

piątek, 9 kwietnia 2021 | opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny: kwiecień 2021

Rynek akcji, makroekonomia

Rynek akcji

Przyspieszenie procesu szczepień i oczekiwane silne ożywienie gospodarcze w połączeniu z nadal luźną polityką banków centralnych i wpływem pakietów fiskalnych utrzymują wysoki apetyt na ryzykowne aktywa. Podtrzymujemy nasze pozytywne spojrzenie na rynek akcji i spółki cykliczne.

Ze spółek

Finanse

Przesunięcie wyroku SN ws. kredytów CHF opóźniło nasz scenariusz sektorowy na polskie banki, ale go nie zmieniło. Nadal jesteśmy umiarkowanymi optymistami i w wyrokach z 13 i 15 kwietnia będziemy szukać rozstrzygnięć popychających klientów i banki w stronę ugód. Wyniki za 4Q'20 oraz prognozy Zarządów skłoniły nas do pozytywnej rewizji prognoz dla banków zagranicznych, w których znowu widzimy potencjał wzrostu. Uważamy, że są one świetną alternatywą dla polskiego sektora w przypadku negatywnego orzeczenia SN.

Chemia

Rosnące ceny surowców (gaz, węgiel koksujący, CO₂) to wyzwanie dla polskich spółek chemicznych. Z uwagi na lepsze zachowanie cen nawozów podnosimy rekomendację dla Grupy Azoty do trzymaj (wcześniej sprzedaj).

Surowce

Po słabszym miesiącu dla spółek wydobywczych kolejne okresy powinny być bardziej sprzyjające (dobre PMI, spadki monitorowanych zapasów).

Paliwa

Stabilizacja cen ropy pozwala na stopniową odbudowę marż rafineryjnych. W sektorze najciekawszą ekspozycję oferuje LTS. Utrzymujemy pozytywną rekomendację dla PGN, podnosząc prognozy i wycenę.

Energetyka

Sentyment do utilities w Europie wyraźnie się poprawił i oczekujemy, że rynek zacznie dyskontować perspektywy rewizji konsensusu (ceny energii/CO₂), szczególnie że zbliża się okres publikacji propozycji dywidendowych.

Telekomunikacja, Media, IT

Po dobrych wynikach za 4Q'20, podkreślamy atrakcyjność sektora IT (liczymy zwłaszcza na wzrosty ACP i CMR). Sprzedaż infrastruktury mobilnej Polkomtel powinna poprawić sentyment do CPS, a dobre wyniki przenoszenia numerów do OPL.

Gaming

Kurs USDPLN powinien wspierać wyniki osiągane przez spółki z sektora. Naszym top pick jest TEN. Wykorzystalibyśmy spadki kursu PLW do akumulowania akcji spółki, niedoważalibyśmy 11B i CDR.

Przemysł

Spółkom przemysłowym sprzyjają wysokie PMI w Europie, słaba PLN do EUR oraz trend poprawy wyników finansowych. Najbardziej przekonani jesteśmy do ACG, AST, KER, MBR, MGT, STP. Unikalibyśmy AMC.

Handel, E-commerce

Podtrzymujemy nasze niekonsensusowe negatywne podejście do ALE. Oczekujemy, że stopniowe luzowanie restrykcji powinno pozytywnie wpływać na sentyment do spółek odzieżowych i obuwniczych. Z sektora przeważalibyśmy ANR, LPP, VRG. Ze spółek spożywczych nadal widzimy potencjał w DNP. Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do TIM.

Kluczowe rekomendacje

Pozytywne: AC, Answear, Astarta, CEZ, Dino, Erste Bank, JSW, KGHM, Kernel, LPP, Lotos, Mo-BRUK, Moneta Money Bank, Pekao, PGNiG, PlayWay, PZU, Santander Bank Polska, Stalprodukt, Ten Square Games, TIM, VRG

Negatywne: 11 bit studios, Amica, CD Projekt, Polenergia, PKP Cargo

Indeksy	Kurs bieżący	1M	YTD
WIG	59 436	+1,9%	+4%
ATX	3 191	+2,0%	+15%
BUX	44 194	+1,5%	+5%
PX	1 088	+2,4%	+6%

Indeksy sektorowe WIG	1M	YTD	
WIG20	1 980	+0,8%	-0%
mWIG40	4 466	+3,0%	+12%
sWIG80	19 195	+7,7%	+20%
Banki	5 468	-0,5%	+15%
Budownictwo	4 066	+2,2%	+11%
Chemia	8 932	+3,6%	+16%
Energia	2 361	+12,5%	+16%
Gaming	24 702	-9,1%	-14%
Górnictwo	6 172	+5,2%	+10%
Informatyka	4 162	+5,9%	+8%
Media	6 483	+7,7%	+7%
Odzież	5 501	+7,8%	+7%
Paliwa	5 596	+0,5%	+13%
Spożywczy	4 084	+0,2%	+12%
Telekomunikacja	984	+7,5%	+1%

Nowe rekomendacje

Spółka	Rekomendacja	Cena docelowa
Alumetal	równoważ ▶	-
Amica	niedoważaj ▶	-
CCC	trzymaj ▶	96,00 PLN ▲
CD Projekt	redukuj ▼	172,60 PLN ▼
CEZ	kupuj ▶	693,24 CZK ▲
Cognor	trzymaj ▼	3,19 PLN ▶
Dino	akumuluj ▶	290,80 PLN ▲
Enea	zawieszona ▶	-
Energia	zawieszona ▶	-
Erste Group	kupuj ▶	34,06 EUR ▲
Eurocash	trzymaj ▼	16,50 PLN ▼
Famur	trzymaj ▼	2,50 PLN ▼
GPW	trzymaj ▲	44,48 PLN ▲
Grupa Azoty	trzymaj ▲	30,23 PLN ▲
Grupa Kęty	trzymaj ▶	534,23 PLN ▲
Jeronimo Martins	trzymaj ▼	14,50 EUR ▼
JSW	kupuj ▶	48,09 PLN ▲
KGHM	kupuj ▶	222,05 PLN ▼
Komercni Banka	kupuj ▲	804,77 CZK ▲
Lotos	kupuj ▶	53,39 PLN ▼
LPP	akumuluj ▶	9300 PLN ▲
Mangata	przeważaj ▶	-
Mo-BRUK	akumuluj ▼	426,72 PLN ▲
MOL	trzymaj ▼	2294,00 HUF ▼
Moneta Money B	kupuj ▲	95,50 CZK ▲
OTP Bank	akumuluj ▲	15143 HUF ▲
PGE	zawieszona ▶	-
PGNiG	akumuluj ▶	6,84 PLN ▲
PKP Cargo	sprzedaj ▼	16,21 PLN ▲
PlayWay	akumuluj ▲	590,00 PLN ▶
Polenergia	sprzedaj ▼	72,69 PLN ▲
PZU	kupuj ▶	40,63 PLN ▲
RBI	akumuluj ▶	21,00 EUR ▲
Skarbiec Holding	zawieszona ▼	-
Ten Square G	kupuj ▶	702,00 PLN ▼

Spis treści

1. Rynek akcji	3
2. Sektory	5
3. Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu	10
4. Zaskoczenia na wynikach spółek w poszczególnych kwartałach	11
5. Prognozy i rekomendacje Biura maklerskiego mBanku na tle konsensusu	14
6. Aktualne rekomendacje Biura maklerskiego mBanku	15
7. Statystyki rekomendacji	16
8. Kalendarium wydarzeń	17
9. Makroekonomia	18
10. Finanse	20
10.1. Alior Bank	20
10.2. BNP Paribas Polska	21
10.3. Handlowy	22
10.4. ING BSK	23
10.5. Millennium	24
10.6. Pekao	25
10.7. PKO BP	26
10.8. Santander Bank Polska	27
10.9. Komercni Banka	28
10.10. Moneta Money Bank	29
10.11. Erste Group	30
10.12. RBI	31
10.13. OTP Bank	32
10.14. PZU	33
10.15. Kruk	34
10.16. GPW	35
11. Chemia	36
11.1. Ciech	36
11.2. Grupa Azoty	37
12. Surowce	38
12.1. JSW	38
12.2. KGHM	39
13. Paliwa	40
13.1. Lotos	40
13.2. MOL	41
13.3. PGNiG	42
13.4. PKN Orlen	43
14. Energetyka	44
14.1. CEZ	44
14.2. Enea	45
14.3. PGE	46
14.5. Polenergia	47
14.6. Tauron	48
15. Gaming	49
15.1. 11 bit studios	49
15.2. CD Projekt	50
15.3. PlayWay	51
15.4. Ten Square Games	52
16. Przemysł	53
16.1. Cognor	54
16.2. Famur	55
16.3. Grupa Kęty	56
16.4. Kernel	57
16.5. Mo-BRUK	58
16.6. PKP Cargo	59
16.7. Stalprodukt	60
17. E-commerce	61
17.1. Answear	61
18. Handel	62
18.1. CCC	62
18.2. Dino	63
18.3. Eurocash	64
18.4. Jeronimo Martins	65
18.5. LPP	66
18.6. VRG	67

Rynek akcji

Na rynkach utrzymują się świetne nastroje. S&P500, DAX, FTSE osiągnęły kolejne historyczne maksima, Nikkei jest najwyższy od początku lat 90. Wzrost rentowności obligacji amerykańskich stanowił przeszkodę do wzrostu jedynie spółek technologicznych. Słabsze zachowanie Nasdaq w połączeniu z umocnieniem USD i korektą na surowcach ciążyły również indeksom z rynków wschodzących, co widoczne było m.in. na GPW. Podobnie jednak jak w poprzednich tygodniach, obraz polskiego rynku jest dużo lepszy niż ten oceniany przez pryzmat WIG20 (tu nadal ciąży Allegro, CD Projekt, w marcu KGHM), co widać na indeksach sektorowych (banki, energetyka, media, paliwa, przemysł) czy jeszcze wyraźniej na sWIG80. Podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do rynku akcji w kolejnych miesiącach, z rekomendacją przeważania spółek cyklicznych (podtrzymanie strategii z grudnia 2020). Pomimo nadal trudnej sytuacji epidemicznej w Europie, wskaźniki wyprzedzające (również o dziwo w usługach) potwierdzają nadchodzące silne ożywienie gospodarcze. Szybka poprawa na amerykańskim rynku pracy, a w efekcie bardzo dobre nastroje konsumentów pozwalają oczekiwać, że stopa oszczędności (również w Europie) zacznie spadać, zaś część środków trafi na rynek akcji. Oczywiście scenariusz ten już dyskontują rynki, ale przy pozytywnym momentum w makro, a szczególnie związanym z procesem szczepień (szczepionka J&J już dostępna w Europie), rynki musiałyby dostać bardzo złe informacje, żeby apetyt na ryzykowne aktywa odwrócił się (takim czynnikiem jest np. trudno przewidywalna w czasie eskalacja napięcia USA-Chiny). Banki centralne nadal deklarują utrzymanie luźnej polityki monetarnej (z wyjątkiem BoCh), co chłodzi nieco dalszy (nieunikniony) wzrost rentowności. W Polsce czekamy na rozstrzygnięcia w sprawie CHF, co oczywiście będzie miało wpływ na banki (zakładamy pozytywny scenariusz). Czynnikiem ryzyka pozostaje niepewna sytuacja na Ukrainie, która wpisuje się w nasze pesymistyczne spojrzenie na światową geopolitykę, ale na tę chwilę przypisujemy większe prawdopodobieństwo scenariuszowi, w którym nie dochodzi do dalszej eskalacji napięcia w Donbasie/Krymie.

