

Orange Polska ogłosiła strategię .Grow pod koniec czerwca'21. W centrum nowego czteroletniego planu (2021-24) spółka stawia światłowód i konwergencja, jednak w przeciwieństwie do poprzedniej strategii, Orange Polska chce większy naciska położyć na monetizację dotychczasowych inwestycji. Spółka chce ogłosić niebawem nowy długoterminowy program motywacyjny (który zostanie wkrótce wdrożony), skorelowany ze wzrostem jej wartości, co mocniej powiąże działania wyższej kadry zarządzającej z interesem akcjonariuszy. Spółka uznaje dywidendę w wysokości 0,25 PLN na akcję jako stabilny poziom bazowy na przyszłość. Wszelkie decyzje o zmianie wysokości dywidendy będą podejmowane co roku. CAPEX ma być na poziomie 1,7-1,9 mld PLN: Orange wyraźnie podkreśla spadek CAPEX na FTTH (od 2023 r. ma być < 300 mln PLN – poświęcony głównie na B2B), w miejsce CAPXu na FTTH Orange będzie realizować CAPEX na 5G. Podsumowując, choć plany Orange Polska na lata 2021-24 nie zaskoczyły nas istotnie. (strategia .Grow jest ewolucją planu Orange.One) i interpretujemy ją neutralnie. Z drugiej strony, podtrzymujemy pozytywne podejście do spółki w długim terminie, przy obecnym poziomie kursu giełdowego. Orange Polska daje na rynek jasny przekaz: „wzrost wyników + dywidenda + cięcia w CAPEX na FTTx” – to w końcu kluczowe punkty, których rynek oczekuje.

cena bieżąca	6,99 PLN	potencjał zmiany
cena docelowa	8,20 PLN	+17,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	8,20 PLN	2020-12-08

Podstawowe dane			OPL PW	vs. WIG
ticker	OPL PW	zmiana 1M	+2,3%	+1,6%
ISIN	PLTLKPL00017	zmiana YTD	+6,0%	-12,1%
liczba akcji (mln)	1 312,0	średni obrót 1M	11,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	9 164,3	średni obrót 6M	12,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	16 752,7	EV/EBITDA 12M fwd	5,2	+8,2%
free float	49,3%	EV/EBITDA 5Y avg	4,8	premija

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	11 406	11 508	11 564	11 807	11 962
EBITDA	3 255	3 349	3 546	3 707	3 756
marża EBITDA	28,5%	29,1%	30,7%	31,4%	31,4%
EBIT	415	404	686	896	992
zysk netto	82	46	296	457	544
P/E	111,8	199,2	31,0	20,1	16,8
P/BV	0,9	0,9	0,9	0,8	0,9
EV/EBITDA	5,5	5,3	4,7	4,6	4,4
DPS	0,00	0,00	0,00	0,25	0,50
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	3,6%	7,2%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
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)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
klienci konwer. B2C (tys.)	1 369	1 483	1 560	1 651	2 098
łącza szerokopasmowe (tys.)	2 607	2 702	2 728	2 778	2 830
przychody	11 406	11 508	11 564	11 807	11 962
telefonii komórkowa	2 598	2 557	2 545	2 554	2 563
telefonii stacjonarna	2 192	2 081	2 021	1 925	1 839
pozostałe	6 616	6 870	6 998	7 328	7 560
koszty	8 092	-8 064	7 970	8 076	8 156
koszty pracownicze	-1 490	-1 352	-1 325	-1 301	-1 294
usługi obce	-6 417	-6 535	-6 493	-6 619	-6 704
poz. przychody i koszty	-185	-177	-153	-156	-158
Sprzedaż aktywów	271	61	120	150	130
Pozostałe	-596	-647	-665	-672	-679
EBITDAaL	2 718	2 797	2 929	3 059	3 127
marża	23,8%	24,3%	25,3%	25,9%	26,1%
zysk netto	74	46	296	457	544

*wynik EBITDAaL w 2020 r. oczyszczony o koszty odpraw w wysokości 135 mln PLN

Model DCF

(mln PLN)	20	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
przychody	11 508	11 564	11 807	11 962	12 136	12 312	12 512	12 665	12 871	13 055	13 055
EBITDA ex. IFRS16	2 915	3 114	3 275	3 324	3 296	3 331	3 409	3 440	3 504	3 542	3 542
marża EBITDA	25,3%	26,9%	27,7%	27,8%	27,2%	27,1%	27,2%	27,2%	27,2%	27,1%	27,1%
amortyzacja	2 511	2 428	2 379	2 332	2 262	2 194	2 128	2 086	2 044	2 003	2 003
EBIT	492	686	896	992	1 034	1 137	1 281	1 355	1 461	1 539	1 539
podatek	94	130	170	189	196	216	243	257	278	292	292
NOPLAT	399	556	725	804	838	921	1 038	1 098	1 183	1 246	1 246
CAPEX -zysk. z nier.	-1 892	-2 405	-2 763	-1 737	-1 834	-1 860	-1 859	-1 851	-2 320	-2 319	-2 319
kapitał obrotowy	238	-54	-66	-67	-67	-67	-66	-66	-61	-61	-61
FCF	1 256	524	275	1 331	1 198	1 188	1 241	1 265	846	870	870
PV FCF	1 256	485	238	1 080	909	843	822	782	488	468	
WACC	6,9%	6,8%	6,8%	6,9%	6,9%	7,0%	7,1%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
dług netto / EV	34,7%	35,0%	36,3%	34,6%	33,4%	32,2%	30,4%	28,3%	27,9%	27,4%	27,4%
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%

*korekta nakładów inwestycyjnych o zyski ze sprzedaży nieruchomości

Bilans i CF

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF operacyjny	2 858	3 005	2 550	2 619	2 679
CFO/EBITDAaL	105%	107%	87%	86%	86%
CAPEX	2 140	1 892	2 525	2 913	1 867
aktywa ogółem	24 922	24 300	24 362	24 462	24 303
kapitał własny	10 555	10 597	10 675	10 804	10 692
dług netto	8 754	8 489	7 586	7 908	7 493
dług netto/EBITDA (x)	2,5	2,2	2,1	2,1	2,0

Analiza porównawcza

	EV/EBITDA			DYield - RFR		
	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
minimum	3,5	3,1	2,8	-0,7%	-0,4%	1,8%
maksimum	10,3	10,0	9,3	10,8%	8,5%	8,4%
mediana	5,5	5,3	5,3	4,2%	4,3%	5,3%
waga	22%	22%	22%	0%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	0,0%
zdyskontowana wartość FCF	16 942
dług netto ex. MSSFI6	6 182
inne korekty	2
wycena DCF na akcję (PLN)	8,20

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	7,21
DCF	50%	8,20
cena wynikowa		7,70
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		8,20

Media

Agora

trzymaj (obniżona)

Paweł Szpigiel +48 22 438 24 06 pawel.szpigiel@mbank.pl

Od wydania pozytywnej rekomendacji na Agorę w grudniu'20 kurs spółki wzrósł o blisko 50% i był istotnie lepszy od szerokiego rynku. Duże prawdopodobieństwo rozwoju wariantu SARS CoV-2 Delta przy jednocześnie spowalniającym tempie szczepień może przynieść kolejne obostrzenia, które dotkną Agorę z dwóch stron: w biznesie kinowym i w reklamie stacjonarnej. Dodatkowo, dużym czynnikiem ryzyka jest potencjalne wprowadzenie podatku od reklamy. Stąd, sądzimy że przy obecnym poziomie notowań walorów spółki ich potencjał wzrostowy wyczerpał się. Aktualizujemy nasz model finansowy po wynikach 1Q'21 i wyznaczamy nowy poziom ceny docelowej na 10,60 PLN, w wyniku czego obniżamy rekomendację inwestycyjną do trzymaj z akumuluj. Wbrew konsensusowi, uważamy że spółka ma niskie szanse na poprawę wyniku EBITDA w 2021 r. Kluczowy będzie 4Q'21 z kumulacją premier filmowych (w tym nowe przygody Jamesa Bonda i Matrix), jednak trudno będzie nadrobić straty z 1H'21. Ponadto, widmo czwartej fali nie pomaga uwierzyć w sukces kin w nadchodzących miesiącach.

cena bieżąca	10,40 PLN	potencjał zmiany
cena docelowa	10,60 PLN	+1,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	10,60 PLN	2021-07-06
poprzednia	akumuluj	7,60 PLN	2020-12-08
Podstawowe dane			
ticker	AGO PW	zmiana 1M	+4,0% +3,3%
ISIN	PLAGORA00067	zmiana YTD	+44,0% +25,9%
liczba akcji (mln)	46,6	średni obrót 1M	0,5 mln PLN
MC (mln PLN)	484,4	średni obrót 6M	0,3 mln PLN
EV (mln PLN)	1 322,9	EV/EBITDA 12M fwd	7,1 +28,6%
free float	76,9%	EV/EBITDA 5Y avg	5,5 premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	1 250	837	858	1 035	1 174
EBITDA	84	183	96	152	178
marża EBITDA	6,8%	21,8%	11,2%	14,7%	15,2%
EBIT	0	25	-58	-1	27
zysk netto	4	-69	-75	-20	2
P/E	136,9	-	-	-	221,8
P/BV	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	5,7	6,4	13,8	8,7	7,4
DPS	0,50	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	4,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
przychody			+2,0%	+3,7%	+6,3%
EBITDA			+54,3%	+5,1%	+11,9%
EBIT			-	-	+49,9%
zysk netto			-	-	-
CAPEX			-9,1%	+18,5%	+8,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
rozpowsz. GW (tys.)	98	64	63	62	61
sprzed. bilety do kin (mln)	14,0	4,6	4,9	8,6	11,8
ATP (PLN)	18,5	18,4	18,4	18,8	19,1
RPH (PLN)	7,9	8,1	8,2	8,3	8,4
przychody	1 250	837	858	1 035	1 174
prasa i druk	255	197	196	201	205
film i książka	522	241	242	360	462
reklama zewnętrzna	184	115	117	149	166
internet	209	214	230	242	254
radio	113	88	97	111	116
druk	-	-	-	-	-
wyłączenia	-33	-17	-23	-27	-30
EBITDA ex. MSSF16	104	38	29	85	112
marża	8,4%	4,6%	3,4%	8,2%	9,5%
zysk netto	3,5	-68,7	-74,9	-19,5	2,2

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
przychody	858	1 035	1 174	1 252	1 308	1 356	1 399	1 440	1 480	1 522	1 552
EBITDA ex. MSSF16	29	85	112	123	130	137	142	147	153	158	161
marża EBITDA	3,4%	8,2%	9,5%	9,8%	9,9%	10,1%	10,1%	10,2%	10,3%	10,4%	10,4%
amortyzacja	88	86	85	84	84	84	85	85	86	88	89
EBIT	-58	-1	27	38	46	53	57	62	66	70	72
podatek	0	0	5	7	9	10	11	12	13	13	14
NOPLAT	-58	-1	22	31	37	43	46	50	54	57	58
CAPEX	-62	-66	-85	-92	-89	-82	-84	-85	-87	-88	-90
kapitał obrotowy	-25	-11	-6	-3	-1	-2	-2	-2	-3	-3	-3
FCF	-58	9	16	19	31	43	45	48	51	54	55
PV FCF	-55	8	13	14	21	27	26	25	24	23	
WACC	8,4%	8,4%	8,5%	8,6%	8,8%	9,2%	9,4%	9,7%	10,0%	10,0%	10,0%
dług netto / EV	25,2%	24,8%	23,6%	21,8%	18,3%	12,3%	9,0%	4,9%	0,0%	0,0%	0,0%
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,3
wzrost FCF po prognozie	2,0%
wzyskontowana wartość FCF	452
dług netto ex. MSSF16	96
inne korekty	80
wycena DCF na akcję (PLN)	9,35

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	10,37
DCF	50%	9,35
cena wynikowa		9,86
koszt kapitału 9M		7,5%
cena docelowa za 9M		10,60

Wirtualna Polska kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

Rozprzestrzenianie się wariantu SARS-CoV2 Delta oraz spowolnienie tempa szczepień w Polsce podnoszą ryzyka wprowadzenia kolejnych obostrzeń, które mogą negatywnie działać zwłaszcza na turystyczną nogę e-commerce w Wirtualnej Polsce. Z drugiej strony, podczas poprzednich okresów lock-down zaobserwowaliśmy istotną migrację budżetów reklamowych z mediów stacjonarnych do online, na czym zdecydowanie skorzystała grupa WP (rekordowe wyniki w mediowej). Stąd podtrzymujemy pozytywne podejście do spółki. Wirtualna ma ciągle szanse na rekordowe wyniki w 2021 r. Zakładamy osiągnięcie skorygowanego zysku EBITDA rzędu 283 mln PLN, co oznacza wzrost o 34% R/R. Przy realizacji naszych prognoz, Wirtualna Polska jest obecnie notowana na EV/EBITDA'21 i P/E'21 z wyraźnymi dyskontami do peer grupy. W krótkim terminie kluczowym katalizatorem wzrostu notowań walorów spółki powinny być dobre wyniki za 2Q'21.