Lockdowny nie osłabiają nastroju przedsiębiorców, również w Europie

Odczyty PMI zarówno w Europie, jak i USA zaskoczyły pozytywnie. Największą niespodzianką jest silny wzrost wskaźnika w europejskich usługach, mimo nadal trudnej sytuacji epidemiologicznej. Nawet jeśli w kwietniu odczyty pogorszą się w związku z wprowadzeniem pod koniec marca kolejnych restrykcji, to rynki zinterpretują to jako chwilową korektę w trendzie wskazującym na szybką poprawę sytuacji. Jak może wyglądać ożywienie gospodarcze w Europie w drugiej połowie roku pokazuje sytuacja w USA, gdzie szybko prowadzony proces szczepień i dodatkowa stymulacja fiskalna już na tym etapie wychodzenia z pandemii pozwoliły na wzrost PMI w usługach do 60,4 pkt.

Optymizm przedsiębiorców w sektorze przemysłowym to już euforia, stymulowana silnym wzrostem zamówień. ISM w USA wzrósł do najwyższego poziomu od 1984 roku (64,7 pkt), a w strefie euro PMI osiągnął poziom 62,5 pkt. W przemyśle nadal występują ograniczenia podaży (silnie wydłużony czas dostaw – surowce, pracownicy, podzespoły w tym procesory; w efekcie rosnące zaległości produkcyjne), co przy silnie rosnącym popycie i niskich stanach zapasów pozwala oczekiwać na utrzymanie bardzo dobrej koniunktury

co najmniej jeszcze w drugim półroczu br. Wzrost zamówień zarówno w przemyśle, jak i usługach już wyraźnie przekłada się na rynek pracy. W marcu w USA liczba nowych miejsc pracy w sektorach pozarolniczych wzrosła o 916 tys. (poprzednio 468 tys.). Analogicznej poprawy na rynku pracy można spodziewać się w 2H w Europie. Efektem spadku bezrobocia i wpływu pakietu fiskalnego jest skokowa poprawa nastrojów amerykańskich konsumentów, co wróży spadek stopy oszczędności i jak wskazywaliśmy poprzednio, oczekiwaną konsumpcję środków zgromadzonych na rachunkach bankowych. Optymizm konsumentów dobrze opisuje ostatni odczyt Conference Board, który wzrósł do 109,7 pkt z 90,4 pkt w lutym.

Przy tak silnie poprawiającej się koniunkturze kluczowym pytaniem/obawą pozostaje polityka FED i innych banków centralnych. Tu jednak nadal rynki słyszą zapewnienia Powella, że nawet przy tak wyraźnej poprawie koniunktury gospodarczej FED utrzyma jeszcze przez dłuższy czas obecną politykę monetarną. W efekcie rentowność amerykańskich 10Y zatrzymała się w przedziale 1,6-1,7% i nie rosła pomimo bardzo dobrych danych makro. W perspektywie całorocznej, należy oczekiwać, że obecne wyhamowanie wzrostu rentowności to tylko korekta w trendzie wzrostowym i na koniec 2021 prawdopodobnie zobaczymy poziom 2,5% (prognoza Evercore ISI). Zgadza się z tezą, że w perspektywie roku, przy silnie poprawiającym się makro, dla szerokiego rynku akcji problemem może być tempo wzrostu rentowności, a nie sam trend. Nawet przy tak silnym wzroście rentowności jak w ostatnich tygodniach S&P notuje nowe historyczne szczyty.

Dodatkowy impuls w postaci programu infrastrukturalnego

Poznaliśmy szczegóły pierwszej części programu infrastrukturalnego. Finalna propozycja jest niższa niż ostatnie oczekiwania rynkowe dochodzące nawet do 4 bln USD. Projekt zakłada, że w ciągu 8 lat na budowę infrastruktury przeznaczone zostanie 2 bln USD, co jest odpowiednikiem 8% amerykańskiego PKB. Zgodnie z zapowiedziami, źródłem finansowania programu będzie wzrost podatków od przedsiębiorstw (CIT: 28% vs. 21% oraz wprowadzenie „globalnego” podatku w wysokości 21%, m.in. dla firm uciekających do rajów podatkowych czy firm przenoszących produkcję poza USA). Główne kierunki inwestycji programowych to: infrastruktura drogowa i auta elektryczne (621 mld USD); przemysł, R&D (580 mld USD), infrastruktura związana z ochroną zdrowia (400 mld USD), infrastruktura elektryczna i wodociągowa (300 mld USD) oraz mieszkalnictwo i infrastruktura związana ze szkolnictwem (300 mld USD). Obecnie projekt trafi pod obrady Senatu, a jego szybkie uchwalenie nie jest takie oczywiste (Republikanie sprzeciwiają się podniesieniu podatków). Rozpoczną się negocjacje, które wg optymistów skończą się przed wakacjami. W kolejnych tygodniach powinny zostać również przedstawione założenia programu infrastrukturalnego wspierającego kwestie społeczne i zdrowotne, co naszym zdaniem będzie podtrzymywało pozytywne nastroje na rynku akcji.

COVID-19 – szczepienia przyspieszają

Europa nadal odstaje pod względem liczby notowanych zachorowań od reszty świata, co wynika również z niskiego tempa szczepień i podtrzymuje efekt niepewności w globalnej gospodarce. O sukcesie może mówić Wielka Brytania, gdzie na koniec marca około 50% populacji miała przeciwciała COVID-19 (dane brytyjskiego urzędu statystycznego) i gdzie dzienna zachorowalność spadła do ok. 2,5 tys. osób. Relatywnie dobrze sytuacja wygląda w Hiszpanii czy Belgii, zdecydowanie słabiej w Niemczech, Polsce czy Francji.

Restrykcje wprowadziła większość krajów europejskich, w tym wspomniane Niemcy i Francja, co systematycznie obniża tegoroczne prognozy wzrostu (Niemcy z 5,5% do 3,3%). O skali obostrzeń świadczy przykład Francji, która do maja wprowadziła m.in. zakaz poruszania się dalej niż w obrębie 10 km od miejsca zamieszkania oraz wreszcie zamknęła szkoły (tylko nauka zdalna).

Nadal uważamy, że w perspektywie kolejnych miesięcy sytuacja epidemiologiczna w Europie znacznie istotnie poprawiać się. Obecnie wprowadzone ograniczenia powodują, że liczba zachorowań najprawdopodobniej osiągnęła już swoje apogeum trzeciej fali. Przed nami nadal wzrost liczby hospitalizacji i przypadków śmiertelnych, a więc i krytyczne obciążenie służby zdrowia. Na pozytywny efekt wpływu lockdown'ów nałoży się rosnąca liczba zaszczepień, szczególnie w obliczu rosnącej dostępności preparatów.

Zgodnie z nowym programem szczepień, w Polsce do końca czerwca ma zostać zaszczepionych 20 mln osób (obecnie 7 mln). W celu przyspieszenia procesu Rząd zdecydował o: 1) zmianie harmonogramu, tj. odejściu od grup wiekowych; 2) uproszczeniu procedury kwalifikacyjnej; 3) dodatkowych punktach, gdzie szczepienia mogą być wykonywane oraz osoby które mogą wykonywać zabieg. To dobre decyzje, ale obecnie tempo szczepień wyznacza przede wszystkim dostępność szczepionek. Zgodnie z zapowiedziami przekazanymi przez Rząd, w kwietniu do Polski ma dotrzeć ok. 5 mln dawek szczepionek. Gdyby udało się zrealizować rządowy cel szczepień, tj. 20 mln osób (plus zakładając kolejne ok. 5 mln – osoby, które przeszły COVID objawowo/bezobjawowo i posiadają przeciwciała), do wakacji populacja zbliżyłaby się do odporności grupowej (80% dorosłych Polaków), a przynajmniej zasadniczo zredukowała możliwość rozprzestrzeniania się choroby.

Kryzys na Ukrainie, geopolityka w tle

W obwodach przy granicy z Ukrainą, Rosja zgromadziła dodatkowe siły zbrojne w liczbie ok 22,5 tys. żołnierzy, w najbliższym czasie liczba ta ma zwiększyć się do ponad 40 tys. Ukraina twierdzi, że celem minimum Rosji jest zajęcie części Donbasu (okupowanego przez rebeliantów) lub w opcji „pełnej” wkroczenie na terytorium Ukrainy (pod pretekstem ochrony obywateli rosyjskich). W ocenie OSW: 1) sama koncentracja sił nie odbiega istotnie do schematu corocznych manewrów w tym okresie roku; 2) zgromadzone środki są wystarczające, żeby przeprowadzić scenariusz ograniczonej interwencji na Ukrainie; 3) Ukraina wykorzystuje koncentrację wojsk rosyjskich do celów politycznych (zbliżenie z Zachodem, w tym przede wszystkim z USA, Niemcami i Francją).

Potencjalna destabilizacja regionu może wpływać negatywnie na postrzeganie rynków w regionie przez kapitał zagraniczny. Naszym zdaniem najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest spadek napięcia w regionie od maja, co powinno zminimalizować to ryzyko. Manewry wojskowe Rosjan corocznie kończą się w końcu kwietnia, po czym następuje wycofanie wojsk do bazowych lokalizacji. Skłaniamy się ku opinii, że tegoroczne manewry zimowe mają większy zasięg, bo jest to związane z prezentacją siły militarnej Rosji w obliczu nowej administracji w USA (szczególnie po wcześniejszych wypowiedziach Bidena na temat Putina) oraz ustawieniu wyżej poprzeczki w nadchodzących negocjacjach z USA tematów związanych z globalnym bezpieczeństwem. Poprzedniej interwencji wojskowej Rosji (Krym) towarzyszyła zmasowana akcja dezinformacyjna w mediach, co obecnie nie ma miejsca. To raczej Ukraina eskaluje temat w światowych mediach chcąc zdobyć wsparcie Zachodu.

Scenariuszem, którego nie można jednak wykluczyć jest ograniczona interwencja, której celem byłoby m.in. wcielenie części Donbasu do Rosji oraz przebiecie „korytarza” na Krym, co pozwoliłoby Rosji m.in. uniknąć problemu zaopatrzenia regionu w wodę. Kosztem politycznym takiego posunięcia byłyby jednak kolejne sankcje Zachodu i zniweczenie prób nawiązania dialogu z Francją i Niemcami. W efekcie Rosja byłaby coraz bardziej zdana na Chiny. Takie posunięcie pozwoliłoby jednak „przetestować” USA pod kątem wiarygodności, w kwestii deklaracji Bidena o wsparciu sprzymierzeńców. Brak zdecydowanej reakcji USA, dałby argument do dalszych roszczeń nie tylko Rosji, ale rzutował również na wiarygodność USA w relacjach z krajami azjatyckimi (zdolność do wsparcia przed agresją Chin). W tym kontekście lokalny kryzys może być kolejnym elementem globalnej rozgrywki mocarstw i tu nie dziwi nas reakcja USA (zaangażowanie Bidena, postawienie wojsk USA w Europie w stan gotowości) na koncentrację wojsk rosyjskich. Bez reakcji wojskowej USA taki scenariusz nadal ma charakter lokalny, nawet jeśli jego konsekwencje mają długoterminowy wpływ na sytuację światową. Scenariuszem negatywnym dla rynków (na obecną chwilę mało prawdopodobnym) byłoby defensywne wejście jednostek NATO na teren Ukrainy lub w skrajnym wariantcie skoordynowanie działań Rosji w Donbasie/Krymie z agresywnymi działaniami Chin na Morzu Południowochińskim (testowanie USA na dwóch frontach jednocześnie).