cena bieżąca

117,60 PLN

potencjał zmiany

cena docelowa

126,00 PLN

+7,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	126,00 PLN	2021-05-06

Podstawowe dane			WPL PW	vs. WIG
ticker	WPL PW	zmiana 1M	+3,7%	+3,0%
ISIN	PLWRTPL00027	zmiana YTD	+28,6%	+10,5%
liczba akcji (mln)	29,7	średni obrót 1M		2,0 mln PLN
MC (mln PLN)	3 487,0	średni obrót 6M		1,2 mln PLN
EV (mln PLN)	3 625,3	EV/EBITDA 12M fwd	12,2	+16,9%
free float	53,0%	EV/EBITDA 5Y avg	10,5	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	709	632	708	797	861
EBITDA	209	203	283	321	347
marża EBITDA	29,5%	32,0%	39,9%	40,2%	40,3%
EBIT	130	122	196	225	245
zysk netto	69	79	139	166	184
P/E	50,5	44,4	25,1	21,0	18,9
P/BV	6,8	5,8	4,9	4,3	3,7
EV/EBITDA	18,3	18,5	12,8	11,0	9,8
DPS	1,00	0,00	1,00	1,91	2,26
DYield	0,8%	0,0%	0,8%	1,6%	1,9%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
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)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	709	632	708	797	861
gotówkowe	665	589	662	748	809
barterowe	23,2	16,3	17,3	18,4	19,1
koszty	579	511	512	573	616
amortyzacja	79,3	68,5	75,2	84,2	90,2
zużycie mater. i energii	6,3	5,3	5,6	5,7	5,9
wynagrodzenia	200	197	207	217	224
pozostałe	294	240	224	266	295
EBITDA	218	205	283	321	347
marża	30,7%	32,4%	39,9%	40,2%	40,3%
EBITDA skorygowana	223	217	283	321	347
marża	31,5%	34,3%	39,9%	40,2%	40,3%
EBIT	130	122	196	225	245
marża	18,3%	19,2%	27,7%	28,2%	28,5%
zysk netto	69,0	78,5	139,1	165,8	184,3

Bilans i CF

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF operacyjny	179	211	228	254	279
CFO/EBITDA	82%	103%	80%	79%	80%
CAPEX	-58	-61	-68	-76	-82
aktywa ogółem	1145	1244	1272	1338	1410
kapitał własny	513	598	707	816	934
dług netto	334	240	127	19	-99
dług netto/EBITDA (x)	1,5	1,2	0,4	0,1	-0,3

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
minimum	15,0	14,0	12,5	10,1	8,8	7,5
maksimum	63,0	53,8	38,4	37,6	29,1	20,6
mediana	32,6	26,7	22,3	17,2	14,4	12,0
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
przychody	708	797	861	923	982	1039	1093	1144	1192	1237	1261
EBITDA ex.MSSF16	271	309	336	362	389	413	434	454	471	485	495
marża	38,3%	38,8%	39,0%	39,3%	39,6%	39,7%	39,7%	39,7%	39,5%	39,3%	0
amortyzacja	75	84	90	96	101	106	111	115	118	120	123
EBIT	196	225	245	267	288	306	323	339	353	365	373
podatek	37	43	47	51	55	58	61	64	67	69	71
NOPLAT	159	182	199	216	233	248	262	275	286	296	302
CAPEX	-68	-76	-82	-88	-94	-99	-105	-110	-115	-120	-122
kapitał obrotowy	-3	-10	-7	-6	-6	-6	-5	-5	-5	-4	-4
FCF	163	181	200	218	234	249	263	274	284	292	297
PV FCF	154	157	161	161	160	157	152	147	140	132	
WACC	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
dług netto / EV	2,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	2,0%
zdyskontowana wartość FCF	3 772
skor. dług netto ex.MSSF16	203
inne korekty	11
wycena DCF na akcję (PLN)	119,97

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	116,93
DCF	50%	119,97
cena wynikowa		118,45
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		126,00

IT

Asseco Poland

kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigiel +48 22 438 24 06 pawel.szpigiel@mbank.pl

Podtrzymujemy pozytywne podejście do Asseco Poland. Kluczowe argumenty to: (1) wzrost wyników, (2) wysoki zwłaszcza jak na sektor IT DYield oraz (3) atrakcyjna wycena na P/E. Asseco Poland zaraportowało dobre wyniki za 1Q'21. Duże wzrosty odnotowała jednostka dominująca (przychody +28% R/R, EBIT + 43% R/R). Zamówienia od ZUS oraz z Cyfrowego Polsatu wyraźnie pomagają wynikom matki Asseco. Sytuacja finansowa tego podmiotu poprawiła się na trwałe, a to właśnie matka jest głównym kontrybutorem do zysku netto i dywidendy w grupie Asseco. W średnim terminie spodziewamy się kontynuacji dobrych trendów wynikowych.

cena bieżąca 76,90 PLN **potencjał zmiany**
cena docelowa 80,70 PLN **+4,9%**

	rekomenacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	80,70 PLN	2020-09-02

Podstawowe dane		ACP PW	vs. WIG
ticker	ACP PW	zmiana 1M	+9,8% +9,1%
ISIN	0	zmiana YTD	+18,3% +0,2%
liczba akcji (mln)	83,0	średni obrót 1M	6,5 mln PLN
MC (mln PLN)	6 382,7	średni obrót 6M	6,8 mln PLN
EV (mln PLN)	9 603,5	EV/EBITDA 12M fwd	4,7 -13,0%
free float	68,0%	EV/EBITDA 5Y avg	5,4 dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	10 667	12 190	12 492	12 940	13 354
EBITDA	1 612	1 922	1 951	2 022	2 076
marża EBITDA	15,1%	15,8%	15,6%	15,6%	15,5%
EBIT	975	1 215	1 249	1 307	1 350
zysk netto	322	402	397	422	437
P/E	19,8	15,9	16,1	15,1	14,6
P/BV	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0
P/S	0,60	0,52	0,51	0,49	0,48
DPS	3,01	3,07	3,11	3,01	3,01
DYield	3,9%	4,0%	4,0%	3,9%	3,9%

Zmiana prognoz	2021P	2022P	2023P
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)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	10 667	12 190	12 492	12 940	13 354
zmiana	14,4%	14,3%	2,5%	3,6%	3,2%
rynek polski	1 486	1 432	1 710	1 788	1 837
rynek pd-wsch. Europy	890	1 028	1 166	1 256	1 333
rynek zachodnioeur.	697	857	861	878	896
rynek środkowoeur.	1 060	1 332	1 125	1 159	1 194
rynek izraelski	6 554	7 561	7 624	7 853	8 088
rynek wschodnioeur.	8	6	7	7	7
EBIT	976	1 215	1 249	1 307	1 350
amortyzacja	635	707	702	715	727
EBITDA	1 612	1 922	1 951	2 022	2 076
marża	15,1%	15,8%	15,6%	15,6%	15,5%
jednostki stowarzyszone	-381	-466	-584	-609	-633
podatek	-191	-216	-253	-258	-259
zysk netto	322	402	397	422	437

Bilans i CF

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF operacyjny	1 501	1 961	1 628	1 703	1 762
CFO/EBITDA	93%	102%	83%	84%	85%
CAPEX	-320	-314	-500	-518	-534
aktywa ogółem	14 598	16 705	16 001	16 730	17 468
kapitał własny	5 765	6 044	6 022	6 195	6 382
dług netto	1 091	601	109	-508	-1 137
dług netto/EBITDA (x)	0,7	0,3	0,1	-0,3	-0,5

Analiza porównawcza

	2020P	P/E 2021P	2022P
minimum	28,0	26,8	24,1
maksimum	10,5	9,0	7,5
mediana	21,9	17,9	16,1
waga	33%	33%	33%

Skrót z modeli DCF

(mln PLN)	20	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Asseco Poland (matka)											
przychody	997	965	1 011	1 032	1 054	1 076	1 099	1 122	1 146	1 170	1 170
EBITDA	222	216	230	233	236	238	241	244	247	250	250
NOPLAT	128	123	133	135	138	140	142	144	147	149	149
FCF	108	127	143	144	145	145	146	146	147	149	149
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Asseco Business Solutions											
przychody	282	296	320	337	353	368	382	395	407	418	427
EBITDA	118	120	128	134	139	144	148	151	154	157	160
NOPLAT	75	75	81	84	87	90	92	94	95	96	98
FCF	70	72	76	80	83	85	87	89	91	92	94
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Asseco South Eastern Europe											
przychody	1 026	1 157	1 247	1 324	1 394	1 461	1 527	1 592	1 657	1 723	1 740
EBITDA	223	242	264	280	294	308	321	335	348	361	365
NOPLAT	118	131	143	152	159	167	174	181	188	195	197
FCF	106	121	140	152	162	172	178	184	189	194	196
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%

Podsumowanie SOTP

(mln PLN)	metoda	udział	wycena
Asseco PL matka	DCF	100%	1 909
ACE	12x PE'20	93%	964
ABS	DCF	43%	1 197
ASEE	DCF	51%	2 612
r. zachodnioeurop.	12x PE'20	100%	301
Formula Systems	rynek	26%	5 595
pozostałe	10x PE	0%	218
razem			6 644
wycena 1 akcji			80,05

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	71,67
SOTP	50%	80,05
cena wynikowa		75,86
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		80,70

Comarch kupuj (bez zmian)

Paweł Szpigiel +48 22 438 24 06 pawel.szpigiel@mbank.pl

Od początku roku notowania Comarchu wzrosły o > 26%. Pomimo tego, podtrzymujemy pozytywne podejście do spółki. Ubiegły rok, pomimo pandemii, okazał się bardzo udany dla Comarchu. Spółka wygenerowała relatywnie wysoki wzrost przychodów (+7% R/R), a jednocześnie wysoki poziom marży zysku brutto ze sprzedaży (tj. 29,5%). Dyscyplina kosztowa (poprzez spadek dynamiki zatrudnienia oraz oszczędności związane z pandemią) przełożyła się na wysoki CFO. Guidance Zarządu na 2021 rok jest mało precyzyjne: portfel zamówień spółki jest „kilka procent” wyższy R/R. Stąd, pomimo świetnych wyników za 4Q'20 i 1Q'21, podchodzimy do prognoz na 2021 rok ostrożnie. Zakładamy jedynie 4% wzrostu przychodów, a poziom marży brutto ze sprzedaży wyznaczamy na 28,2% (co odpowiada średniej z ostatnich 5 lat i jest 1,3 p.p. niżej R/R). Duży potencjał do pobicia naszych estymacji widzimy w segmencie TMT (na ten moment zakładamy stabilne obroty w 2021 r. po >10% spadku w 2020 r.). Nasza prognoza EBITDA to 252 mln PLN. Comarch jest notowany na EV/EBITDA'21 i P/E'21 z wysokimi dyskontami do peer grupy, które według nas nie są uzasadnione.

cena bieżąca	242,00 PLN	potencjał zmiany
cena docelowa	267,00 PLN	+10,3%

	rekomenacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	267,00 PLN	2021-03-30

Podstawowe dane			CMR PW	vs. WIG
ticker	CMR PW	zmiana 1M	+5,2%	+4,5%
ISIN	PLCOMAR00012	zmiana YTD	+26,4%	+8,3%
liczba akcji (mln)	8,1	średni obrót 1M		0,4 mln PLN
MC (mln PLN)	1 968,3	średni obrót 6M		0,7 mln PLN
EV (mln PLN)	1 765,8	EV/EBITDA 12M fwd	6,3	-13,7%
free float	60,9%	EV/EBITDA 5Y avg	7,3	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	1 437	1 536	1 601	1 690	1 767
EBITDA	228	272	252	254	258
marża EBITDA	15,9%	17,7%	15,7%	15,0%	14,6%
EBIT	143	187	164	163	164
zysk netto	105	119	111	114	117
P/E	18,8	16,6	17,8	17,3	16,8
P/BV	2,0	1,8	1,6	1,5	1,4
EV/EBITDA	8,4	6,7	7,0	6,7	6,3
DPS	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
DYield	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
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)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	1 437	1 536	1 601	1 690	1 767
TMT	336	301	307	331	353
finanse i bankowość	191	259	287	302	314
handel i usługi	252	237	223	232	241
przemysł i utilities	179	178	182	191	201
sektor publiczny	130	154	160	167	173
SME	291	332	362	384	399
inne	58	76	81	84	87
zysk brutto na sprzedaży	421	452	451	469	485
marża	29,3%	29,5%	28,2%	27,7%	27,5%
koszty sprzedaży	146	143	152	164	173
koszty ogólnego zarządu	128	127	131	138	147
EBIT	143	187	164	163	164
marża	10,0%	12,2%	10,2%	9,7%	9,3%
zysk netto	104,8	118,7	110,8	113,8	117,1

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
przychody	1 601	1 690	1 767	1 840	1 909	1 976	2 044	2 112	2 183	2 254	2 299
EBITDA	252	254	258	264	266	269	270	270	270	268	274
marża EBITDA	15,7%	15,0%	14,6%	14,3%	14,0%	13,6%	13,2%	12,8%	12,4%	11,9%	11,9%
amortyzacja	88	91	94	97	101	104	107	110	112	114	116
EBIT	164	163	164	166	166	164	162	160	158	154	158
podatek	44	44	44	45	45	44	44	43	43	42	43
NOPLAT	120	119	120	121	121	120	118	117	115	113	115
CAPEX	-99	-103	-82	-76	-77	-79	-82	-84	-90	-94	-96
kapitał obrotowy	-9	-15	-14	-14	-14	-15	-15	-16	-17	-18	-18
FCF	100	92	118	129	130	130	128	126	121	115	117
PV FCF	93	80	94	95	88	81	74	67	59	52	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
dług netto / EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF operacyjny	169	293	202	197	201
CFO/EBITDA	74%	108%	80%	77%	78%
CAPEX	-45	-87	-99	-103	-82
aktywa ogółem	1 843	1 995	2 124	2 258	2 390
kapitał własny	971	1 097	1 196	1 297	1 402
dług netto	-58	-162	-221	-276	-359
dług netto/EBITDA (x)	-0,3	-0,6	-0,9	-1,1	-1,4

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
minimum	27,3	26,5	23,8	18,9	17,1	15,9
maksimum	10,0	9,0	7,4	5,2	4,9	4,4
mediana	22,2	17,1	15,0	11,3	10,6	10,7
waga	33%	33%	33%	33%	33%	33%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	2,0%
zdyskontowana wartość FCF	1 591
dług netto MSSFI6	-162
inne korekty	19
wycena DCF na akcję (PLN)	213,20

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	40%	307,58
DCF	60%	213,20
cena wynikowa		250,95
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		267,00

Sygnity trzymaj (bez zmian)

Paweł Szpigiel +48 22 438 24 06 pawel.szpigiel@mbank.pl

Podtrzymujemy neutralne podejście do Sygnity. Spółka zawarła ugodę z Fast Enterprises, podwykonawcą na projekcie e-Podatki i tym samym rozwiązała ostatni „duży problem” z trudnego dla spółki okresu 2014-17. Sytuacja kredytowa grupy uległa dużej poprawie, na koniec września'21 szacujemy dług netto/EBITDA = 0,6x. Sygnity generuje wysoki strumień gotówki (FCFE = 26-27 mln PLN, co implikuje Yield >11%). Z drugiej strony spółka zaraportowała rozczarowujący zestaw wyników za 1Q i 2Q'20/21 i przedstawiła dość słaby outlook na rok obrotowy 2020/21. Powtórzenie wyników 2019/20 jest mało prawdopodobne. De facto zakładamy, że skorygowana EBITDA MSSF16 będzie niższa R/R o 5,8% R/R. Sygnity jest wciąż notowane na atrakcyjnym poziomie wskaźników jednak sądzimy że następna fala wzrostu notowań walorów spółki wydarzy się dopiero przy powrocie Sygnity do wzrostu wyników.

cena bieżąca	10,40 PLN	potencjał zmiany
cena docelowa	11,60 PLN	+11,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	11,60 PLN	2021-03-18

Podstawowe dane			SGN PW	vs. WIG
Ticker	SGN PW	Zmiana 1M	+1,5%	+0,8%
ISIN	PLCMPLD00016	Zmiana YTD	+14,5%	-3,6%
Liczba akcji (mln)	22,8	Średni obrót 1M		0,2 mln PLN
MC (mln PLN)	236,7	Średni obrót 6M		0,2 mln PLN
EV (mln PLN)	276,9	EV/EBITDA 12M fwd	4,8	-9,8%
Free float	100,0%	EV/EBITDA 5Y avg	5,3	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	18/19	19/20P	20/21P	21/22P	22/23P
Przychody	234,6	230,0	218,4	226,4	235,3
EBITDA	37,4	53,0	64,3	50,2	50,4
marża EBITDA	15,9%	23,1%	29,4%	22,2%	21,4%
EBIT	29,4	36,9	48,3	34,2	34,1
Zysk netto	15,9	29,2	46,8	26,3	26,8
P/E	14,9	8,1	5,1	9,0	8,8
P/BV	3,6	2,5	1,7	1,4	1,2
EV/EBITDA	8,3	5,5	4,3	5,0	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			20/21P	21/22P	22/23P
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)	18/19	19/20P	20/21P	21/22P	22/23P
przychody	234,6	230,0	218,4	226,4	235,3
COGS	164,3	160,0	152,9	160,3	168,2
ZBNS	70,3	69,9	65,5	66,1	67,1
marża	30,0%	30,4%	30,0%	29,2%	28,5%
l. sprzedaży i mark.	7,4	8,7	8,3	8,6	8,9
l. ogólnego zarządu	26,1	24,7	22,7	23,4	24,1
poz. dział. operacyjna	-7,4	0,3	13,8	0,0	0,0
EBIT	29,4	36,9	48,3	34,2	34,1
marża	12,5%	16,0%	22,1%	15,1%	14,5%
amortyzacja	8,0	16,2	15,9	16,1	16,4
EBITDA	37,4	53,0	64,3	50,2	50,4
dział. Finansowa	-10,6	-7,1	4,9	-3,2	-2,4
zysk brutto	18,7	29,8	53,2	31,0	31,6
podatek	-0,2	-2,0	-6,4	-4,7	-4,8
zysk netto	15,9	29,2	46,8	26,3	26,8

Model DCF

(mln PLN)	20/21P	21/22P	22/23P	23/24P	24/25P	25/26P	26/27P	27/28P	28/29P	29/30P	+
przychody	218	226	235	244	254	263	273	282	292	302	302
EBITDA	64	50	50	51	51	51	51	51	51	51	51
marża EBITDA	29,4%	22,2%	21,4%	20,8%	20,2%	19,5%	18,8%	18,1%	17,4%	16,8%	16,8%
amortyzacja	7	7	7	8	8	8	9	9	9	10	10
EBIT	48	34	34	34	34	34	34	33	33	32	32
podatek	9	6	6	7	7	6	6	6	6	6	6
NOPLAT	39	28	28	28	28	28	27	27	27	26	26
CAPEX	-4	-6	-6	-6	-7	-8	-9	-9	-9	-10	-10
kapitał obrotowy	-36	-1	-1	-1	-1	-1	-2	-2	-2	-2	-2
FCF	6	28	28	28	28	27	25	25	24	24	24
PV FCF	6	25	23	21	19	17	15	13	12	11	
WACC	7,9%	8,3%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
dług netto / EV	13,7%	5,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	18/19	19/20P	20/21P	21/22P	22/23P
CF operacyjny	18,9	52,0	40,2	44,8	44,8
CFO/EBITDA	51%	98%	63%	89%	89%
CAPEX	-1,1	-1,7	-4,1	-5,6	-6,0
aktywa ogółem	272,9	296,4	301,3	312,2	315,5
kapitał własny	65,8	94,3	141,1	167,4	194,2
dług netto	74,3	54,0	40,2	13,2	-14,2
dług netto/EBITDA (x)	2,0	1,0	0,6	0,3	-0,3

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
minimum	14,7	11,0	9,2	4,6	3,6	2,7
maksimum	21,6	19,0	17,3	11,5	10,9	10,1
mediana	18,1	15,8	14,6	7,4	6,3	5,9
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

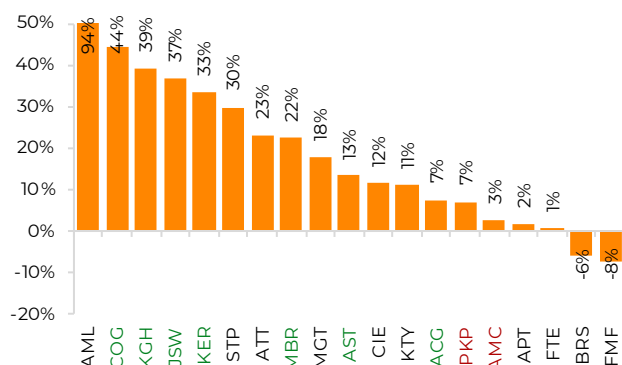
(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	0,0%
zdiskontowana wartość FCF	160
skor. dług netto	68
inne korekty	3
wycena DCF na akcję (PLN)	9,65

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	15%	18,01
DCF	85%	9,65
cena wynikowa		10,91
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		11,60

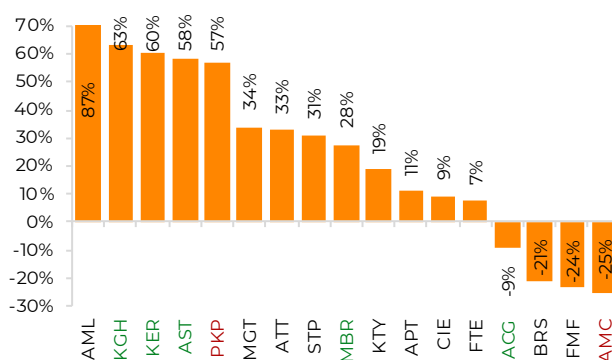
Przemysł

Prognozowana zmiana sprzedaży w 2021 r.



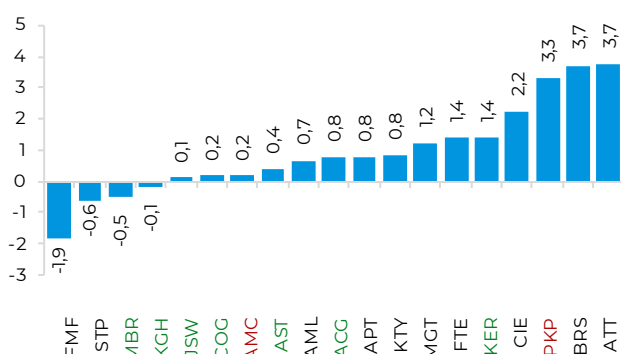
Źródło: mBank; *zielony – pozytywne rekomendacje, czerwony – negatywne

Prognozowana zmiana EBITDA w 2021 r.

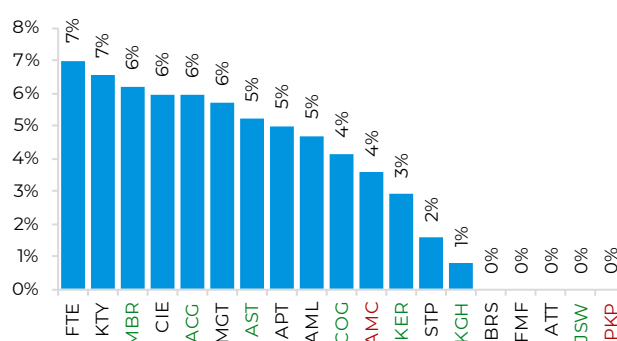


Źródło: mBank; *zielony – pozytywne rekomendacje, czerwony – negatywne

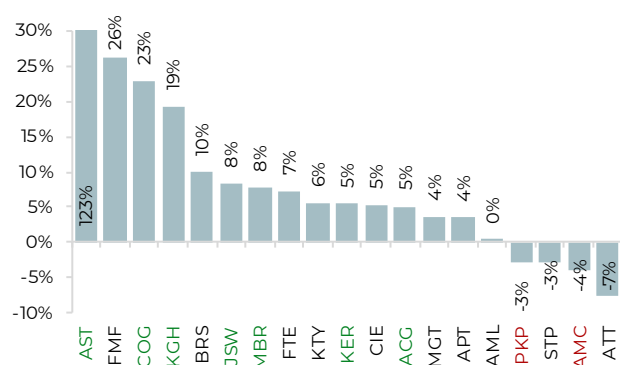
Prognozowany dług netto/EBITDA na koniec '21



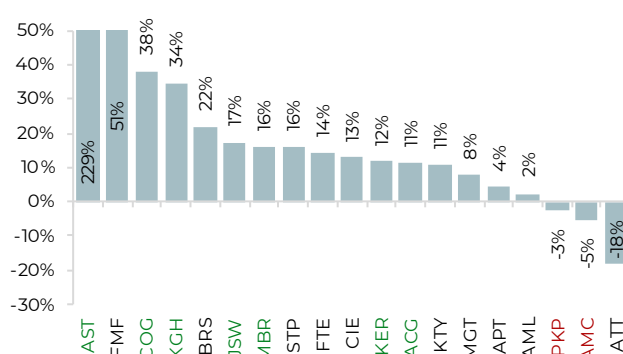
Prognozowany DYield w 2021 r.



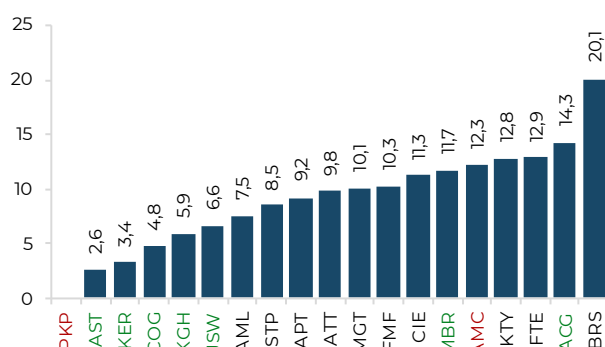
Prognozowany poziom wolnych przepływów pieniężnych (FCF) do wartości przedsiębiorstwa (EV) w 2021 r.