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

Sektory

Finanse

- Przewidywane na kwiecień rozstrzygnięcia frankowe mogą być kamieniem milowym dla polskiego sektora bankowego, dlatego z aktualizacją prognoz wstrzymujemy się do wyczekiwanych orzeczeń SN. Ugody są dla nas bazowym scenariuszem, dlatego pod koniec kwietnia spodziewamy się pierwszych decyzji o zawiązaniu rezerw na program ugód (PKO, BOS) oraz rozpoczęcie procesu ugód na masową skalę. Jeżeli nasz scenariusz się sprawdzi i ugody staną się powszechnym narzędziem do rozwiązywania sporów ws. kredytów CHF, spodziewamy się, że spowoduje to re-rating sektora bankowego w Polsce, ze względu na zmniejszenie niepewności oraz skokowy wzrost oczekiwanej rentowności – zawiązanie rezerw na ugody traktujemy jako odblokowanie wartości, która była „zamrożona” w kapitale nadwyżkowym, którego efektywne wykorzystanie mogłoby być niemożliwe w krótkim i średnim terminie. Przy rozstrzygnięciu negatywnym, tzn. popychającym klientów na drogę sądową, również spodziewalibyśmy się zawiązania wysokich rezerw w 2021 roku ze względu na więcej pozwów oraz wyprzedzający charakter IFRS 9, podwyższone rezerwy przeciągnęłyby się prawdopodobnie na kolejne lata, a w samym sektorze nie obyłyby się bez ofiar. W takim scenariuszu wybieralibyśmy banki bez ekspozycji na CHF lub z ekspozycją relatywnie niewielką (PEO, ING, ALR, BHW, BNP), ponieważ po fali największych rezerw byłyby one uprzywilejowane jeżeli chodzi o bazę kapitałową w stosunku do reszty sektora. Patrząc na stronę biznesową 1Q prawdopodobnie był dla banków trudny z powodu obostrzeń, które tłumiły popyt na kredyt, z wyjątkiem kredytów mieszkaniowych. Poprawy w tym względzie należy się spodziewać dopiero w drugiej połowie roku. Nowe obostrzenia z pewnością miały również wpływ na kondycję przedsiębiorców, dlatego wzrost NPL może być nieunikniony, jednakże wpływ na wyniki powinien być uzależniony od wielkości dotychczas zawiązanych tzw. rezerw COVIDowych (jesteśmy spokojniejsi o wyniki PKO, PEO i BHW w tym zakresie).
- Po wynikach za 4Q'20 zrewidowaliśmy nasze prognozy oraz ceny docelowe dla banków zagranicznych. Obecnie największy potencjał wzrostu widzimy w sektorze czeskim (Moneta +22%, Komerčni +18%), a następnie w Erste Group (+16% potencjału). Niewątpliwie wyceny tych banków wsparte są przez podwyżki stóp procentowych w Czechach które zaimplikowaliśmy do naszych prognoz. Banki zagraniczne są także świetną alternatywą dla polskiego sektora w przypadku negatywnego orzecznictwa SN.
- Z uwagi na cykliczny przegląd pokrywanych spółek podjęliśmy decyzje o zaprzestaniu wydawania rekomendacji i publikacji prognoz dla Skarbiec Holding.
- **Kluczowe rekomendacje:** Santander Bank Polska (kupuj), Bank Pekao (kupuj), Erste Group (kupuj), Moneta Money Bank (kupuj), Komerčni Banka (kupuj), PZU (kupuj)

Chemia

- Defensywny charakter produktów polskiej chemii (soda, nawozy) sprawia, że na poprawie koniunktury w 2021 roku niewiele skorzystają Ciech i Grupa Azoty. Z drugiej strony w wynikach widoczna będzie presja ze strony kosztów surowców (gaz, węgiel koksowy, CO₂). Utrzymujemy nasze pozycjonowanie sektora na niedoważaj, preferując zagraniczne spółki jak Covestro i Fuchs Petrolub.

- Z niepokojem spoglądamy na rosnące ceny certyfikatów CO₂. O ile Ciech realizuje szereg inwestycji nakierowanych na obniżenie emisyjności, to Grupa Azoty dopiero planuje przedstawić konkretne rozwiązania, których realizację spowolni wysokie zadłużenie.
- Podwyższamy nasze prognozy na 2021 rok dla Grupy Azoty w związku z obserwowanym wzrostem cen nawozów saletranych i wieloskładnikowych. Słabe wolumeny eksportu z Chin w I-II'21 oraz korzystna pogoda (brak przymrozków, dobre nawodnienie po zimie) w okresie wiosennego nawożenia powinny przekładać się na utrzymanie obecnych cen w kolejnych tygodniach.

Surowce

- Zgodnie z naszymi oczekiwaniami ceny miedzi w marcu zachowywały się słabo z uwagi na sezonowo rosnące monitorowane zapasy oraz zamykanie długich pozycji przez inwestorów spekulacyjnych. Zwykle monitorowane zapasy rosną do końca marca / połowy kwietnia, a później spadają. Biorąc jednak pod uwagę bardzo dobre perspektywy na drugie półrocze 2021 roku (programy infrastrukturalne, inwestycje w OZE, samochody elektryczne) ceny w kolejnych okresach mają potencjał do dalszego wzrostu (szansa na zakup po przecenie). Warto zwrócić uwagę na bardzo dobre PMI w przemyśle za IV'21, które wspierają outlook dla surowców.
- Najważniejszym źródłem zwiększającym zapotrzebowanie na miedź w najbliższych latach będzie wzrost floty samochodów elektrycznych. Większa świadomość w obszarze ochrony środowiska oraz coraz bardziej rygorystyczne normy emisji CO₂ powodować będą zwiększenie rejestracji samochodów elektrycznych (w Niemczech w końcu 2020 roku ponad 30% rejestrowanych nowych aut było z napędem elektrycznym). O ile klasyczny samochód spalinowy 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).
- Obecnie problemem po stronie podaży jest brak na horyzoncie nowych, znaczących projektów górniczych w

zakresie wydobycia miedzi. Poza kilkoma zaplanowanymi projektami na lata 2022-23 (Kamoa Kongo – obecnie 80% gotowe, pierwsza produkcja zaplanowana na VII'21 z docelowym wydobyciem 500 tys. ton rocznie za 2 lata; Oyu Tulgoi II w Mongolii, pierwsze wydobycie 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.

- Oczyszczone o zdarzenia jednorazowe wyniki Grupy KGHM były zgodne z oczekiwaniami. Dobrze odczytujemy wysoki przepływ gotówki z działalności operacyjnej oraz spadek zadłużenia na koniec 2020 roku. Zarząd po wynikach za 4Q'20 pozytywnie odniósł się do perspektyw wypłaty dywidendy z zysku za 2020 rok. Spółka widzi przestrzeń do poprawy wydobycia w pokładach Głogów Głęboki i Sierra Gorda bez istotnych nakładów inwestycyjnych.
- Ceny węgla koksującego w Australii w okresie obchodów Święta Chińskiego Nowego Roku lokalnie spadły ze 160 USD/t do 110 USD/t. Ceny utrzymują się na wysokich (150 USD/t) poziomach w regionie Atlantyku. Na rynku mówi się, że spadki cen wynikają z małej ilości transakcji spotowych, co wynika z większego zainteresowania kupców z Chin oraz wcześniejszych zakupów przez huty z Indii. Przy niższych cenach rośnie aktywność kupujących, którzy chcą skorzystać na przecenie. Na starym kontynencie dynamicznie rosną ceny koksu. Te jeszcze w XI'20 wynosiły 220 EUR/t, w XII'20 już 250 EUR/t, w I'21 i II'21 330 USD/t, a w III'21 wzrosły do 375 USD/t. Argus donosi również, że ostatnie transakcje na koks realizowano w regionie Morza Bałtyckiego po cenach 400 USD/t.
- Ceny stali walcowanej na gorąco w regionie zagłębia Rury w Niemczech doszły do poziomu 850 EUR/t – co stanowi historyczny rekord (wcześniejszy w 2008 roku). Wysokie ceny stali i blokada kanału Sueskiego w końcówce marca mogą dalej wspierać ceny w Europie.
- Skorygowane o zdarzenia jednorazowe wyniki finansowe Grupy JSW w 4Q'20 zaskoczyły lekko pozytywnie względem naszych oczekiwań i konsensusu. Grupa w 4Q'20 zredukowała zapasy węgla o 240 tys. ton q/q, a wskaźniki Mining Cash Cost i Coke Conversion Cost zanotowały spadek w ujęciu r/r. Negatywnie zaskoczył relatywnie słaby przepływ gotówki z działalności operacyjnej, ale dług netto na koniec roku był zbliżony do naszych oczekiwań.
- **Kluczowe rekomendacje:** JSW (kupuj), KGHM (kupuj)

Paliwa

- Polityka OPEC+ skoncentrowana na szybkiej redukcji nadwyżki zapasów ropy została już zdyskontowana, a w perspektywie 2022 roku oczekujemy rozluźnienia bilansu (wzrost produkcji w USA, luzowanie restrykcji kartelu, powrót Iranu na rynek). Nie zakładamy już jednak spadku cen Brent poniżej 60 USD/Bbl średniorocznie w latach. Na rynku gazu z nawiązką zrealizował się nasz pozytywny scenariusz (odbudowa popytu, spadek zapasów, „fuel switch”) i choć podnosimy nasze prognozy o 5% to plasujemy się konserwatywnie ~7% poniżej aktualnej krzywej terminowej.
- Stabilizacja cen ropy w ostatnich tygodniach pozwoliła na wzrost marż rafineryjnych w okolicie 1-2 USD/Bbl, ale odbudowa marżowości na przerobie do poziomów pre-COVID zajmie więcej czasu niż wcześniej zakładaliśmy (wyższe ceny ropy, wolniejsza odbudowa popytu, koszty zużycia własnych, marże na niszowych produktach), szczególnie w kontekście uruchamiania nowych mocy wytwórczych. Wraz ze wzrostem użycia

mocy zakładamy rosnącą premię dla bardziej kompleksowych rafinerii (pogorszenie marży na HSFO). Normalizacja sytuacji na rynku będzie też skutkować w ograniczeniu premii ładowych/handlowych, choć YTD jeszcze tego nie widać (planowy przestój remontowy Lotosu, okresowe problemy z produkcją w Orlenie).

- Jeśli chodzi o marże detaliczne na stacjach benzynowych to po rekordowym pod tym względem roku 2020 (skokowe spadki cen ropy pozwoliły na wzrost średnich marż o ponad 20%), w tym roku zakładaliśmy pojawienie się presji po zniesieniu lockdownu (pojawienie się walki konkurencyjnej o wolumen), ale dane POPIHN za styczeń/marzec wskazują, że droga ropa zbiera swoje żniwo już teraz.
- Segment petrochemiczny stał się największym pozytywnym zaskoczeniem pandemii, gdyż popyt segmentu jednorazowych opakowań zneutralizował ubytek konsumpcji z innych branż, a dodatkowo pojawiły się turbulencje po stronie podaży (awarie instalacji, mrozy w Teksasie), co winduje modelowe marże na większości produktów. W tej sytuacji podnieśliśmy ostatnio nasze założenia, ale wciąż zakładamy tapnięcie benchmarków z obecnych rekordów (zluzowanie krótkoterminowych wąskich gardeł: ceny frachtu, import do Europy, uruchomienie dużych instalacji, domknięcie spreadu EU-Chiny). Niemniej jednak wyniki 1H'21 w tym obszarze mogą zaskakiwać in plus.
- Utrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do PGNiG (wysokie ceny gazu, wysokie wolumeny w 1Q, możliwe zaskoczenie na obrocie, rosnący spread PL/DE). Jeśli chodzi o rafinerie to korzystniejszego otoczenia oczekujemy raczej w 2H i zalecamy ostrożność w kontekście obaw o wyniki 1Q i 2Q. Preferujemy LTS (większa ekspozycja na odbicie w transporcie, rosnąca marża DCU, neutralna pozycja na gazie, możliwe gotówkowe wezwanie ze strony Orleń) vs PKN (rozwodniona ekspozycja na segment rafineryjny, rosnące koszty gazu i HSFO w energetyce, rosnące koszty CO₂, ryzyko osłabienia marż w petchem). W przypadku MOL wycofujemy się z pozytywnej rekomendacji po kontrowersyjnej decyzji Zarządu o przeniesieniu akcji własnych do rządowej fundacji.
- **Kluczowe rekomendacje:** Lotos (kupuj), PGNiG (akumuluj)