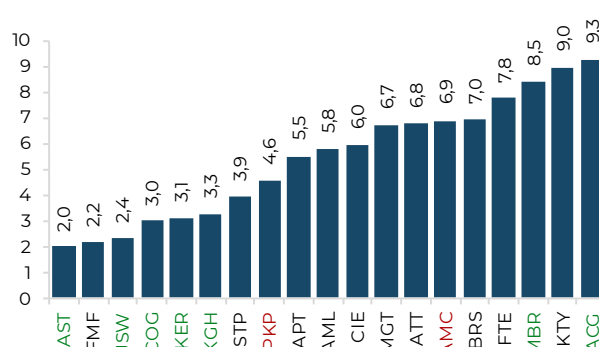
Prognozowany średni poziom wolnych przepływów pieniężnych w latach 2021-22 (FCF) do wartości przedsiębiorstwa (EV)



Prognozowany poziom wskaźnika P/E'21



Prognozowany poziom wskaźnika EV/EBITDA'21



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

Cognor kupuj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Według danych Polskiej Unii Dystrybutorów Stali w czerwcu ceny prętów żebrowanych wzrosły do ponad 4000 PLN/t, co stanowi rekord ostatnich kilkunastu lat. Przy znacznie mniejszym wzroście cen złomu spread na produkcji pręta żebrowanego wzrósł w ostatnich dniach do ponad 2000 PLN/t (vs. średnio 900 PLN/t w 2020 roku). To implikuje, że w końcówce 2Q'21 oraz w 3Q'21 Cognor może odnotować rekordowe wyniki finansowe w hucie Ferrostał, a co za tym idzie wynik EBITDA w 2021 roku może się zbliżyć do rekordowego, jaki miał miejsce w 2007 roku (wówczas 227 mln PLN vs. oczekiwane 222 mln PLN w 2021 roku). W efekcie oczekiwanej poprawy wyników finansowych na koniec 2021 roku dług netto według nas spadnie poniżej 40 mln PLN, co wzbudzi oczekiwania inwestorów odnośnie możliwości dywidendy w kolejnym roku (oczekujemy 0,44 PLN/akcja, co daje ponad 12% Dyield). Podnosimy nasze założenia odnośnie cen produktów oraz złomu, rewidujemy w górę prognozę cen energii na kolejne dwa lata oraz podnosimy wartość oczekiwanych dywidend w 2021 i 2022 roku. W dłuższej perspektywie pozytywnie na popyt i ceny prętów żebrowanych powinny przekładać się inwestycje infrastrukturalne w zakresie Nowego Ładu. Nie zmieniamy naszej rekomendacji kupuj oraz ceny docelowej (4,30 PLN/akcja) dla Grupy Cognor.

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wol. Ferrostał (tys. ton)	424	424	427	428	429
wol. HSJ (tys. ton)	237	238	239	244	249
wol. Złomrex (tys. ton)	142	137	144	147	150
spread Ferrostał (PLN/t)	1127	1022	1242	1231	1223
spread HSJ (PLN/t)	1508	1265	1368	1398	1393
przepływy oper.	142	206	214	152	125
amortyzacja	46	48	50	50	48
kapitał obrotowy	61	98	12	4	-2
przepływy inw.	-56	-57	-50	-50	-39
CAPEX	56	57	50	50	39
przepływy fin.	-84	-127	-103	-90	-73
dywidenda/buyback	-36	0	-26	-77	-60
FCF	102	157	154	103	87
FCF/EBITDA	101%	138%	69%	61%	60%
CFO/EBITDA	141%	180%	96%	90%	87%

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
wolumen sprzedaży	666	672	678	685	691	698	696	694	690	690	690
ceny produktów	2 845	2 645	2 235	2 154	2 156	2 157	2 162	2 167	2 170	2 170	2 170
ceny złomu	1 865	1 692	1 188	1 116	1 116	1 116	1 116	1 116	1 116	1 116	1 116
przychody	2 503	2 336	1 970	1 914	1 931	1 949	1 951	1 954	1 951	1 955	1 958
EBITDA	222	169	143	116	119	125	127	128	131	128	125
marża EBITDA	8,9%	7,3%	7,3%	6,0%	6,2%	6,4%	6,5%	6,6%	6,7%	6,6%	6,4%
EBIT	172	119	95	69	73	79	80	81	85	80	77
podatek	30	20	16	11	11	13	13	13	14	13	12
CAPEX	-50	-50	-39	-40	-42	-43	-46	-46	-46	-46	-48
kapitał obrotowy	12	4	-2	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	154	103	87	64	66	70	68	69	72	70	66
PV FCF	149	91	69	47	44	42	37	35	33	29	
WACC	9,4%	9,5%	9,6%	9,6%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

cena bieżąca

3,53 PLN

potencjał zmiany
cena docelowa

4,30 PLN

+21,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	4,30 PLN	2021-06-18

Podstawowe dane			COG PW	vs. WIG
ticker	COG PW	zmiana 1M	+12,1%	+11,4%
ISIN	PLCNTSL00014	zmiana YTD	+101,7%	+83,6%
liczba akcji (mln)	175,0	średni obrót 1M		3,6 mln PLN
MC (mln PLN)	617,6	średni obrót 6M		1,4 mln PLN
EV (mln PLN)	675,1	EV/EBITDA 12M fwd	3,4	-10,3%
free float	21,6%	EV/EBITDA 5Y avg	3,8	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
pPrzychody	1 902	1 733	2 503	2 336	1 970
EBITDA skor.	93	92	222	169	143
marża EBITDA	4,9%	5,3%	8,9%	7,3%	7,3%
EBIT skor.	47	44	172	119	95
zysk netto skor.	11	10	129	86	66
P/E skor.	55,0	61,3	4,8	7,2	9,3
P/BV	2,4	2,1	1,6	1,5	1,5
EV/EBITDA skor.	9,3	8,7	3,0	3,9	4,5
DPS	0,21	0,00	0,15	0,44	0,34
DYield	5,8%	0,0%	4,2%	12,5%	9,8%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
przychody ze sprzedaży			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
wolumen sprzedaży			0,0%	0,0%	0,0%
ceny produktów			0,0%	0,0%	0,0%
ceny złomu			0,0%	0,0%	0,0%

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
aktywa	1 052	1 031	1 258	1 226	1 143
aktywa trwałe	487	515	496	492	484
kapitał własny	259	288	391	400	406
udział mniejszości	259	288	391	400	406
dług netto	226	164	38	27	14
dług netto/EBITDA (x)	224%	144%	17%	16%	10%
dług netto/kap. wł. (x)	87%	57%	10%	7%	3%

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	3,1	4,6	5,2	2,0	0,9	0,7
maksimum	22,9	51,4	26,8	29,0	10,7	16,4
mediana	7,5	10,0	9,8	4,7	4,9	4,8
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,2
wzrost FCF po prognozie	2%
zdyskontowana wartość FCF	576,2
dług netto	164,0
inne korekty	19,3
wycena DCF na akcję (PLN)	4,31

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	3,71
DCF	50%	4,31
cena wynikowa		4,01
koszt kapitału 9M		7,2%
cena docelowa za 9M		4,30

Famur trzymaj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Zarząd w kolejnych okresach oczekuje kontynuacji presji na rentowność w związku z rosnącymi cenami surowców (w szczególności stali). Na rynku utrzymuje się negatywny sentyment wokół energetyki węglowej, co powoduje, że coraz trudniej jest zdobyć finansowanie inwestycji dla klienta i wykonawcy. Ograniczenia w ruchu transgranicznym utrudniają pozyskanie nowych kontraktów na rynkach zagranicznych. Zarząd mimo bardzo dobrej płynności zdecydował na pozostawienie całego zysku z 2020 roku w Spółce i brak dywidendy. Famur planuje rozwijać alternatywne działalności (jak OZE), które rekompensować będą spadek inwestycji w obszarze wydobycia węgla. Zarząd zamierza przeznaczyć około połowy bieżącej nadwyżki gotówki na bilansie na przejęcie spółki z obszaru fotowoltaiki (Projekt-Solartech) oraz niezbędne zasilenie nowego segmentu w kapitał obrotowy. Na koniec udział Famur w nowym segmencie będzie realnie sięgał jedynie 25% (reszta rozwodniona przez głównego akcjonariusza – TDJ oraz założycieli Projekt-Solartech). Obawiamy się, że nowa strategia dywersyfikacji przychodów nieść za sobą będzie szereg transakcji powiązanych z głównym akcjonariuszem (TDJ), czego pierwszym elementem będzie odkup udziałów w Famak. Nie zmieniamy naszej rekomendacji trzymaj dla Grupy Famur oraz ceny docelowej (2,50 PLN/akcja).

cena bieżąca

2,28 PLN

potencjał zmiany

cena docelowa

2,50 PLN

+9,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	2,50 PLN	2021-04-09

Podstawowe dane			FMF PW	vs. WIG
ticker	FMF PW	zmiana 1M	-2,1%	-2,9%
ISIN	PLFAMUR00012	zmiana YTD	+1,3%	-16,8%
liczba akcji (mln)	574,8	średni obrót 1M	0,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	1 310,5	średni obrót 6M	2,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	692,3	EV/EBITDA 12M fwd	3,6	-33,8%
free float	52,3%	EV/EBITDA 5Y avg	5,5	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	2 165	1 139	1 054	971	929
EBITDA	451	416	318	274	248
marża EBITDA	20,8%	36,5%	30,2%	28,2%	26,7%
EBIT	269	239	169	139	117
zysk netto	245	185	128	106	91
P/E	5,3	7,1	10,3	12,4	14,4
P/BV	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA	3,3	2,1	2,2	1,9	1,9
DPS	0,53	0,00	0,00	0,00	0,09
DYield	23,3%	0,0%	0,0%	0,0%	4,0%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2022P
przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
obroty Underground			0,0%	0,0%	0,0%
marża Underground			0,0%	0,0%	0,0%
dług netto			0,0%	0,0%	0,0%
DPS			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
obroty Underground	1 621	969	899	821	782
marża Underground	33,3%	34,0%	29,0%	28,3%	27,2%
przychody elektryka	65	54	49	48	47
przych. ust. i górnicze	2	4	3	3	3
przepływy oper.	504	640	302	290	251
przepływy oper.	182	177	148	136	132
amortyzacja	66	321	14	41	21
kapitał obrotowy	-15	-105	-120	-122	-125
przepływy inw.	38	146	120	122	125
CAPEX	-185	-238	-12	-108	-157
przepływy fin.	184	272	0	-100	-100
dywidenda/buyback	-305	0	0	0	-53
FCF	415	528	182	168	123
FCF/EBITDA	92%	127%	57%	61%	50%
CFO/EBITDA	112%	154%	95%	106%	101%

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
aktywa	2 975	2 492	2 605	2 590	2 518
aktywa trwałe	936	774	752	738	728
goodwill	162	162	162	162	162
kapitał własny	1 557	1 710	1 838	1 944	1 982
udział mniejszości	-46	-28	-28	-28	-28
dług netto	220	-420	-590	-750	-819
dług netto/EBITDA (x)	0,5	-1,0	-1,9	-2,7	-3,3

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	22,5	15,5	13,0	10,7	7,7	6,7
maksimum	36,1	32,5	30,4	21,5	19,4	18,0
mediana	26,2	20,7	17,7	13,4	11,5	10,5
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
przychody	1 054	971	929	890	853	817,21	783,16	751	719	690	688
zmiana (r/r)	-8%	-8%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	0%
EBITDA	318	274	248	229	210	196	186	177	169	162	159
marża EBITDA	30,2%	28,2%	26,7%	25,8%	24,7%	24,0%	23,7%	23,6%	23,4%	23,4%	23,2%
amortyzacja	148	136	132	133	134	135	136	137	140	142	143
EBIT	169	139	117	96	76	61	50	39	29	20	16
podatek	30	25	21	18	15	12	10	8	6	4	4
NOPAT	140	114	95	78	61	49	40	31	23	15	12
CAPEX	-120	-122	-125	-127	-130	-132	-135	-138	-141	-143	-143
kapitał obrotowy	14	41	21	19	18	17	16	15	15	15	1
FCF	182	168	123	103	84	69	58	47	37	29	13
PV FCF	170	142	95	72	53	40	30	23	16	11	
WACC	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,3
wzrost FCF po prognozie	0%
zdyskontowana wartość FCF	652,3
dług netto	-420,0
inne korekty	49,2
wycena DCF na akcję (PLN)	1,97

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	2,69
DCF	50%	1,97
cena wynikowa		2,33
koszt kapitału 9M		7,4%
cena docelowa za 9M		2,50

Grupa Kęty trzymaj (podtrzymana)

Jakub Szkopek +48 22 438 24 03 jakub.szkopek@mbank.pl

Bardzo dobre wstępne szacunki Zarządu za Q2'21 skłaniają nas do podwyższenia oczekiwań wyników w segmentach opakowań giętkich (EBITDA +27%) oraz wyrobów wyciskanych (EBITDA +20%) na 2021 rok. W efekcie nasza całoroczna prognoza EBITDA'21 rośnie o 14% do 797 mln PLN, co również uprawdopodobnia rewizję w górę całorocznej prognozy Zarządu na 2021 rok. Wyższe wyniki implikują, że relacja długu netto do EBITDA będzie się na koniec bieżącego roku utrzymywać na poziomie poniżej 1,0x co również implikuje wysoką wypłatę dywidendy w 2022 roku (oczekujemy 50 PLN/akcja). Wciąż pozostajemy ostrożni odnośnie perspektyw dla segmentu systemów aluminiowych, który z jednej strony musi przenosić rosnące ceny aluminium (1/3 kosztów systemu) na klientów, a z drugiej strony w najbliższych miesiącach będzie musiał się zmierzyć z istotnie mniejszą ilością realizowanych projektów w zakresie budowy obiektów handlowych, biurowych i hotelowych. Również obecnie realizowana ponadnormatywna rentowność segmentu opakowań giętkich może naszym zdaniem znaleźć się pod presją w kolejnych latach. Segment skorzystał na wzroście wolumenów i cen sprzedaży w okresie epidemii COVID-19, a obecnie mierzy się ze wzrostem produktów petrochemicznych. Podwyższamy nasze prognozy na lata 2021-2023. W efekcie nasza cena docelowa rośnie z 553,55 PLN do 599,16 PLN. Pootrzymujemy naszą neutralną rekomendację dla Grupy Kęty.

cena bieżąca	679,00 PLN	potencjał zmiany
cena docelowa	599,16 PLN	-11,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	599,16 PLN	2021-07-06
poprzednia	trzymaj	553,55 PLN	2021-06-02
Podstawowe dane			KTY PW vs. WIG
ticker	KTY PW	zmiana 1M	+16,7% +16,0%
ISIN	PLKETY000011	zmiana YTD	+42,0% +23,9%
liczba akcji (mln)	9,6	średni obrót 1M	5,1 mln PLN
MC (mln PLN)	6 506,0	średni obrót 6M	4,7 mln PLN
EV (mln PLN)	7 167,3	EV/EBITDA 12M fwd	9,8 +8,6%
free float	42,0%	EV/EBITDA 5Y avg	9,0 premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	3 204	3 533	3 923	4 121	4 264
EBITDA	523	672	797	721	739
marża EBITDA	16,3%	19,0%	20,3%	17,5%	17,3%
EBIT	385	526	642	560	568
zysk netto	295	430	508	440	446
P/E	22,0	15,1	12,8	14,8	14,6
P/BV	4,4	4,1	3,9	4,0	3,9
EV/EBITDA	13,7	10,5	9,0	10,1	9,9
DPS	23,99	35,13	44,57	50,38	43,66
DYield	3,5%	5,2%	6,6%	7,4%	6,4%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
EBITDA			+14,2%	+5,0%	+5,0%
zysk netto			+18,8%	+6,8%	+6,9%
aluminium (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
premia producencka (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA SOG			+26,9%	+4,3%	+4,4%
EBITDA SWW			+19,5%	+13,0%	+13,1%
EBITDA SSA			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA SOG	148	233	297	216	214
EBITDA SWW	152	163	221	219	229
EBITDA SSA	237	279	296	304	314
EBITDA pozostałe	-14	-16	-17	-17	-17
EBITDA/użyte aluminium	6	6	7	6	6
przepływy oper.	563	637	543	579	602
amortyzacja	138	147	155	161	171
kapitał obrotowy	86	7	-79	-35	-27
przepływy inw.	-244	-144	-200	-200	-200
CAPEX	244	144	200	200	200
przepływy fin.	-316	-445	-342	-449	-386
dywidenda/buyback	-229	-337	-427	-483	-418
FCF	296	459	399	383	408
FCF/EBITDA	57%	70%	50%	53%	55%
CFO/EBITDA	108%	95%	68%	80%	81%

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
aluminium (USD/t)	2 300	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500
prem. prod. (USD/t)	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200
użyte alum. (tys. t)	113	118	123	128	130	132	132	132	132	132	132
przychody	3 923	4 121	4 264	4 409	4 505	4 589	4 637	4 687	4 737	4 790	4 790
EBITDA	797	721	739	757	768	778	782	787	791	797	797
marża EBITDA	20,3%	17,5%	17,3%	17,2%	17,1%	16,9%	16,9%	16,8%	16,7%	16,6%	16,6%
EBIT	642	560	568	575	577	576	574	575	581	589	589
podatek	119	103	105	106	106	106	106	106	108	109	109
CAPEX	-200	-200	-200	-200	-200	-200	-204	-208	-208	-208	-208
kapitał obrotowy	-79	-35	-27	-27	-20	-18	-13	-13	-13	-13	-5
FCF	399	383	408	424	442	453	459	459	462	467	476
PV FCF	386	343	338	325	313	297	278	257	239	222	
WACC	8,2%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
aktywa	2 779	2 889	3 123	3 150	3 239
aktywa trwałe	1 680	1 672	1 773	1 816	1 851
kapitał własny	1 477	1 586	1 667	1 625	1 652
udział mniejszości	1	1	1	1	2
dług netto	703	562	660	780	814
dług netto/EBITDA (x)	1,3	0,8	0,8	1,1	1,1
dług netto/kap. wł. (x)	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	3,5	3,2	3,1	2,9	2,4	1,6
maksimum	37,2	20,7	19,3	12,9	11,0	10,5
mediana	15,6	10,8	9,8	6,3	6,0	5,1
waga	25%	13%	13%	25%	13%	13%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	2,0%
zdyskontowana wartość FCF	2 998
dług netto	898
inne korekty	1
wycena DCF na akcję (PLN)	599,92

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	527,29
DCF	50%	599,92
cena wynikowa		563,60
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		599,16

Kernel kupuj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Wysokie ceny słonecznika w sezonie 2020/21 zachęciły lokalnych rolników do zwiększenia arealu uprawy (prawie 7 mln ha na sezon 2021/22 - rekord). Duży zasiew z wysokim prawdopodobieństwem implikować będzie rekordowe zbiory słonecznika, a w efekcie mniejszą konkurencję o ziarno i wzrost marży na tłoczeniu w sezonie 2021/22 (już obecnie widać wzrost marży modelowej). Dodatkowo Ministerstwo Rolnictwa Ukrainy oczekuje, że w 2021 roku zbiory zbóż zbliżą się do 75 mln ton, co będzie najwyższym poziomem od 2019 roku. Kernel chcąc skorzystać ze sprzyjających wysokich cen zbóż zabezpieczył większość ceny sprzedaży dla zbiorów w sezonie 2021/22. To implikować będzie utrzymanie wyniku EBITDA w segmencie produkcji rolnej na poziomie ponad 300 mln USD w 2021/22 roku. Po fenomenalnych wynikach za 1-3Q'21 podnosimy naszą prognozę wyniku EBITDA Grupy na 2020/21 rok z 660 mln USD do 710 mln USD. Rekordowe w historii Spółki wyniki finansowe oraz perspektywa spadku wydatków inwestycyjnych po 2021 roku są naszym zdaniem gwarantem zwiększenia strumienia dywidend do akcjonariuszy (oczekujemy 0,10 USD/akcja w 2021/22 roku i 1,47 USD/akcja w 2022/23 roku). Podwyższamy naszą cenę docelową z 71,84 PLN/akcja do 75,85 PLN/akcja oraz podtrzymujemy rekomendację kupuj.

cena bieżąca

54,10 PLN

potencjał zmiany

cena docelowa

75,85 PLN

+40,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	75,85 PLN	2021-07-06	
poprzednia	kupuj	71,84 PLN	2021-03-12	
Podstawowe dane			KER PW	vs. WIG
ticker	KER PW	zmiana 1M	-8,1%	-8,9%
ISIN	LU0327357389	zmiana YTD	+10,7%	-7,4%
liczba akcji (mln)	84,0	średni obrót 1M	6,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	4 546,1	średni obrót 6M	8,3 mln PLN	
EV (mln PLN)	8 422,0	EV/EBITDA 12M fwd	3,5	-27,9%
free float	60,1%	EV/EBITDA 5Y avg	4,9	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln USD)	19/20	20/21P	21/22P	22/23P	23/24P
przychody	3 992	4 107	5 481	5 544	5 261
EBITDA	346	443	710	604	470
marża EBITDA	8,7%	10,8%	12,9%	10,9%	8,9%
EBIT	269	337	605	485	348
zysk netto	189	118	356	309	185
P/E	6,2	10,2	3,4	3,9	6,5
P/BV	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	5,4	5,0	3,1	3,5	4,3
DPS	0,25	0,25	0,42	1,00	1,47
DYield	1,7%	1,8%	2,9%	7,0%	10,3%
Zmiana prognoz			20/21P	21/22P	22/23P
EBITDA			+7,4%	+13,7%	-3,3%
zysk netto			+15,8%	+28,1%	-7,3%
marża olej (USD/t)			-16,2%	-0,4%	+2,0%
marża infrastruktura (USD/t)			0,0%	-11,1%	-11,1%
marża rolnictwo (USD/t)			+9,3%	+55,3%	+4,3%
sprzerób słonecznika (tys. Ton)			0,0%	-5,3%	-2,5%
wolumen rolnictwo (tys. Ton)			0,0%	0,0%	0,0%
wolumen infrastruktura (tys. Ton)			+0,2%	+8,5%	+8,5%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln USD)	18/19	19/20	20/21P	21/22P	22/23P
EBITDA oleje	109	152	70	158	159
EBITDA infrastruktura	105	216	421	190	190
EBITDA rolnictwo	182	134	311	311	163
EBITDA inne	-51	-59	-83	-55	-42
EBITDA/t	13	19	29	21	16
przepływy oper.	320	269	392	458	389
amortyzacja	76	106	105	120	122
kapitał obrotowy	-173	-71	-99	-71	-3
przepływy inw.	-241	-203	-273	-156	-120
CAPEX	234	173	273	156	120
przepływy fin.	29	224	-169	-224	-261
dywidenda/buyback	-20	-21	-35	-84	-124
FCF	-73	178	303	352	331
FCF/EBITDA	-21%	40%	43%	58%	71%
CFO/EBITDA	93%	61%	55%	76%	83%

Model DCF

(mln USD)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
marża olej (USD/t)	50	108	103	96	90	84	80	75	72	70	68
pszenica (USD/t)	235	220	195	195	195	195	195	195	195	196	197
kukurydza (USD/t)	250	240	190	190	190	190	190	190	190	190	191
przychody	5 481	5 544	5 261	5 324	5 391	5 452	5 496	5 539	5 582	5 636	5 638
EBITDA	710	604	470	432	430	410	400	393	385	384	382
marża EBITDA	12,9%	10,9%	8,9%	8,1%	8,0%	7,5%	7,3%	7,1%	6,9%	6,8%	6,8%
EBIT	605	485	348	309	304	282	269	260	249	245	244
podatek	35	25	15	12	12	10	10	9	8	8	8
CAPEX	-273	-156	-120	-122	-125	-127	-130	-132	-135	-138	-138
kapitał obrotowy	-99	-71	-3	-23	-24	-23	-22	-20	-20	-21	-17
FCF	303	352	331	274	268	249	238	232	221	217	219
PV FCF	350	352	286	204	173	138	115	96	80	68	
WACC	15,4%	15,6%	15,7%	15,7%	15,8%	15,8%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%
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%

Podsumowanie DCF

(mln USD)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	2%
zdyskontowana wartość FCF	1 862,2
dług netto	1 052,1
inne korekty	1,5
wycena DCF na akcję (PLN)	54,45

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	80,46
DCF	50%	54,45
cena wynikowa		67,45
koszt kapitału 9M		12,5%
cena docelowa za 9M		75,85

Mo-BRUK kupuj (podwyższona)

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

Po bardzo dobrych wynikach za 1Q'21 oczekujemy, że Mo-BRUK utrzyma w kolejnych dwóch kwartałach wysoką dynamikę wzrostu wyników finansowych w związku z realizacją rekordowego portfela zamówień w zakresie spalania tzw. bomb ekologicznych. Wyraźnym motorem wyników w kolejnych okresach powinny być ponadto dynamicznie rosnące opłaty za przyjęcie odpadów w segmencie zestalania i stabilizacji. Po wyraźnej przecenie ceny akcji podnosimy ponownie naszą rekomendację do kupuj (wcześniej trzymaj), oczekując bardzo dobrych wyników w 2Q'21 oraz 3Q'21. Naszym zdaniem w 2H'21 Spółka może zaraportować nowe wygrane przetargi w obszarze unieszkodliwiania bomb ekologicznych (kilka trwających po 1-1,5 tys. ton odpadów). Dodatkowo liczymy na zmniejszenie przez kolegium odwoławcze wymierzonej przez Marszałka Województwa Dolnośląskiego kary za składowanie odpadów w Wałbrzychu (61 mln PLN). Aktualizujemy nieznacznie nasze prognozy na lata 2021-2023. W efekcie nasza cena docelowa spada do 379,61 PLN/akcja (wcześniej 429,25 PLN/akcja), a nowa rekomendacja to kupuj. Mo-BRUK może naszym zdaniem stać się ciekawą alternatywą na rynku akcji przy scenariuszu rosnących zachorowań na wariant Delta COVID-19 w okresie wakacyjnym (relatywnie odporny profil biznesowy na pandemię).