Energetyka

- Obawy inflacyjne i wzrost rentowności obligacji przestały już infekować indeksy spółek energetycznych w Europie i USA (w marcu średnio +8%). Rynek zaczyna powoli zauważać niskie wyceny, potencjał dywidendowy i pozytywny wpływ rosnącego CO₂ na rentowność czystych producentów. Obecnie ceny uprawnień przekroczyły już 43 EUR/t (nasz nowy bazowy scenariusz zakłada 40 EUR/t w tym roku i docelowo 50 EUR/t w 2030 r.), co wywindowało notowania energii w kontrakcie rocznym powyżej 57 EUR/MWh. W przypadku CEZ wzrost terminowej marży na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy sięga 4-5 EUR/MWh.
- W Polsce marże CDS nieco się odbudowały, pomimo wzrostowej tendencji na CO₂, a sprzyjało temu wysokie obłożenie elektrowni konwencjonalnych w ostatnich tygodniach (niższa wietrzność i podniesiony popyt). Niemniej jednak perspektywa dla rentowności w energetyce konwencjonalnej przy drogich uprawieniach nie wygląda korzystnie w relacji do lat poprzednich.
- Oczywiście kluczową kwestią dla polskich koncernów energetycznych pozostaje transformacja sektora połączona z separacją aktywów węglowych. W najbliższym czasie powinniśmy poznać finały kształtu umowy społecznej z górnikami, ale notyfikacja tych pomysłów w KE (wieloletniego dotowania nierentownych

kopalni) może zająć wiele miesięcy. Jeśli chodzi o prawne, finansowe i organizacyjne ramy (wyceny, porozumienie ze stroną społeczną, zapewnienie transparentności rynku energii, usamodzielnienie operacyjne NABE, zgody WZA) wydzielenia elektrowni węglowych do państwowej agencji NABE, to raczej nie poznamy ich szybko i poza ponowniem deklaracji o kierunku zmian, proces może naszym zdaniem się przeciągać na przyszły rok. Naszym zdaniem najbliższe miesiące upłyną pod znakiem dyskusji i negocjacji nad różnymi koncepcjami zmian. Jako opcję na ten scenariusz preferujemy Eneę, która póki co w najmniejszym stopniu zdyskontowała przyszłe „uzdrowienie” profilu inwestycyjnego. W poniższej tabeli prezentujemy zaktualizowane kalkulacje wpływu wydzielenia aktywów wg. naszych założeń szerzej opisanych w komentarzu z czerwca 2020 r.

- W finalnym rozporządzeniu resortu klimatu cena maksymalna wysokości wsparcia offshore została podwyższona do ~320 PLN/MWh, co poprawia modelowy IRR z 6,3% do 7,8%. Implikowane NPV projektów realizowanych w pierwszej fazie przez PEP/PGE/PKN wygląda następująco: 1,1 mld PLN/1,9 mld PLN/0,95 mld PLN, co w relacji do MCap wynosi 25%/14%/3%. Przypominamy, że w przypadku PEP realizacja projektu będzie wymagać emisji akcji na pozyskanie wkładu własnego. Negocjacja indywidualnych kontraktów CfD potrwa 1,5-2 lata.
- Aplikacja nowych wyższych ścieżek cenowych dla energii i CO₂ pozytywnie wpływa na naszą wycenę CEZ i Polenergii, a jednocześnie infekuje przyszłe marże w Enei, PGE i Tauronie. W przypadku CEZ utrzymujemy rekomendację kupuj. Jeśli chodzi natomiast o PEP to po ostatnich skokowych wzrostach notowań obniżamy zalecenie do sprzedaj. Rekomendacje dla Enei/PGE/Tauronu pozostają zawieszane.

Szacunkowy wpływ określonego scenariusza transformacji sektora na wycenę mnożnikową poszczególnych spółek

(mIn PLN)	Enea	PGE	Tauron
Stan obecny			
Cena (PLN)	6,75	7,28	2,89
MCap	2 978	13 612	5 065
Kapitał mniejszości	1 058	983	894
Dług netto 2020	6 403	7 220	13 678
EV	10 438	21 815	19 636
Średnia EBITDA 2021-23	3 231	6 282	3 855
EV/EBITDA'21-23 (x)	3,2	3,5	5,1
Po transformacji (i korektach)			
Spółka "brudna"			
Średnia EBITDA'21-23	1 514	1 367	299
Dług netto (2,0x EBITDA)	3 029	2 735	598
Kapitał mniejszości	1 058	197	894
Spółka "czysta"			
Średnia EBITDA'21-23	1 717	4 911	3 555
Dług netto	3 374	4 485	13 079
DN/EBITDA (x)	2,0	0,9	3,7
Kapitał mniejszości	0	786	0
EV/EBITDA spółka czysta'21-23	3,7	3,8	5,1
EV@ EV/EBITDA 6,0x	10 301	29 467	21 331
Implikowana wycena (PLN)	15,69	12,94	4,71

Źródło: mBank

- Informujemy, że w wyniku okresowego przeglądu analizowanych spółek zaprzestujemy publikacji prognoz i

rekomendacji dla spółki Energa.

- Kluczowe rekomendacje:** CEZ (kupuj), Polenergia (sprzedaj)

Telekomunikacja, media, IT

- W kwietniowej edycji miesięcznicy nie aktualizujemy prognoz dla naszych spółek. Aktualizacja nastąpi w najbliższym czasie.
- UKE opublikowało dane o przenoszeniu numerów w 1Q'21. W sieciach mobilnych przeniesiono ponad 401 tys. numerów. To więcej niż w 4Q'20, gdy przeniesiono 377,1 tys. numerów. Wśród największych operatorów komórkowych w 1Q'21 bilans tylko jednego z nich zamknął się na plusie, trzech na minusie w ujęciu netto. W wyniku przenoszenia numerów Orange Polska zyskał ponad 31 tys. nowych użytkowników kart SIM, natomiast Polkomtel stracił ponad 18 tys., T-Mobile – 2,8 tys., a P4 – niemal 53 tys. Sądzymy, że te dane powinny wzmocnić sentyment do **OPL**.
- CPS** zawarło umowę sprzedaży pakietu 99,99 proc. udziałów Polkomtel Infrastruktura za 7,1 mld PLN. Przewidywane zamknięcie transakcji to październik 2021 roku. CPS podał guidance na generowane FCFs po transakcji. Wysokość przepływów pieniężnych nie zmieni się znacznie w wyniku transakcji. Spółka przejdzie jednak transformację do modelu „asset light”, co powinno wspierać sentyment do **CPS**.
- Według szacunków **AGO**, wzrost wydatków na reklamę w 2021 r. może oscylować w przedziale 4-7%, w tym spodziewany jest wzrost wydatków w Internecie rzędu 6-9%. Internet był jedynym rosnącym medium w 2020 r. (+4,5% na tle rynku reklamy, który spadł o 9,0% r/r).
- Mocny rynek reklamy internetowej w 4Q'20 przełożył się na wysokie wyniki **WPL** za 4Q'20. Naszym zdaniem spółka ma większe szanse na wzrost kursu niż **AGO**.
- W ciągu ostatnich trzech miesięcy wzrost poziomu indeksu WIG Info wyniósł ok. 7,0% (ponad +5p.p. vs. WIG). Spółki IT w opublikowały dobre dane finansowe za 4Q'20. Stąd zalecamy przeważenie sektora. Do naszych obecnych top picków należą: **CMR** i **ACP**.
- Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Asseco Poland (kupuj), Comarch (kupuj), Orange Polska (kupuj).

Gaming

- Podtrzymujemy nasze neutralne podejście do sektora. Naszym top pick z sektora jest TEN, natomiast nadal zalecamy sprzedaż akcji CDR i 11B.
- Kurs **CDR** spadł w okolice 190 PLN po rozczarowaniu opublikowaną strategią. Zwracamy uwagę na istotny spadek liczby graczy w grze (krótki gameplay i brak efektu ponownego przechodzenia gry), brak poprawy ocen na Steam (77% ocen pozytywnych ogółem i 59% pozytywnych ocen z ostatnich 30 dni vs. 70% na koniec ostatniego miesiąca) oraz na utrzymujące się wysokie promocje na grę. Gracze chłodno przyjęli poprawki oferowane przez drugi duży patch do gry. Obniżyliśmy nasze oczekiwania dotyczące sprzedaży Cyberpunk 2077 do 11 mln sztuk w 2021 roku oraz oczekiwania dotyczące średniej ceny w 2021 roku (-40% ceny bazowej). Obniżyliśmy cenę docelową oraz rekomendację do redukcji.
- W **PLW** kolejne premiery (Lust from Beyond, Mr. Prepper The Tennants) były bardziej udane niż premiera gry Rustler. W kwietniu nie powinno być istotnych premier ze strony spółki. Pod koniec kwietnia zostanie opublikowany raport spółki za 4Q'20 (brak premier nie będzie wspierał wyników spółki). Po spadkach kursu podnosimy naszą rekomendację do akumuluj bez zmiany ceny docelowej.
- W **11B** inwestorzy dyskutowali podanie przez spółkę dodatkowych informacji o kolejnych produkcjach przy

okazji wyników za 2020 rok. Naszym zdaniem kurs już dyskontuje to zdarzenie i zalecamy realizację zysków na 11B.

- Kurs **Ten Square Games** nieznacznie wzrósł m/m. Na początku kwietnia spółka opublikowała wstępne dane sprzedażowe za 1Q'21. Fishing Clash odnotował spadek wyniku q/q, natomiast Hunting Clash nadal buduje bazę przychodową w tempie znacznie lepszym niż Fishing Clash w analogicznym okresie (w 1Q'21 sprzedaż Hunting Clash stanowiła 16% sprzedaży). Zakładamy, że w kolejnych miesiącach spółka zwiększy nakłady na marketing, co pozytywnie wpłynie na dynamikę sprzedaży m/m. Dalszy rozwój skali w Hunting Clash powinien pozwolić na dywersyfikację modelu biznesowego oraz na zmniejszenie dyskonta względem porównywalnych spółek. Zwracamy uwagę na plan wydawniczy zakładający wydanie po 3 tytuły w formule soft launch odpowiednio w 2021 i 2022 roku.
- Biorąc pod uwagę kursy akcji zmieniamy rekomendacje (nie zmieniając cen docelowych) dla następujących spółek: PlayWay (akumuluj).
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** 11B (sprzedaj), CD Projekt (redukuj) Ten Square Games (kupuj), PlayWay (akumuluj)

Przemysł

- Wciąż utrzymujące się wysokie wskaźniki PMI dla przemysłu w Europie oraz osłabienie PLN do EUR korzystnie wpływają na otoczenie dla polskich spółek przemysłowych. Podtrzymujemy przeważenie sektora.
- Wśród naszych faworytów pozostają: AC (liczymy, że spółka pozytywnie zaskoczy w 2H'21 dzięki odbiciu w Automotive, sprzedaży haków holowniczych, segmentowi PV), Astarta (rekordowe wyniki w 2021 r. z uwagi na rosnące ceny cukru, zbóż i mleka – [patrz nasz komentarz](#)), Kernel (wyraźna poprawa wyników w 2020/21 r. i oczekiwany wzrost dywidendy w przyszłości – [patrz nasza rekomendacja](#)), Mo-BRUK (oczekiwany wzrost wyników w 2021 r., wysoka dywidenda, sprzyjające otoczenie prawne, wysoki ranking ESG – [patrz nasza rekomendacja](#); widzimy potencjał do podwyższenia naszych prognoz i ceny docelowej), Mangata (poprawa otoczenia w Automotive w 2021 r., sprzyjający kurs EUR/PLN, duże oszczędności kosztowe przeprowadzone w 2020 r. korzystny outlook Zarządu na 2021 rok – [patrz nasz komentarz](#)) i Stalprodukt (poprawa marży na blachach transformatorowych i cynku w 2021 r., możliwy wzrost strumienia dywidendy w 2021 r. – [patrz nasza rekomendacja](#)).
- W niniejszej publikacji obniżamy naszą rekomendację dla Cognor (z kupuj do trzymaj w związku ze wzrostem kursu akcji do naszej ceny docelowej) oraz dla Famur (z kupuj do trzymaj z uwagi na wciąż pogarszające się otoczenie w obszarze wydobycia węgla energetycznego na świecie oraz wzrosty cen stali, które negatywnie wpływają na rentowność prowadzonej działalności). Aktualizujemy nasze prognozy dla Alumetal (równoważ bez zmian, niższy DPS zgodnie z rekomendacją Zarządu), Amica (obniżamy prognozy na 2021 r., podwyższamy CAPEX) i Mangata (podnosimy prognozy na 2021 rok). Podnosimy prognozy dla Grupy Kęty (rekomendacja trzymaj bez zmian; oczekiwany DPS'21 44,9 PLN) oraz aktualizujemy wycenę porównawczą dla Mo-BRUK (akumuluj, wcześniej kupuj, prognozy do podniesienia po publikacji rocznych wyników).
- Unikilibyśmy Amica (z równoważ do niedoważaj) z uwagi na presję ze strony rosnących cen stali, kosztów frachtu morskiego, marketingu (więcej w naszym [komentarzu specjalnym](#)).
- Po korekcie notowań zwracamy uwagę na Astartę, która naszym zdaniem ma bardzo dobre perspektywy na 2021

rok z uwagi na rekordowe w historii ceny cukru i mleka oraz korzystne ceny zbóż. Wśród naszych najbardziej pożądanych spółek pozostają również Kernel i Stalprodukt z uwagi na korzystne otoczenie na 2021 rok oraz szansę na zwiększenie strumienia dywidend do akcjonariuszy po zakończeniu programu inwestycyjnego.

- Brak eskalacji konfliktu na Ukrainie to okazja na kupno Astarty i Kernela.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** AC (przeważaj), Amica (niedoważaj), Astarta (przeważaj), Kernel (kupuj), Mo-BRUK (akumuluj), Mangata (przeważaj), PKP Cargo (sprzedaj), Stalprodukt (kupuj)

E-commerce

- Amazon poinformował o rozpoczęciu prac nad uruchomieniem w Polsce platformy Amazon.pl. Tym samym realizuje się jedna z głównych tez naszego listopadowego raportu analitycznego. Biorąc pod uwagę: duże możliwości szybkiej dystrybucji, bogatą ofertą produktową Amazona oraz dostęp do oferty Amazon Prime spodziewamy się dużego zainteresowania kupujących ofertą amerykańskiego gracza. Dodatkowo uważamy, że aby bronić udziału w rynku i wzmocnić lojalizację swoich kupujących, Allegro będzie zmuszone do zaproponowania większego wachlarza opcji bezpłatnej dostawy, co spowoduje wzrost kosztów logistyki. Realizacja dwóch kluczowych czynników zakładanych obecnie przez konsensus, czyli wzrost market share i utrzymanie się wysokiego poziomu rentowności są mało prawdopodobne. Podtrzymujemy nasze niekonsensusowe, negatywne podejście do akcji Allegro.
- Answear podał bardzo dobre wstępne dane sprzedażowe za 1Q'21, w których odnotował 122 mln PLN sprzedaży (+76% r/r oraz +53 mln PLN r/r). Spółka wskazuje, że środki z emisji pozwoliły platformie na przezwycięzenie barier sprzedażowych. Zwracamy uwagę, że po uwzględnieniu wyników za 1Q'21, spółka powinna poprawić sprzedaż o 17% r/r w okresie 2Q-4Q'21 aby zrealizować naszą roczną prognozę, co wydaje się być konserwatywnym celem. Niemniej zwracamy uwagę, że przed spółką kwartały z wysoką bazą (+57% r/r w 2Q'20 oraz +37% r/r w 4Q'20). Utrzymanie wysokiej dynamiki sprzedaży r/r w 2Q'20 stanowiłoby przesłankę do podniesienia naszych prognoz dla spółki. Dobre dane za 1Q'21 powinny wspierać kurs akcji spółki w najbliższych tygodniach.
- **Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Answear (kupuj)

Handel

- Zgodnie z naszymi oczekiwaniami został wprowadzony nakaz zamknięcia sklepów odzieżowych i obuwniczych w galeriach handlowych. W bazie z 2020 roku już jest efekt zamknięcia sklepów, a widoczna poprawa sprzedaży r/r w 2021 wynika ze znacznie lepszego przygotowania spółek do obecnej sytuacji. Oczekujemy, że stopniowe luzowanie restrikcji w kolejnych tygodniach powinno pozytywnie wpłynąć na sentyment do spółek handlowych.
- Oczekujemy odkręcenia momentum wynikowego r/r w 1H'21 i uważamy, że po ostatnich wzrostach akcji perspektywy wzrostu wyników w **CCC** są w dużej mierze zdyskontowane. Nadal widzimy potencjał do wzrostu w **VRG i LPP**. VRG opublikowało dobre dane sprzedażowe za marzec 2021, w którym wysoki wzrost sprzedaży r/r odnotował segment jubilerski. Naszym zdaniem czynnikiem mogącym sprawić istotny wzrost akcji spółki będzie poprawa sprzedaży w segmencie modowym, co powinno nastąpić w kolejnych miesiącach.
- Wśród spółek z sektora handlu spożywczego dobre wyniki za 4Q'20 opublikowało **Dino**. Uwzględniając perspektywy

spółki na 2021 rok oraz po aktualizacji wyceny porównawczej widzimy jeszcze potencjał do wzrostu dla DNP. Po gorszych od oczekiwań wynikach EUR i JMT korygujemy nasze prognozy dla obydwu spółek.

- Przychody ze sprzedaży **TIM** w marcu wzrosły r/r o ponad 35% do poziomu 106,5 mln PLN (baza nie była zaniżona, rok temu dynamika wzrostu sprzedaży wyniosła +12,7% r/r, po +8,6% w styczniu i +18,0% w lutym). Oczekujemy, że w 1Q'21 Grupa osiągnęła sprzedaż na poziomie ponad 270 mln PLN (>14% r/r; korygując o sprzedane Rotopino >20% r/r). Tak wysokie kwartalne przychody w połączeniu z oczekiwaną przez nas dobrą rentownością wskazują na świetny wynik operacyjny w 1Q'21 (na poziomie netto dodatkowo księgowo przeszacowanie zadłużenia FX powinno wynieść -0,7 mln PLN wobec -4,7 mln PLN w 1Q'20). Podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do TIM. Grupa nie zaraportowała jeszcze wyników 4Q'20 (naszym zdaniem będą one

wyśmienite, publikacja nastąpi 21 kwietnia), a z kolei 19 maja zostaną ogłoszone wyniki za 1Q'21 (również bardzo dobre). Dodatkowo, sentyment do spółki wspiera opublikowana w drugiej połowie marca polityka dywidendowa, zakładająca w najbliższych latach wypłatę wysokiej dywidendy (rocznie co najmniej 1 PLN na akcję; więcej informacji w naszym [angielskim komentarzu porannym z 23 marca](#)). Po tak dobrym wykonaniu 1Q'21 i cały czas pozytywnym otoczeniu dla spółki, nasze całoroczne prognozy dla TIM prawdopodobnie wymagać będą aktualizacji, do której odniesiemy się po publikacji danych całorocznych.

- Kluczowe rekomendacje i pozycjonowania:** Dino (akumuluj), LPP (akumuluj), TIM (przeważaj), VRG (kupuj)

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

vs.	17	2018				2019				2020				+/=
konsensus	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	
in minus	14	8	11	14	24	12	14	15	21	23	9	7	11	183
brak zaskoczeń	21	33	20	23	20	28	26	28	15	13	16	25	16	284
in plus	21	17	28	23	18	23	24	23	30	30	41	37	26	341
suma	56	58	59	60	62	63	64	66	66	66	66	69	53	808
in minus (%)	25	14	19	23	39	19	22	23	32	35	14	10	21	23
in plus (%)	38	29	47	38	29	37	38	35	45	45	62	54	49	42

Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank

vs.	17	2018				2019				2020				+/=
r/r	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	
in minus	26	27	20	19	24	25	29	24	23	34	40	31	24	346
brak zaskoczeń	1	8	11	10	6	9	11	6	9	8	5	9	3	96
in plus	40	34	39	41	40	36	30	40	38	28	25	30	26	447
suma	67	69	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	53	889
in minus (%)	39	39	29	27	34	36	41	34	33	49	57	44	45	39
in plus (%)	60	49	56	59	57	51	43	57	54	40	36	43	49	50

Ocena kształtowania się sentymentu do sektorów w najbliższym miesiącu

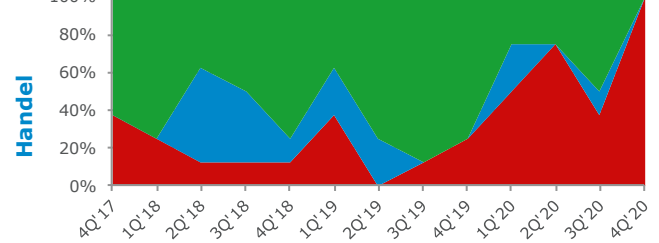
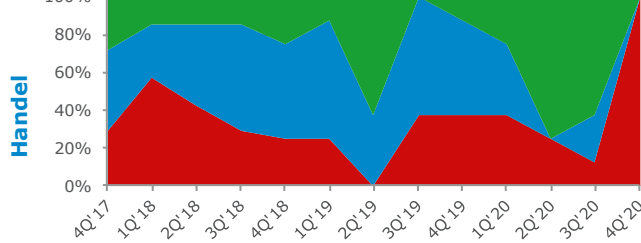
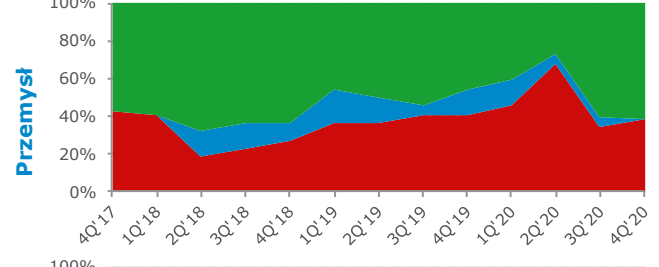
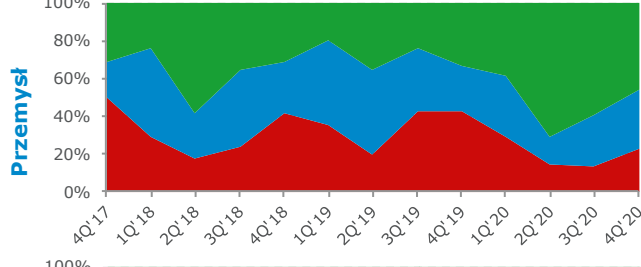
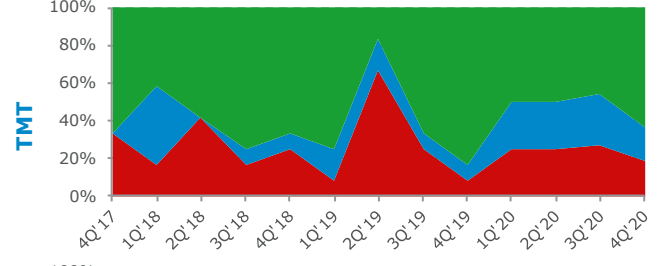
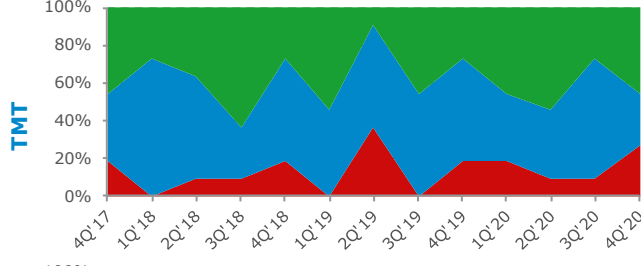
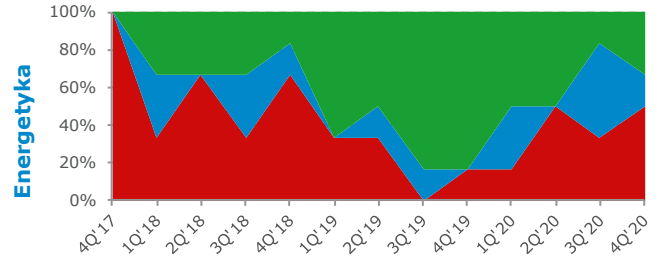
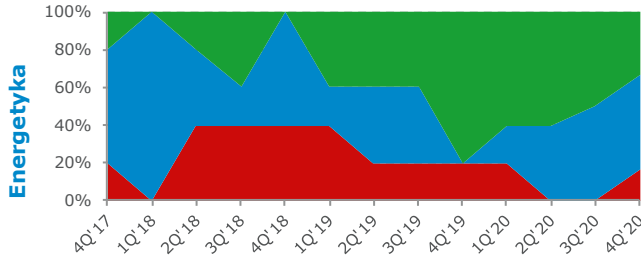
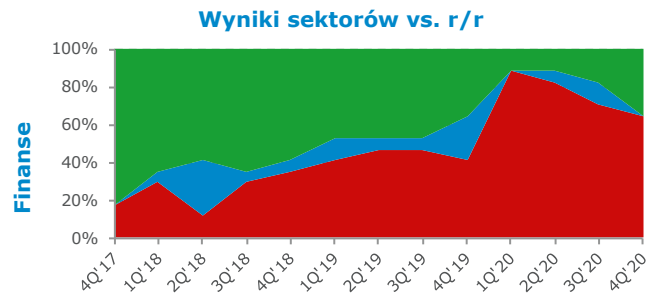
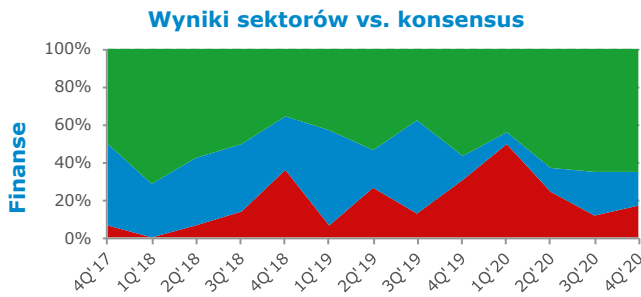
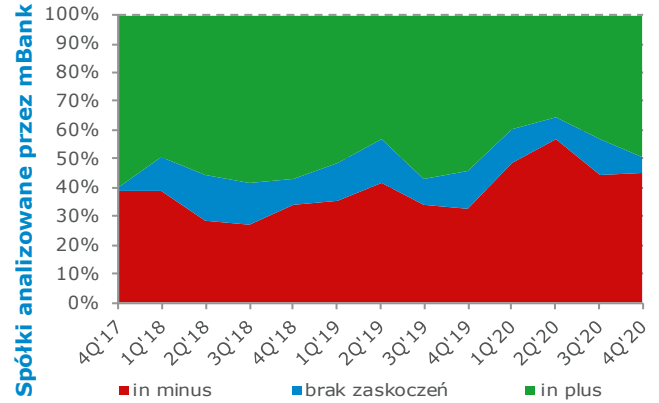
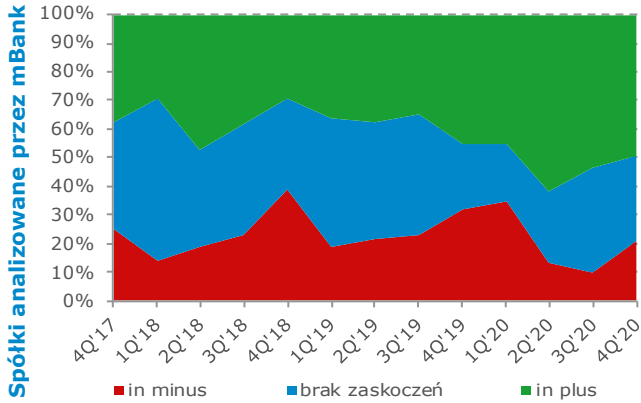
Sektor	Rynek polski	Rynek amerykański	Rynek europejski
Finanse	SENTYMENT Spółki na plus Spółki na minus	POZYTYWNY PKO, SPL, PEO	POZYTYWNY FIS US, PYPL US
	Kluczowe katalizatory:	Wyrok SN ws. CHF	Kontynuacja rotacji do value
Chemia	SENTYMENT Spółki na plus Spółki na minus	NEGATYWNY ATT, CIE	NEUTRALNY NEUTRALNY DOW US, APD US, ASH US, LYB US ALB US YAR NO
	Kluczowe katalizatory:	Wzrosty cen surowców, CO ₂	Odbudowa marż po nawałnicach z początku roku Rotacja w stronę spółek ekspozycja na wodór
Surowce	SENTYMENT Spółki na plus Spółki na minus	POZYTYWNY JSW, KGH, STP	POZYTYWNY ANTO UK, HCC US, FCX US, TECK US, AI FP, BFS A GY
	Kluczowe katalizatory:	Odbicie cen surowców, spadek sezonowy zapasów, rosnące PMI	
Paliwa	SENTYMENT Spółki na plus Spółki na minus	POZYTYWNY LTS, PGN	POZYTYWNY CVX US, SLB US, GTLS US POZYTYWNY BP/ LN, RDSA NA
	Kluczowe katalizatory:	Odbudowa marż rafineryjnych, rozmowy USA/Iran, wzrost spreadu PL/DE na gazie	Wysoka cena ropy pomaga w schodzeniu z długu firmom wydobywczym i uprawdopodobnia powrót do wypłat dywidend
Energetyka	SENTYMENT Spółki na plus Spółki na minus	NEUTRALNY CEZ, ENA PEP	NEUTRALNY VST US, AES US, AWK US, EVRG US, AEP US HE US, ED US, AWR US NEUTRALNY RWE GY, EOAN GY, EDP PL EDPR PL, VER AV, ORSTED DC
	Kluczowe katalizatory:	Wyższe marże terminowe czystych producentów	
Telekomy	SENTYMENT Spółki na plus Spółki na minus	NEUTRALNY OPL	NEUTRALNY TMUS US, CMCSA US DLR US, COR US
	Kluczowe katalizatory:	Wzrost cen na rynku mobilnym, transakcje infrastruktur. i lepsze KPIs (+), ryzyko aukcji 5G (-)	Rotacja niekorzystna dla spółek defensywnych
Media	SENTYMENT Spółki na plus Spółki na minus	NEUTRALNY WPL	NEUTRALNY DIS US, WMG US, WWE US, MSG S US FOXA US, VIAC US G24 GY, EVD GY
	Kluczowe katalizatory:	Odbicie na rynku reklamy, ale w tle ustawa o podatku od reklamy	Rotacja niekorzystna dla spółek defensywnych
IT	SENTYMENT Spółki na plus Spółki na minus	POZYTYWNY ACP, CMR, ASE	NEUTRALNY CSCO US, MSFT US, FB US, LRCX US, AMAT US, KLA US, APH US, CSCO, CRM US NEUTRALNY ASML NA, IFX GY
	Kluczowe katalizatory:	Dobre wyniki 4Q'20 w sektorze	
Gaming	SENTYMENT Spółki na plus Spółki na minus	NEUTRALNY TEN, PLW 11B, CDR	NEUTRALNY TWO US, ATVI US
	Kluczowe katalizatory:	Sprzyjający kurs USDPLN	
Przemysł	SENTYMENT Spółki na plus Spółki na minus	POZYTYWNY ACG, AST, MBR, MGT, KER, STP AMC	POZYTYWNY CAT US, PDL US, CSX US, CMI US, LUV US POZYTYWNY POZYTYWNY KGX GY, SGR E SM, GEA, RHM GY, KNEBV FH, JUN3 GY NDX1 GY, VWS DC, LHA GY, ENR GY
	Kluczowe katalizatory:	Wysokie PMI, sprzyjająca słaba PLN	Pozytywny wpływ pakietu infrastrukturalnego dla producentów oprzyrządowania budowlanego Wysokie PMI, pozytywne trendy w rozwoju infrastr. energ. w USA/EU; oczekiwania wynikowe spółek wiatr. zbyt wygórowane
Automotive	SENTYMENT Spółki na plus Spółki na minus	POZYTYWNY MGT BRS	NEUTRALNY GM US, MGA US TSLA US BMW GY
	Kluczowe katalizatory:	Wzrost sprzedaży aut w 2021; przyspieszająca penetracja segmentu aut elektrycznych	
Konsument cykliczny	SENTYMENT Spółki na plus Spółki na minus	POZYTYWNY ANR, LPP, VRG ALE	POZYTYWNY NKE US, HD US, TPR US, AAP US, KMX US, AZO US, FL US, BBY US ADS GY, ZAL GY, PUM GY, HFG GY, SAE GY BOSS GY, TUI GY
	Kluczowe katalizatory:	Stopniowe znoszenie restrykcji, wysoki popyt konsumencki	Wysokie wydatki kons. dzięki rekordowym oszczędnościom i otwarciu gospodarki Stopniowe znoszenie restrykcji, wysoki popyt konsumencki
Konsument defensywny	SENTYMENT Spółki na plus Spółki na minus	NEUTRALNY DNP, EUR	NEUTRALNY PG US NEUTRALNY HEN3 GY
	Kluczowe katalizatory:	Wymagająca baza w 1Q'20	Rotacja niekorzystna dla spółek defensywnych