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
obroty spalanie	37	68	99	99	101
obroty stabilizacja	52	60	69	85	97
obroty RDF	26	34	46	52	58
przychody na tonę	492	784	903	870	858
EBITDA na tonę	215	439	528	491	474
przepływy oper.	40	74	101	107	114
amortyzacja	6	6	7	9	8
kapitał obrotowy	-6	-5	-10	-7	-6
przepływy inw.	-1	5	-9	-17	-6
CAPEX	-2	10	-9	-17	-6
przepływy fin.	-27	-57	-73	-80	-82
dywidenda/buyback	-17	-48	-71	-78	-82
FCF	40	87	85	88	105
FCF/EBITDA	71%	87%	67%	65%	73%
CFO/EBITDA	71%	74%	79%	78%	79%

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
ceny Spalanie	4 500	4 500	4 500	4 500	4 410	4 278	4 149	4 170	4 191	4 212	4 233
ceny Stabilizacja	490	515	535	535	530	522	514	517	519	524	524
ceny RDF	575	578	578	578	566	549	533	536	538	541	544
przychody	219	241	261	274	277	278	278	286	295	303	313
EBITDA	128	136	144	147	143	137	129	130	130	130	131
marża EBITDA	58,4%	56,4%	55,2%	53,7%	51,7%	49,2%	46,5%	45,4%	44,2%	42,9%	41,8%
EBIT	121	127	136	139	135	128	121	122	122	120	122
podatek	24	25	27	27	26	25	24	24	24	23	24
CAPEX	-9	-17	-6	-7	-8	-8	-8	-8	-9	-9	-9
kapitał obrotowy	-10	-7	-6	-5	-3	-3	-2	-4	-4	-1	-2
FCF	85	88	105	108	106	101	95	94	94	97	96
PV FCF	82	78	86	81	73	64	56	51	47	44	
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

cena bieżąca 326,00 PLN
cena docelowa 379,61 PLN **potencjał zmiany** +16,4%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	379,61 PLN	2021-07-06
poprzednia	trzymaj	429,25 PLN	2021-05-04
Podstawowe dane			MBR PW vs. WIG
ticker	MBR PW	zmiana 1M	+1,9% +1,2%
ISIN	PLMOBRK00013	zmiana YTD	+55,3% +37,2%
liczba akcji (mln)	3,5	średni obrót 1M	2,1 mln PLN
MC (mln PLN)	1145,2	średni obrót 6M	3,6 mln PLN
EV (mln PLN)	1 079,6	EV/EBITDA 12M fwd	9,9 -0,6%
free float	-	EV/EBITDA 5Y avg	9,9 dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	131	178	219	241	261
EBITDA skor.	57	100	128	136	144
marża EBITDA	43,6%	56,1%	58,4%	56,4%	55,2%
EBIT skor.	51	94	121	127	136
zysk netto skor.	41	76	97	103	110
P/E skor.	28,7	15,0	11,7	11,2	10,4
P/BV	8,8	7,0	6,1	5,4	4,7
EV/EBITDA skor.	20,2	11,0	8,5	7,8	7,2
DPS	4,82	13,76	20,15	22,20	23,39
DYield	1,5%	4,2%	6,2%	6,8%	7,2%
zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
przychody			-8,3%	-12,6%	-15,6%
EBITDA			+0,8%	-1,9%	-2,6%
wol. Spalanie			+10,0%	0,0%	-6,5%
wol. Stabilizacja			-16,4%	-15,1%	-13,9%
wol. RDF			-27,3%	-25,0%	-23,1%
ceny Spalanie			-10,0%	-14,3%	-18,2%
ceny Stabilizacja			+12,2%	+12,2%	+12,2%
ceny RDF			+4,9%	+4,9%	+4,9%

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
aktywa	190	209	231	252	277
aktywa trwałe	134	120	119	125	120
kapitał własny	132	163	189	214	242
udział mniejszości	0	0	0	0	0
dług netto	-13	-49	-66	-78	-104
dług netto/EBITDA (x)	-23%	-47%	-51%	-57%	-72%
dług netto/kap. wł. (x)	-10%	-30%	-35%	-36%	-43%

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	5,0	7,6	6,6	3,2	4,1	4,3
maksimum	59,1	34,3	27,0	18,2	15,6	12,3
mediana	15,1	13,8	13,9	8,8	7,9	7,8
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	2%
zdyskontowana wartość FCF	662,5
dług netto	22,2
inne korekty	-64,2
wycena DCF na akcję (PLN)	358,05

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	356,11
DCF	50%	358,05
cena wynikowa		357,08
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		379,61

PKP Cargo sprzedaj (bez zmian)

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

Co prawda dane przewozowe za kwiecień i maj wskazują na wysokie dynamiki wzrostowe (+20-30% r/r), jednakże w naszej opinii jest to głównie związane z efektem bardzo niskiej bazy z roku ubiegłego. W przeciągu pierwszych 5 miesięcy w 2021 r. PKP Cargo wykonało pracę przewozową o ok. 10% wyższą niż w 2020 r. i o ok. 14% niższą niż w 2019 r. W 2Q'21 oczekujemy, że pomimo niskiego dwucyfrowego wzrostu przychodów oraz spadku kosztów pracowniczych to dynamiczne wzrosty kosztów dostępu do infrastruktury i zużycia paliwa/energii spowodują, że Grupa nadal będzie wykazywała ujemną rentowność operacyjną, a wyniki operacyjne będą jedynie nieznacznie lepsze od zeszłorocznych. Po tak słabym półroczu nasza prognoza całorocznego wyniku EBITDA może okazać się zbyt ambitna dla Grupy. Niedawna inwestycja w Gniewczynie, zapowiedzi przetargów na nowe lokomotywy oraz na remont 300 węglarek przypominają o wysokiej wartości nakładów inwestycyjnych, jakie Grupa cały czas musi ponosić. Nie zmieniamy naszego negatywnego nastawienia do spółki. Szansą dla spółki byłoby utrzymanie dynamicznego tempa redukcji zatrudnienia, jakie było obserwowane w zeszłym roku oraz długoterminowe utrzymywanie się znaczącego zapotrzebowania na usługi przewozów masowych (w tym przede wszystkim kruszyw i materiałów budowlanych oraz węgla).

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
energia trakcyjna	407	377	421	458	478
paliwo trakcyjne	177	116	143	159	165
wynagrodzenia	1 737	1 638	1 553	1 631	1 756
dostęp do infrastruktury	573	517	547	599	636
pozostałe	1 065	971	991	1 027	1 048
przepływy oper.	807	553	742	831	851
amortyzacja	717	767	778	781	747
kapitał obrotowy	16	17	14	17	13
przepływy inw.	-815	-655	-843	-825	-577
CAPEX	-1 028	-659	-850	-832	-585
przepływy fin.	111	-146	102	50	49
dywidenda/buyback	-67	0	0	0	0
FCF	-197	-23	-97	10	277
FCF/EBITDA	-7%	-1%	-3%	0%	9%
CFO/EBITDA	94%	95%	103%	101%	99%

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
praca przewozowa	24 495	26 063	27 129	27 370	27 017	26 418	26 350	26 958	27 864	28 621	28 435
średnie ceny	147	149	152	154	156	159	161	163	166	168	171
koszt / tkm	181	179	178	179	181	184	186	188	188	190	194
przychody	4 362	4 694	4 946	5 060	5 071	5 038	5 099	5 286	5 533	5 758	5 807
EBITDA	722	821	862	883	881	878	873	898	934	962	949
marża EBITDA	16,5%	17,5%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	17,1%	17,0%	16,9%	16,7%	16,3%
EBIT	-57	40	116	164	184	186	187	229	283	312	290
podatek	-17	-4	14	26	31	31	32	42	56	63	58
CAPEX	-850	-832	-585	-535	-679	-730	-579	-579	-558	-561	-564
kapitał obrotowy	14	17	13	6	1	-2	3	9	13	11	2
FCF	-97	10	277	328	171	114	265	286	333	349	330
PV FCF	-93	9	238	266	130	82	177	177	187	172	
WACC	6,0%	5,8%	5,7%	5,8%	5,9%	6,0%	6,2%	6,4%	6,8%	7,6%	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 21,10 PLN
cena docelowa 16,21 PLN **potencjał zmiany -23,2%**

aktualna	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
	sprzedaj	16,21 PLN	2021-04-09

Podstawowe dane		PKP PW	vs. WIG
ticker	PKP PW	zmiana 1M	-0,5%
ISIN	PLPKPCR00011	zmiana YTD	+54,0%
liczba akcji (mln)	44,8	średni obrót 1M	2,5 mln PLN
MC (mln PLN)	945,0	średni obrót 6M	3,5 mln PLN
EV (mln PLN)	3 317,8	EV/EBITDA 12M fwd	4,0 +0,8%
free float	67,0%	EV/EBITDA 5Y avg	3,9 premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	4 782	4 076	4 362	4 694	4 946
EBITDA skor.	830	460	722	821	862
marża EBITDA	17,4%	11,3%	16,5%	17,5%	17,4%
EBIT skor.	114	-307	-57	40	116
zysk netto skor.	6	-345	-109	-26	31
P/E skor.	165,8	-	-	-	30,3
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA skor.	3,6	7,0	4,6	4,0	3,5
DPS	1,50	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	7,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
przychody ze sprzedaży			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
praca przewozowa (mln tkm)			0,0%	0,0%	0,0%
masa towarowa (mln ton)			0,0%	0,0%	0,0%
koszty / tkm			0,0%	0,0%	0,0%

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
aktywa	7 991	7 559	7 496	7 612	7 771
aktywa trwałe	6 504	6 397	6 286	6 290	6 085
kapitał własny	3 423	3 144	3 035	3 009	3 040
udział mniejszości	0	0	0	0	0
dług netto	2 072	2 274	2 373	2 366	2 092
dług netto/EBITDA (x)	2,4	3,9	3,3	2,9	2,4
dług netto/kap. wł. (x)	0,6	0,7	0,8	0,8	0,7

Analiza porównawcza

	P/E		EV/EBITDA			FCF/EV	
	21P	22P	23P	21P	22P	23P	17-23P
minimum	3,2	2,9	2,6	4,0	3,5	4,8	-2%
maksimum	41,8	32,6	30,7	17,3	15,9	15,0	12%
mediana	19,3	15,2	16,2	7,5	7,0	7,3	3%
waga	0%	0%	50%	17%	17%	17%	0%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	0,0%
wartość firmy (EV)	2 957
dług netto	2 274
inne korekty	0
wycena DCF na akcję (PLN)	15,24

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	0%	31,56
DCF	100%	15,24
cena wynikowa		15,24
koszt kapitału 9M		6,3%
cena docelowa za 9M		16,21

Stalprodukt trzymaj (bez zmian)

Jakub Szkopek +48 22 438 24 03 jakub.szkopek@mbank.pl

Po fenomenalnych wynikach za 1Q'21 naszym zdaniem 2Q'21 również będzie dla spółki bardzo udany ze względu na jeszcze wyższe ceny cynku oraz wzrosty cen wyrobów stalowych. Wyzwaniem na drugą połowę roku dla Stalprodukt będzie obserwowany spadek premii hutniczej na cynku oraz zakończenie flotacji urobku z kopalni Olkusz-Pomorzany (zakończenie w połowie 2021 roku). Trudno również oczekiwać dalszych wzrostów cen stali na rynku, a zatem efekt FIFO na zapasach będzie już mniej widoczny w 2H'21. Nie zmieniamy naszej rekomendacji dla Grupy Stalprodukt (trzymaj) oraz ceny docelowej (403,06 PLN/akcja).

cena bieżąca	383,00 PLN	potencjał zmiany
cena docelowa	403,06 PLN	+5,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	403,06 PLN	2021-06-02

Podstawowe dane			STP PW	vs. WIG
ticker	STP PW	zmiana 1M	-2,2%	-2,9%
ISIN	PLSTLDP00017	zmiana YTD	+30,1%	+11,9%
liczba akcji (mln)	5,6	średni obrót 1M	0,7 mln PLN	
MC (mln PLN)	2 137,2	średni obrót 6M	1,2 mln PLN	
EV (mln PLN)	1 965,5	EV/EBITDA 12M fwd	4,0	+10,5%
free float	-	EV/EBITDA 5Y avg	3,7	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	3 816	3 321	4 310	3 721	3 644
EBITDA	372	363	498	409	408
marża EBITDA	9,7%	10,9%	11,6%	11,0%	11,2%
EBIT	204	196	338	248	253
zysk netto	143	173	250	181	185
P/E	15,0	12,4	8,6	11,8	11,5
P/BV	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA	5,7	5,3	3,9	4,4	4,1
DPS	6,37	0,00	6,00	22,36	19,49
DYield	1,7%	0,0%	1,6%	5,8%	5,1%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
EBITDA (skor.)			0,0%	0,0%	0,0%
zysk netto (skor.)			0,0%	0,0%	0,0%
blacha trans. (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
cynk (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
ołów (PLN/t)			0,0%	0,0%	0,0%
blachy trans. (tys. t)			0,0%	0,0%	0,0%
cynk (tys. t)			0,0%	0,0%	0,0%
profile (tys. T)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
blachy trans. (tys. t)	132	111	130	133	135
pyły cynkowe (tys. t)	0	110	150	175	195
cynk (tys. t)	154	154	152	129	136
kszałtowniki (tys. t)	184	164	171	165	160
bariery drog. (tys. t)	21	19	20	25	18
przepływy oper.	370	350	140	402	357
amortyzacja	168	167	160	161	155
kapitał obrotowy	33	-7	-368	108	-8
przepływy inw.	-235	-241	-120	-100	-105
CAPEX	243	225	120	100	105
przepływy fin.	-203	-78	-36	-127	-111
dywidenda/buyback	-36	0	-33	-125	-109
FCF	141	113	-57	367	245
FCF/EBITDA	36%	30%	-11%	90%	60%
CFO/EBITDA	93%	92%	28%	98%	88%