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

vs.	17	2018			2019			2020			+/=			
konsensus	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	+/=
Finanse														
Alior Bank	+	=	+	=	=	-	+	-	+	-	+	+	+	77%
BNP Paribas														100%
Handlowy	=	+	+	-	-	-	-	+	-	+	+	-	-	46%
ING BSK	=	=	-	=	+	+	-	-	+	+	+	+	+	77%
Millennium	=	+	+	=	+	+	+	+	-	+	-	-	-	77%
Pekao	+	=	=	+	=	=	+	+	+	+	+	+	+	100%
PKO BP	=	+	=	=	=	+	+	+	+	+	+	=	=	100%
Santander BP	=	=	+	=	-	-	=	+	-	=	+	-	-	69%
Komercni	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	+	+	85%
Moneta														83%
Erste Group	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	+	+	+	85%
RBI														100%
OTP Bank	+	+	+	+	=	=	+	+	+	-	+	+	=	92%
PZU	+	+	+	+	=	=	+	+	+	-	+	+	+	92%
Kruk	-	+	+	+	-	+	-	+	-	-	+	+	+	62%
Skarbiec	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	+	+	+	85%
GPW	=	+	=	-	=	+	+	+	+	=	=	-	+	69%
Chemia														
Ciech	+	=	+	=	-	=	=	+	-	+	+	+	+	83%
Grupa Azoty	-	=	-	-	+	+	+	+	+	=	=	+	+	75%
Surowce														
JSW	-	=	+	=	-	+	+	+	+	-	=	=	+	77%
KGHM	+	=	+	-	-	+	+	+	-	-	+	=	+	69%
Paliwa														
Lotos	=	-	+	+	=	=	-	-	-	+	+	+	+	54%
MOL	=	=	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
PGNiG	=	-	+	-	-	+	-	+	+	+	+	+	+	69%
PKN Orlen	=	=	-	=	+	+	+	-	+	+	+	+	+	85%
Energetyka														
CEZ	+	=	-	+	=	+	-	+	+	+	+	+	+	85%
Enea	=	=	=	=	+	+	+	+	+	+	+	+	+	92%
Enerqa	-	=	+	-	-	-	-	-	-	+	+	+	+	46%
PGE	=	=	=	=	=	=	+	+	+	+	+	+	+	77%
Polenerqia														50%
Tauron	=	=	+	+	=	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
Telekomunikacja														
Cyfrowy	+	+	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	100%
Netia	+	=	=	=	=	+	=	=	=	=	=	=	=	100%
Orange PL	=	=	+	+	+	=	=	+	+	+	+	+	+	100%
Media														
Aqora	+	=	+	+	+	-	+	+	+	+	+	+	+	85%
Wirtualna	=	=	=	=	=	=	=	=	-	+	+	+	+	92%
IT														
Ailleron	+	=	+	-	-	+	-	=	-	-	+	-	-	46%
Asseco BS	+	=	=	+	+	=	+	+	+	+	+	+	+	100%
Asseco PL	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	92%
Asseco SEE	=	=	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
Atende	+	=	-	+	-	+	-	+	+	+	+	+	+	75%
Comarch	-	+	+	+	+	+	-	+	+	+	+	+	+	69%
Sygnity														0%
Gaming														
11 bit studios	=	-	=	+	-	-	-	+	+	+	+	+	+	64%
CD Projekt	+	=	=	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	75%
PlayWay														70%
Ten Square G														56%
Przemysł														
AC														89%
Alumetal	=	=	+	+	=	-	=	=	+	+	+	+	+	85%
Amica	+	-	+	+	+	=	+	+	+	+	+	+	+	85%
Apator	-	=	+	=	+	=	+	-	+	+	+	+	+	85%
Astarta														60%
Boryszew	-	-	=	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	25%
Cognor	+	+	+	-	-	+	-	-	+	+	+	+	+	67%
Famur	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	85%
Forte	-	=	+	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	67%
Grupa Kęty	-	=	+	+	+	=	+	+	+	+	+	+	+	92%
Kernel	+	=	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	85%
Mangata	-	+	+	+	-	+	+	+	-	+	-	+	+	69%
Mo-BRUK														100%
PKP Cargo	-	=	+	+	-	-	-	-	-	+	+	+	+	54%
Stalprodukt														50%
E-commerce														
Allegro														100%
Answear														100%
Handel														
AmRest	+	-	-	=	+	-	+	=	-	+	-	-	-	46%
CCC	-	-	-	-	-	+	+	+	-	-	+	-	-	15%
Dino	+	+	+	=	=	+	=	=	+	+	+	+	+	100%
Eurocash	-	=	+	+	-	=	=	+	+	+	+	+	+	75%
Jeronimo	=	=	=	=	=	=	=	=	-	-	+	+	+	83%
LPP	=	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	75%
TIM														88%
VRG	=	-	-	=	=	=	=	=	+	+	+	+	+	83%

vs.	17	2018			2019			2020			+/=			
r/r	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	+/=
Finanse														
Alior Bank	-	+	+	-	+	-	-	-	-	-	-	-	+	31%
BNP Paribas	+	+	+	+	-	+	+	-	+	-	=	+	+	77%
Handlowy	+	+	+	-	-	-	-	+	-	-	=	-	-	38%
ING BSK	+	+	+	=	+	+	+	+	+	+	+	+	-	77%
Millennium	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	54%
Pekao	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
PKO BP	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	62%
Santander BP	+	=	=	-	+	-	-	+	-	-	-	-	-	38%
Komercni	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	46%
Moneta	-	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	54%
Erste Group	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	62%
RBI	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
OTP Bank	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	69%
PZU	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	54%
Kruk	-	-	=	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	38%
Skarbiec	+	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	54%
GPW	+	-	+	+	-	-	+	+	+	+	+	+	+	46%
Chemia														
Ciech	+	-	=	-	-	-	=	+	+	-	+	+	+	58%
Grupa Azoty	+	-	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	50%
Surowce														
JSW	+	-	=	=	=	-	=	-	-	-	-	-	-	31%
KGHM	-	-	+	-	-	+	-	+	-	-	+	+	+	54%
Paliwa														
Lotos	-	-	+	+	+	+	=	+	-	+	-	-	-	54%
MOL	+	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	46%
PGNiG	=	-	+	+	-	-	-	+	+	+	+	+	+	62%
PKN Orlen	-	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	46%
Energetyka														
CEZ	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	62%
Enea	-	=	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	69%
Enerqa	-	-	+	+	-	-	+	+	+	+	+	+	+	46%
PGE	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	54%
Polenerqia	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	62%
Tauron	-	=	-	-	-	+	-	+	+	+	+	+	+	62%
Telekomunikacja														
Cyfrowy	-	=	-	=	=	=	=	=	=	=	+	+	+	77%
Netia	-	-	-	-	-	-	-	+	+	+	+	+	+	38%
Orange PL	+	=	-	+	+	=	+	+	+	+	+	+	+	92%
Media														
Aqora	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	54%
Wirtualna	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	77%
IT														
Ailleron	+	+	+	-	-	+	-	-	+	-	+	+	+	62%
Asseco BS	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	92%
Asseco PL	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	77%
Asseco SEE	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	100%
Atende	+	-	-	+	-	+	-	+	-	+	+	+	+	50%
Comarch	-	+	+											

Zaskoczenia na wynikach wszystkich spółek analizowanych przez mBank oraz wybranych sektorów vs. konsensus vs. r/r



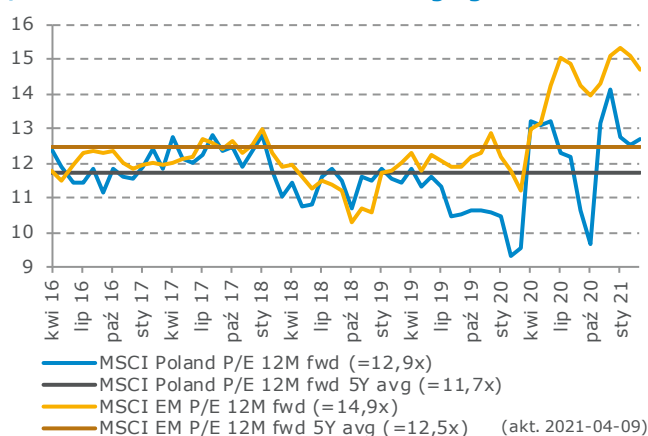
Źródło: spółki, Bloomberg, PAP, mBank

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

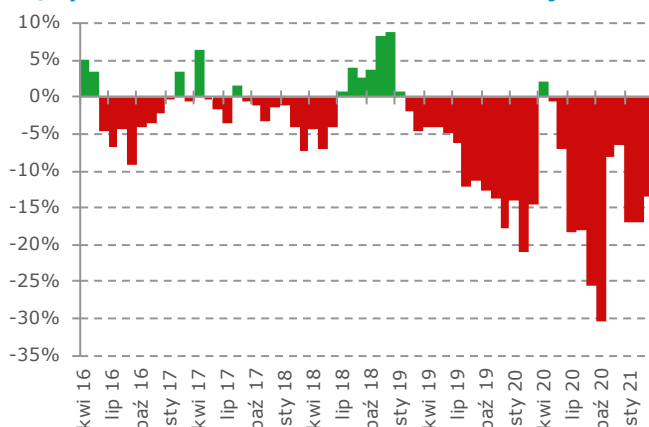
mar 20=0	WIG30		Finanse		Paliwa		Energetyka		Handel		TMT		Chemia		Surowce	
	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank	Kons.	mBank
kwi 20	-13%	-9%	-24%	-14%	+2%	+4%	-10%	-10%	-1%	-20%	-2%	-9%	+263%	-	-35%	+0%
maj 20	-14%	-11%	-29%	-21%	+13%	+4%	-11%	-10%	-1%	-22%	-1%	-9%	+263%	-	-25%	+123%
cze 20	-13%	-17%	-32%	-21%	+13%	-24%	-10%	-11%	+28%	-22%	+3%	-9%	+263%	+57%	-15%	+123%
lip 20	-18%	-10%	-40%	-21%	+5%	-20%	-15%	-11%	+4%	-22%	+5%	-5%	+57%	+57%	+29%	+861%
sie 20	-16%	-10%	-40%	-21%	+9%	-19%	-15%	-11%	+4%	-22%	+5%	-4%	+57%	-26%	+60%	+817%
wrz 20	-16%	-10%	-40%	-21%	+6%	-18%	-15%	-11%	-6%	-22%	+3%	-4%	+57%	-26%	+67%	+706%
paź 20	-19%	-9%	-45%	-21%	-3%	-18%	-8%	-11%	-13%	-21%	+3%	+6%	+186%	-26%	+77%	+650%
lis 20	-17%	+0%	-44%	-15%	-4%	-10%	-34%	-35%	-6%	-5%	+36%	+25%	+186%	+65%	+95%	+13,9x
gru 20	-16%	-2%	-39%	-15%	-11%	-10%	-36%	-35%	+0%	-5%	+28%	+9%	+54%	+65%	+120%	+13,9x
sty 21	-14%	-2%	-39%	-15%	-12%	-10%	-38%	-35%	+5%	-5%	+25%	+9%	+45%	+48%	+162%	+13,9x
lut 21	-14%	-0%	-37%	-15%	-12%	-10%	-36%	-35%	-13%	-5%	+21%	+9%	+45%	+48%	+158%	+15,6x
mar 21	-12%	+8%	-36%	-12%	-8%	-15%	-37%	-41%	-22%	+49%	+12%	-6%	+45%	+266%	+183%	+25,6x