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
aktywa	4 345	4 360	4 716	4 585	4 645
aktywa trwałe	2 407	2 424	2 383	2 323	2 274
kapitał własny	2 650	2 802	3 095	3 083	3 163
udział mniejszości	108	112	130	146	161
dług netto	-134	-318	-302	-477	-618
dług netto/EBITDA (x)	-0,3	-0,8	-0,6	-1,2	-1,5
dług netto/kap. wł. (x)	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	8,0	8,2	7,8	4,3	4,1	3,7
maksimum	8,4	7,9	7,1	4,3	3,8	3,2
mediana	13,2	12,7	12,6	6,1	5,7	5,2
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
blacha trans. (PLN/t)	8 579	7 920	7 920	7 920	7 920	7 920	7 920	7 920	7 920	7 920	7 920
cynk (PLN/t)	10 071	9 000	8 640	8 280	8 280	8 280	8 280	8 280	8 280	8 280	8 280
ołów (PLN/t)	7 460	7 560	7 560	7 560	7 560	7 560	7 560	7 560	7 560	7 560	7 560
przychody	4 310	3 721	3 644	3 631	3 628	3 626	3 624	3 624	3 625	3 639	3 655
EBITDA	498	409	408	359	364	370	361	351	351	340	330
marża EBITDA	11,6%	11,0%	11,2%	9,9%	10,0%	10,2%	10,0%	9,7%	9,7%	9,3%	9,0%
EBIT	338	248	253	208	216	223	220	209	207	198	189
podatek	67	49	50	41	43	44	44	41	41	39	37
CAPEX	-120	-100	-105	-110	-116	-122	-128	-134	-141	-141	-141
kapitał obrotowy	-368	108	-8	-27	-30	-31	-31	0	0	-4	-5
FCF	-57	367	245	180	175	174	159	175	169	155	147
PV FCF	-54	318	194	130	116	105	87	88	78	65	
WACC	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,2
wzrost FCF po prognozie	0,0%
zdyskontowana wartość FCF	1 813
dług netto	-318
inne korekty	112
wycena DCF na akcję (PLN)	361,79

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	391,29
DCF	50%	361,79
cena wynikowa		376,54
koszt kapitału 9M		7,0%
cena docelowa za 9M		403,06

E-commerce

Allegro

sprzedaj (bez zmian)

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06

pawel.szpigiel@mbank.pl

rozwój wariantu SARS-CoV2 Delta oraz spowolnienie tempa szczepień niosą ryzyko kolejnych ograniczeń w handlu stacjonarnym od września'21. To czynnik, który będzie wspierać sentyment do spółek e-commerce i naszym zdaniem przyczyna wzrostu kursu Allegro w ostatnich dniach. Z drugiej strony, przy obecnym poziomie notowań, walory Allegro nie prezentują się atrakcyjnie na tle zagranicznych spółek porównywalnych (EV/EBITDA'21 dla Allegro = 37,0, a dla Amazon to 23,2x!). Ponadto kluczowe ryzyko konkurencji materializuje się: Amazon ogłosił start polskiego serwisu i buduje obecność nad Wisłą, AliExpress nie kryje zainteresowania polskim rynkiem, nawet Comarch ogłosił zamiary zbudowania przeciwwagi dla Allegro. Odpowiedź Allegro na walkę z konkurencją skupi się na inwestycjach w tanią logistykę (w tym zwłaszcza na dofinansowaniu dostaw), co dalej będzie osłabiać rentowność grupy w długim terminie. Stąd, obecny moment wykorzystalibyśmy do wyjścia z inwestycji w akcje Allegro. Podtrzymujemy nasze niekonsensusowe, negatywne podejście do spółki. Wskazujemy także na dane GUS o handlu za maj'21, które wspierają tezę że handel stacjonarny po ustaniu pandemii częściowo powróci do formy.

cena bieżąca

69,05 PLN

potencjał zmiany

cena docelowa

54,00 PLN

-21,8%

	rekomenacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	sprzedaj	54,00 PLN	2020-11-18

Podstawowe dane	ALE PW	vs. WIG
ticker	ALE PW	zmiana 1M +17,5% +16,8%
ISIN	LU2237380790	zmiana YTD -18,5% -36,6%
liczba akcji (mln)	1 023,3	średni obrót 1M 100,8 mln PLN
MC (mln PLN)	70 655,8	średni obrót 6M 125,4 mln PLN
EV (mln PLN)	73 906,0	EV/EBITDA 12M fwd 31,5 -5,6%
free float	30,2%	EV/EBITDA 5Y avg 33,4 dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	2 592	3 998	4 663	5 775	7 080
EBITDA	1 325	1 587	1 997	2 305	2 745
marża EBITDA	51,1%	39,7%	42,8%	39,9%	38,8%
EBIT	886	1 123	1 503	1 800	2 216
zysk netto	393	419	1 079	1 341	1 697
P/E	179,7	168,8	65,5	52,7	41,6
P/BV	10,6	8,7	7,5	6,5	5,6
EV/EBITDA	57,9	47,3	37,0	31,5	25,9
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
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)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
GMV (mld PLN)	22,8	35,1	40,1	48,4	58,0
przychody	2 592	3 998	4 663	5 775	7 080
marketplace	2 100	3 231	3 692	4 539	5 553
reklama	207	338	364	448	548
porównywanie cen	146	190	220	256	296
1P	115	217	361	506	657
inne	25	22	25	26	27
EBITDA skorygowana	1 338	1 750	2 037	2 415	2 855
marża	51,6%	43,8%	43,7%	41,8%	40,3%
amortyzacja	439	464	494	505	529
EBIT	886	1 123	1 503	1 800	2 216
marża	34,2%	28,1%	32,2%	31,2%	31,3%
dział. finansowa i inne	373	-506	154	124	94
podatek	-120	-198	-270	-335	-424
zysk netto	393	419	1 079	1 341	1 697

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
przychody	4 663	5 775	7 080	8 626	10 385	12 093	13 738	15 238	16 808	18 452	19 190
EBITDA	1 997	2 305	2 745	3 352	4 092	4 758	5 382	5 949	6 555	7 204	7 493
marża EBITDA	42,8%	39,9%	38,8%	38,9%	39,4%	39,3%	39,2%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%
amortyzacja	494	505	529	547	556	622	744	869	994	1 173	1 220
EBIT	1 503	1 800	2 216	2 805	3 536	4 137	4 637	5 080	5 560	6 031	6 273
podatek	286	342	421	533	672	786	881	965	1 056	1 146	1 192
NOPLAT	1 217	1 458	1 795	2 272	2 864	3 351	3 756	4 115	4 504	4 885	5 081
CAPEX	-450	-600	-566	-518	-623	-726	-824	-914	-1 008	-1 107	-1 151
kapitał obrotowy	-50	-40	-46	-53	-59	-73	-66	-51	-50	-48	-49
FCF	1 211	1 322	1 712	2 249	2 738	3 174	3 611	4 019	4 440	4 904	5 100
PV FCF	1 107	1 116	1 332	1 612	1 809	1 933	2 027	2 079	2 117	2 155	
WACC	8,3%	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
dług netto / EV	4,5%	2,8%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans i CF

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF operacyjny	1 247	1 510	1 717	2 039	2 385
CFO/EBITDA	93%	86%	84%	84%	84%
CAPEX	-143	-231	-450	-600	-566
aktywa ogółem	14 278	15 148	15 469	16 070	17 051
kapitał własny	6 670	8 090	9 426	10 867	12 665
dług netto	6 019	4 423	3 250	1 987	314
dług netto/EBITDA (x)	4,5	2,5	1,6	0,8	0,1

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
minimum	14,2	13,2	11,8	9,7	9,3	8,5
maksimum	967,8	440,0	177,8	234,4	178,8	95,0
mediana	51,4	39,8	31,3	27,4	21,5	16,8
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,0
wzrost FCF po prognozie	4,0%
zyskontowana wartość FCF	49 805
dług netto MSSFI6	4 317
inne korekty	0
wycena DCF na akcję (PLN)	61,35

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	40,09
DCF	50%	61,35
cena wynikowa		50,77
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		54,00

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

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

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

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

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

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

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

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

Sporządzanie nowych rekomendacji zakończyło się 6 lipca 2021 o godzinie 8:00.
Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 6 lipca 2021 o godzinie 8:35.

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.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Answear, Asseco Poland, ATM, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BNP Paribas Bank Polska, Boryszew, BOŚ, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gała, Cognor, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, GPW, Groclin, i2 Development, ING BSK, Kruk, Lokum Developer, LW Bogdanka, Mennica Polska, Mo-BRUK, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA! Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primetech, Prochem, Projprezem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnity, Tarczyński, Ten Square Games, TIM, Unibep, Vistal Gdynia, Wittchen, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Biura maklerskiego mBanku.

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

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

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

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny 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 założonych prognozytycznych 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 założonych prognozytycznych wypłaty dywidendy w modelu.

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

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

Grupy porównawcze wykorzystywane w wycenie poszczególnych spółek

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

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku wydane w przeciągu ostatnich 12 miesięcy
11 bit studios

rekomendacja	zawieszona	sprzedaj	trzymaj
data wydania	2021-05-07	2021-03-02	2020-09-02
cena docelowa (PLN)	-	493,00	493,00
kurs z dnia rekomendacji	501,00	558,00	482,00

AC

rekomendacja	przeważaj	przeważaj
data wydania	2021-04-29	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	37,00	36,40

Agora

rekomendacja	trzymaj	akumuluj
data wydania	2021-07-06	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	10,60	7,60
kurs z dnia rekomendacji	10,40	6,96

Ailleron

rekomendacja	równoważ
data wydania	2020-05-05
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	6,26

Alior Bank

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2021-05-07	2021-04-19	2020-11-19	2020-11-05
cena docelowa (PLN)	30,00	30,00	18,78	14,98
kurs z dnia rekomendacji	28,80	24,13	17,50	13,39

Allegro

rekomendacja	sprzedaj
data wydania	2020-11-18
cena docelowa (PLN)	54,00
kurs z dnia rekomendacji	67,89

Alumetal

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	niedoważaj	niedoważaj
data wydania	2021-05-31	2021-04-09	2021-02-26	2021-01-29	2021-01-15	2020-12-08	2020-10-19	2020-09-30	2020-07-30
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	68,00	59,00	52,80	53,20	52,00	44,50	36,00	35,90	38,00

Amica

rekomendacja	niedoważaj	niedoważaj	równoważ	równoważ	przeważaj	przeważaj
data wydania	2021-04-09	2021-02-26	2021-01-18	2020-12-08	2020-09-30	2020-07-30
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	153,20	145,00	145,80	149,60	136,60	145,00

AmRest

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

Answear

rekomendacja	zawieszona	kupuj
data wydania	2021-05-07	2021-02-04
cena docelowa (PLN)	-	44,50
kurs z dnia rekomendacji	32,01	28,51

Aparator

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2021-04-29	2020-12-08	2020-09-30
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	23,90	22,40	20,60

Asseco BS

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

Asseco Poland

rekomendacja	kupuj	akumuluj
data wydania	2020-09-02	2020-08-04
cena docelowa (PLN)	80,70	68,39
kurs z dnia rekomendacji	70,20	66,50

Asseco SEE

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

Astarta

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2021-04-26	2021-01-28	2020-12-08	2020-10-27
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	38,20	36,20	25,20	21,80

Atende

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2020-11-27
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	3,44

BNP Paribas Polska

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2021-04-19	2020-12-08	2020-11-19
cena docelowa (PLN)	90,00	64,45	64,45
kurs z dnia rekomendacji	66,60	55,00	46,40

Boryszew

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2021-05-31	2020-12-08	2020-09-09
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,29	2,87	3,39

CCC

rekomendacja	zawieszona	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2021-05-07	2021-04-09	2021-03-02	2021-02-02	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	-	96,00	89,00	89,00	89,00
kurs z dnia rekomendacji	111,80	99,76	97,88	85,70	71,38

CD Projekt

rekomendacja	zawieszona	redukuj	trzymaj	sprzedaj	redukuj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2021-05-07	2021-04-09	2021-03-02	2021-02-02	2020-12-23	2020-10-08	2020-11-05	2020-10-02	2020-09-02
cena docelowa (PLN)	-	172,60	232,00	232,00	232,00	445,10	421,60	429,10	429,10
kurs z dnia rekomendacji	156,52	183,00	240,30	305,80	267,70	425,10	381,20	382,60	440,70

CEZ

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-07-06	2021-06-02	2021-04-09	2020-11-20	2020-10-02
cena docelowa (CZK)	722,14	759,63	693,24	601,40	514,80
kurs z dnia rekomendacji	598,00	631,00	565,00	468,00	438,00