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

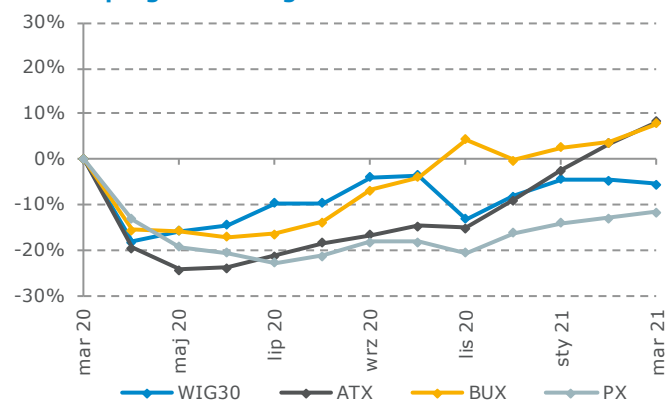


Źródło: Bloomberg, mBank



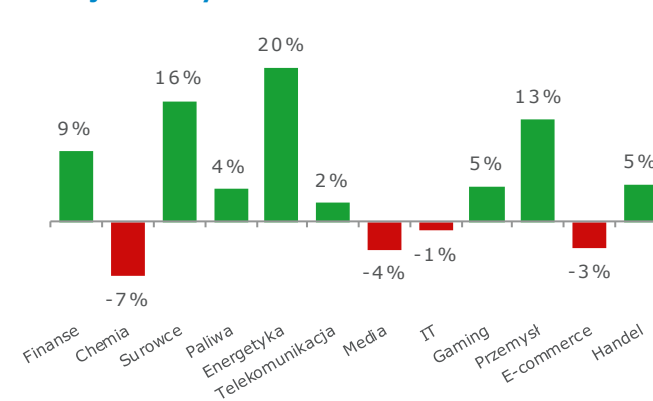
Źródło: Bloomberg, mBank

Zmiana prognozowanego EPS 12M fwd



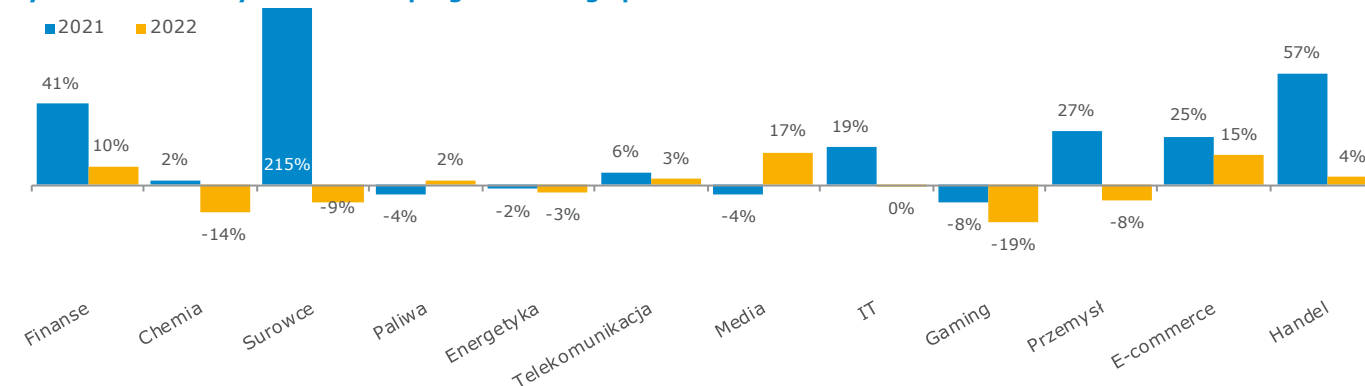
Źródło: Bloomberg, mBank

Potencjał zmiany cen dla sektorów



Źródło: mBank; na podstawie cen docelowych według mBanku

Dynamika zmian wyniku EBITDA prognozowanego przez mBank w latach 2020-21



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	18,78	6	6	3	21,73	-13,6%	+12%	-5%	-	-	-	-	5
BNP Paribas Polska	akumuluj	64,45	5	4	0	65,18	-1,1%	-	-	-	-	-	-	5
Handlowy	trzymaj	36,45	3	6	3	38,28	-4,8%	-11%	-7%	-	-	-	-	4
ING BSK	redukuje	143,10	7	4	2	186,43	-23,2%	-0%	-16%	-	-	-	-	2
Millennium	trzymaj	2,88	4	6	4	4,01	-28,1%	-	-	-	-	-	-	2
Pekao	kupuj	75,93	14	5	1	78,87	-3,7%	+7%	-3%	-	-	-	-	8
PKO BP	kupuj	32,40	13	5	2	34,85	-7,0%	-16%	-46%	-	-	-	-	2
Santander Bank Polska	kupuj	238,14	5	11	1	217,25	+9,6%	+30%	-15%	-	-	-	-	5
Komercni Banka	kupuj	804,77	9	8	2	723,15	+11,3%	+3%	+17%	+24%	-	-	-	6
Moneta Money Bank	kupuj	95,50	10	3	0	89,26	+7,0%	+3%	-2%	+3%	-	-	-	6
Erste Group	kupuj	34,06	17	5	1	30,56	+11,4%	+34%	+26%	+21%	-	-	-	11
RBI	akumuluj	21,00	11	6	3	21,62	-2,8%	-11%	-16%	-26%	-	-	-	13
OTP Bank	akumuluj	15 143	8	7	0	14 828	+2,1%	+5%	+1%	-	-	-	-	8
PZU	kupuj	40,63	7	5	0	36,62	+11,0%	+14%	+7%	+5%	-	-	-	9
Kruk	trzymaj	174,96	3	2	3	160,49	+9,0%	+9%	+18%	+35%	-	-	-	4
Skarbiec Holding	zawieszona	-	2	0	0	-	-	-	-	-	-	-	-	0
GPW	trzymaj	44,48	1	3	2	49,40	-10,0%	+14%	+11%	+13%	+13%	+11%	+12%	3/3
Chemia														
Ciech	trzymaj	32,59	7	2	0	38,90	-16,2%	-17%	-17%	-30%	-3%	-6%	-10%	6/5
Grupa Azoty	trzymaj	30,23	2	3	3	32,11	-5,9%	+152%	-85%	-	+11%	-21%	+6%	2/4
Surowce														
JSW	kupuj	48,09	2	1	5	34,46	+39,6%	+114%	+36%	+14%	+25%	+12%	+15%	7/6
KGHM	kupuj	222,05	8	3	3	199,24	+11,5%	+17%	+8%	+23%	+8%	+6%	+19%	12/11
Paliwa														
Lotos	kupuj	53,39	6	5	1	53,43	-0,1%	-38%	-41%	-35%	-12%	-18%	-41%	9/9
MOL	trzymaj	2 294,0	8	5	1	2 485,0	-7,7%	-33%	-62%	-39%	-6%	-20%	-14%	10/9
PGNiG	akumuluj	6,84	7	3	0	6,42	+6,5%	+17%	+21%	-19%	+16%	+39%	+40%	8/6
PKN Orlen	trzymaj	60,64	8	5	4	65,15	-6,9%	-41%	-60%	-47%	-9%	-18%	-14%	10/9
Energetyka														
CEZ	kupuj	693,24	11	5	1	582,18	+19,1%	-4%	-3%	-	-3%	-3%	-	9/9
Enea	zawieszona	-	4	3	1	8,00	-	+21%	+19%	-2%	+6%	+10%	-8%	6/7
Energa	zawieszona	-	1	4	0	9,20	-	-	-	-	-	-	-	3/3
PGE	zawieszona	-	6	4	2	7,56	-	+25%	-38%	+31%	+5%	-6%	-3%	8/8
Polenergia	sprzedaj	72,69	2	4	0	69,74	+4,2%	-16%	-34%	-12%	-3%	-15%	-4%	4/5
Tauron	zawieszona	-	8	1	0	3,51	-	-2%	-14%	-10%	+1%	-1%	-1%	7/7
Telekomunikacja														
Cyfrowy Polsat	trzymaj	27,90	9	4	1	30,56	-8,7%	-1%	-0%	+13%	-1%	-1%	-1%	10/9
Netia	trzymaj	4,70	2	4	0	4,20	+11,9%	+3%	-1%	-43%	+1%	+0%	+12%	6/6
Orange Polska	kupuj	8,20	8	6	1	7,37	+11,2%	+57%	-13%	-22%	+16%	+13%	+12%	3/3
Media														
Agora	akumuluj	7,60	1	0	0	-	-	-	-	-	+13%	+4%	-	2/2
Wirtualna Polska	akumuluj	93,00	10	0	0	94,29	-1,4%	+7%	+1%	-4%	+3%	-2%	-9%	7/6
IT														
Ailleron	równoważ	-	0	1	0	-	-	-	-	-	-	-	-	0/0
Asseco BS	równoważ	-	0	4	0	43,10	-	-1%	-	-	-1%	-	-	3/2
Asseco Poland	kupuj	80,70	6	3	0	75,53	+6,9%	+1%	+4%	+5%	+1%	+2%	-	6/5
Asseco SEE	przeważaj	-	4	1	0	44,50	-	+4%	-	-	+2%	-	-	4/4
Atende	przeważaj	-	1	0	0	-	-	+0%	-0%	-	-0%	-0%	-	1/1
Comarch	kupuj	267,00	5	2	0	238,40	+12,0%	-4%	-5%	-9%	-3%	-2%	-7%	2/2
Sygnity	trzymaj	11,60	0	1	0	11,60	+0,0%	+0%	-0%	-	-0%	+0%	-	1/1
Gaming														
11 bit studios	sprzedaj	493,00	6	1	1	564,25	-12,6%	+33%	+153%	+24%	+30%	+130%	+18%	5/5
CD Projekt	redukuje	172,60	9	7	8	239,37	-27,9%	-17%	-28%	-23%	-4%	-39%	-41%	20/20
PlayWay	akumuluj	590,00	4	2	0	609,15	-3,1%	+19%	+0%	+7%	+41%	+22%	+43%	5/5
Ten Square Games	kupuj	702,00	10	0	0	697,32	+0,7%	-5%	-8%	-5%	-3%	-3%	-4%	8/6
Przemysł														
AC	przeważaj	-	2	1	0	-	-	+4%	+9%	-	+1%	+5%	-	2/2
Alumetal	równoważ	-	3	1	1	50,46	-	+18%	+2%	-	+11%	+1%	-	4/4
Amica	niedowóżaj	-	2	0	1	-	-	-9%	-10%	-	-12%	-12%	-	3/3
Apator	równoważ	-	1	1	0	28,00	-	-	-	-	-	-	-	0/0
Astarta	przeważaj	-	1	2	0	44,37	-	+56%	+53%	-23%	+24%	+16%	-19%	3/3
Boryszew	równoważ	-	0	1	0	-	-	+99%	+51%	-	+7%	+9%	-	2/2
Cognor	trzymaj	3,19	1	0	0	3,19	+0,0%	+0%	+0%	-	+0%	+0%	-	1/1
Famur	trzymaj	2,50	1	4	0	2,58	-3,1%	-6%	-9%	-7%	-7%	-11%	-10%	6/6
Forte	równoważ	-	2	2	0	37,00	-	+8%	+1%	-	+7%	+2%	-	4/4
Grupa Kęty	trzymaj	534,23	6	3	0	556,70	-4,0%	+3%	+3%	+4%	+2%	+3%	+4%	7/7
Kemel	kupuj	71,84	4	1	0	70,01	+2,6%	+4%	+4%	-12%	-1%	-1%	-14%	4/3
Mangata	przeważaj	-	2	0	0	-	-	+13%	+6%	-	+6%	+3%	-	3/3
Mo-BRUK	akumuluj	426,72	2	0	0	398,75	+7,0%	+2%	-0%	+0%	+3%	+1%	+3%	2/2
PKP Cargo	sprzedaj	16,21	1	2	1	11,08	+46,3%	-	-	+247%	+20%	+12%	+15%	3/3
Stalprodukt	kupuj	397,79	3	0	0	397,79	+0,0%	-0%	+0%	-	-0%	-0%	-	1/1
E-commerce														
Allegro	sprzedaj	54,00	7	5	3	77,83	-30,6%	-1%	-5%	-4%	-2%	-6%	-8%	6/5
Answeat	kupuj	44,50	2	0	0	44,75	-0,6%	-17%	-31%	-	-7%	-23%	-	1/1
Handel														
AmRest	zawieszona	-	1	5	1	29,50	-	-	-	-	-	-	-	2/2
CCC	trzymaj	96,00	7	8	2	92,70	+3,6%	-	-	-	-	-	-	11/9
Dino	akumuluj	290,80	7	5	6	254,34	+14,3%	+2%	-4%	-7%	+0%	-3%	-7%	16/15
Eurocash	trzymaj	16,50	10	7	0	19,10	-13,6%	-	-	-	-	-	-	10/9
Jeronimo Martins	trzymaj	14,50	16	9	2	15,54	-6,7%	-	-	-	-	-	-	16/14
LPP	akumuluj	9 300,0	10	3	3	8 316,7	+11,8%	