Ciech

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	kupuj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2021-06-02	2021-05-07	2020-12-08	2020-11-05	2020-10-02	2020-07-02
cena docelowa (PLN)	47,47	40,97	32,59	34,27	30,10	34,09
kurs z dnia rekomendacji	46,70	41,30	30,35	27,45	27,25	32,30

Cognor

rekomendacja	kupuj	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-06-18	2021-04-09	2021-03-05	2021-02-10	2020-12-08	2020-09-25	2020-08-04
cena docelowa (PLN)	4,30	3,19	3,19	2,89	2,29	2,03	1,98
kurs z dnia rekomendacji	3,57	3,16	2,55	2,15	1,25	1,10	0,93

Comarch

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2021-03-30	2020-09-29
cena docelowa (PLN)	267,00	247,60
kurs z dnia rekomendacji	219,00	204,00

Cyfrowy Polsat

rekomendacja	trzymaj	trzymaj
data wydania	2020-12-08	2020-09-02
cena docelowa (PLN)	27,90	26,30
kurs z dnia rekomendacji	27,84	26,92

Dino

rekomendacja	zawieszona	akumuluj	akumuluj	trzymaj	sprzedaj
data wydania	2021-05-07	2021-04-09	2021-03-02	2020-12-08	2020-07-02
cena docelowa (PLN)	-	290,80	263,10	263,10	155,60
kurs z dnia rekomendacji	247,30	266,60	248,80	269,80	199,10

Enea

rekomendacja	zawieszona	zawieszona	zawieszona
data wydania	2021-06-02	2021-04-09	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	8,76	6,83	5,60

Energa

rekomendacja	zawieszona	zawieszona
data wydania	2021-04-09	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	7,81	7,80

Erste Group

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-07-06	2021-06-02	2021-04-09	2020-12-08	2020-08-10
cena docelowa (EUR)	34,06	34,06	34,06	30,58	26,00
kurs z dnia rekomendacji	31,57	34,05	29,27	24,95	19,85

Eurocash

rekomendacja	zawieszona	trzymaj	kupuj
data wydania	2021-05-07	2021-04-09	2020-07-02
cena docelowa (PLN)	-	16,50	19,90
kurs z dnia rekomendacji	14,32	15,77	17,34

Famur

rekomendacja	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-04-09	2020-12-08	2020-08-04
cena docelowa (PLN)	2,50	3,30	2,86
kurs z dnia rekomendacji	2,53	1,90	1,70

Forte

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	przeważaj
data wydania	2021-05-31	2021-01-29	2020-12-08	2020-09-30	2020-08-28
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	5990	43,50	38,80	32,40	28,85

GPW

rekomendacja	trzymaj	redukuj	redukuj	sprzedaj
data wydania	2021-04-09	2020-12-08	2020-11-05	2020-09-30
cena docelowa (PLN)	44,48	40,60	39,19	39,19
kurs z dnia rekomendacji	45,76	43,00	44,80	47,10

Grupa Azoty

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	sprzedaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2021-05-07	2021-04-09	2021-01-14	2020-12-08	2020-09-02	2020-07-02
cena docelowa (PLN)	34,74	30,23	23,65	24,54	25,83	29,90
kurs z dnia rekomendacji	37,68	31,00	28,95	26,85	25,30	30,45

Handlowy

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

ING BSK

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

Jerónimo Martins

rekomendacja	zawieszona	trzymaj	akumuluj
data wydania	2021-05-07	2021-04-09	2020-08-04
cena docelowa (EUR)	-	14,50	15,30
kurs z dnia rekomendacji	15,38	14,42	14,29

JSW

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2021-04-09	2021-02-03	2020-12-08	2020-11-05	2020-10-02	2020-09-02	2020-08-04
cena docelowa (PLN)	4809	4640	3658	2014	2596	1582	1641
kurs z dnia rekomendacji	31,88	34,80	25,53	1820	25,00	15,18	17,40

Kernel

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-07-06	2021-03-12	2021-01-27	2020-12-08	2020-11-05	2020-09-23
cena docelowa (PLN)	75,85	71,84	62,93	57,39	53,66	56,35
kurs z dnia rekomendacji	54,10	54,00	54,50	46,75	39,00	39,90

Grupa Kęty

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2021-07-06	2021-06-02	2021-04-09	2020-12-08	2020-11-05	2020-09-02
cena docelowa (PLN)	599,16	553,55	534,23	472,99	422,81	465,74
kurs z dnia rekomendacji	679,00	610,00	569,00	449,50	410,00	482,50

KGHM

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj	redukuj	trzymaj
data wydania	2021-06-02	2021-04-09	2021-03-24	2020-12-08	2020-10-02	2020-07-29
cena docelowa (PLN)	245,39	222,05	230,25	152,27	103,84	124,67
kurs z dnia rekomendacji	208,80	199,20	177,05	177,20	115,15	129,45

Komercni Banka

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	kupuj	trzymaj	akumuluj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2021-07-06	2021-06-02	2021-04-09	2021-02-02	2020-12-08	2020-10-02	2020-09-02	2020-08-10
cena docelowa (CZK)	804,77	804,77	804,77	682,02	682,02	618,97	618,97	618,97
kurs z dnia rekomendacji	779,00	798,50	680,00	659,00	616,00	484,50	534,00	529,00

Kruk

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-07-06	2021-06-09	2021-02-02	2020-12-08	2020-09-03
cena docelowa (PLN)	288,46	295,77	174,96	174,96	183,17
kurs z dnia rekomendacji	267,00	265,80	168,30	142,30	156,70

Kruszwica

rekomendacja	zawieszona	niedoważaj	równoważ	przeważaj
data wydania	2021-02-26	2021-01-12	2020-12-08	2020-10-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	65,80	66,00	56,60	53,20

Lotos

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2021-07-06	2021-06-02	2021-04-09	2021-03-25	2020-12-08	2020-10-02	2020-09-02	2020-07-02
cena docelowa (PLN)	60,75	53,39	53,39	54,00	49,01	47,09	47,09	55,87
kurs z dnia rekomendacji	54,40	52,80	45,15	42,44	37,30	34,00	39,22	60,14

LPP

rekomendacja	zawieszona	akumuluj	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2021-05-07	2021-04-09	2021-02-02	2020-12-08	2020-11-05	2020-10-02	2020-08-04	2020-07-02
cena docelowa (PLN)	-	9 300,00	8 500,00	8 500,00	7 600,00	7 900,00	7 900,00	6 900,00
kurs z dnia rekomendacji	10 640,00	8 615,00	7 700,00	7 285,00	5 995,00	6 800,00	7 105,00	6 110,00

Mangata

rekomendacja	równoważ	przeważaj	przeważaj	równoważ
data wydania	2021-05-31	2021-04-09	2020-12-08	2020-09-30
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	87,80	70,60	55,50	47,00

Millennium

rekomendacja	trzymaj	trzymaj
data wydania	2021-04-19	2020-11-19
cena docelowa (PLN)	4,20	2,88
kurs z dnia rekomendacji	3,80	2,93

Mo-BRUK

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

MOL

rekomendacja	kupuj	trzymaj	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2021-07-06	2021-04-09	2021-03-25	2021-02-02	2020-12-08	2020-09-02	2020-08-04	2020-07-02
cena docelowa (HUF)	2 816,00	2 294,00	2 571,00	2 379,00	2 379,00	1 976,00	2 158,00	2 158,00
kurs z dnia rekomendacji	2 378,00	2 150,00	2 184,00	2 220,00	2 002,00	1 686,00	1 722,00	1 821,00

Moneta Money Bank

rekomendacja	kupuj	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-04-09	2021-03-02	2020-12-08	2020-08-10
cena docelowa (CZK)	95,50	82,70	82,70	79,68
kurs z dnia rekomendacji	78,20	78,70	67,00	54,20

Netia

rekomendacja	zawieszona	trzymaj	trzymaj
data wydania	2021-07-06	2020-12-08	2020-08-04
cena docelowa (PLN)	-	4,70	4,40
kurs z dnia rekomendacji	6,92	4,50	4,46

Orange Polska

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2020-12-08	2020-07-30
cena docelowa (PLN)	820	830
kurs z dnia rekomendacji	6,52	7,07

OTP Bank

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2021-06-02	2021-04-09	2021-02-02	2020-12-08	2020-09-02	2020-08-10
cena docelowa (HUF)	15 143,00	15 143,00	13 800,00	13 800,00	11 039,00	11 039,00
kurs z dnia rekomendacji	15 865,00	13 565,00	13 500,00	12 000,00	9 950,00	10 430,00

Pekao

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2021-04-19	2020-11-19
cena docelowa (PLN)	102,00	75,93
kurs z dnia rekomendacji	76,24	57,94

PGE

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

PGNiG

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-07-06	2021-06-02	2021-04-09	2021-02-02	2020-12-08	2020-09-22	2020-09-02	2020-08-04	2020-07-02
cena docelowa (PLN)	7,45	6,84	6,84	6,39	5,97	5,94	5,94	5,94	5,23
kurs z dnia rekomendacji	6,58	6,47	6,45	5,72	5,21	4,56	5,15	5,10	4,63

PKN Orlen

rekomendacja	redukuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2021-07-06	2021-03-25	2020-12-08	2020-09-02	2020-07-02
cena docelowa (PLN)	70,59	60,64	58,40	56,37	67,72
kurs z dnia rekomendacji	77,80	62,82	59,60	50,32	63,28

PKO BP

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

PKP Cargo

rekomendacja	sprzedaj	trzymaj	trzymaj	redukuj
data wydania	2021-04-09	2020-12-08	2020-09-02	2020-07-02
cena docelowa (PLN)	16,21	13,97	12,80	12,37
kurs z dnia rekomendacji	19,08	13,20	12,38	14,04

Play

rekomendacja	zawieszona	redukuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2020-12-08	2020-10-02	2020-09-18	2020-08-04
cena docelowa (PLN)	-	35,20	35,20	35,70
kurs z dnia rekomendacji	38,52	38,72	26,16	32,54

PlayWay

rekomendacja	zawieszona	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2021-05-07	2021-04-09	2020-12-08	2020-10-02	2020-08-25
cena docelowa (PLN)	-	590,00	590,00	549,00	549,00
kurs z dnia rekomendacji	430,20	548,00	599,00	527,00	484,00

Polenergia

rekomendacja	trzymaj	redukuj	sprzedaj	trzymaj	kupuj
data wydania	2021-06-02	2021-05-07	2021-04-09	2021-03-02	2020-10-30
cena docelowa (PLN)	78,59	72,69	72,69	62,99	62,99
kurs z dnia rekomendacji	70,20	79,10	100,00	63,00	42,60

Pozbud

rekomendacja	zawieszona	równoważ
data wydania	2020-12-08	2020-09-30
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,91	1,65

PZU

rekomendacja	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-06-02	2021-04-09	2020-12-03
cena docelowa (PLN)	40,63	40,63	39,33
kurs z dnia rekomendacji	37,29	34,09	26,45

RBI

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	kupuj
data wydania	2021-04-09	2020-12-08	2020-08-10
cena docelowa (EUR)	21,00	18,22	17,67
kurs z dnia rekomendacji	18,52	16,69	15,20

Santander Bank Polska

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2021-04-19	2020-11-19	2020-08-04	2020-07-02
cena docelowa (PLN)	283,70	238,14	179,37	179,37
kurs z dnia rekomendacji	211,80	175,20	152,50	174,50

Skarbiec Holding

rekomendacja	zawieszona	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2021-04-09	2020-12-08	2020-09-11	2020-07-02
cena docelowa (PLN)	-	30,74	26,86	21,20
kurs z dnia rekomendacji	44,50	24,80	24,70	21,40

Stalprodukt

rekomendacja	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-06-02	2021-03-05	2020-12-08	2020-08-07
cena docelowa (PLN)	403,06	397,79	370,99	336,15
kurs z dnia rekomendacji	382,00	321,50	210,50	186,00

Stelmet

rekomendacja	zawieszona
data wydania	2020-07-02
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	8,55

Sygnity

rekomendacja	trzymaj	kupuj
data wydania	2021-03-18	2020-09-01
cena docelowa (PLN)	11,60	10,70
kurs z dnia rekomendacji	11,10	7,20

Tauron

rekomendacja	zawieszona	zawieszona
data wydania	2021-06-02	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,40	2,17

Ten Square Games

rekomendacja	zawieszona	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2021-05-07	2021-04-09	2020-12-08	2020-11-05	2020-09-02	2020-07-02
cena docelowa (PLN)	-	702,00	724,00	722,00	623,00	592,00
kurs z dnia rekomendacji	420,00	496,60	525,00	640,00	548,00	548,00

TIM

rekomendacja	przeważaj	przeważaj
data wydania	2020-12-08	2020-10-29
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	18,90	13,70

VRG

rekomendacja	zawieszona	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2021-07-06	2021-04-23	2020-09-23	2020-07-02
cena docelowa (PLN)	-	3,65	3,14	2,43
kurs z dnia rekomendacji	3,64	3,33	2,51	2,33

Wirtualna Polska

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

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

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kluszcz@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 Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl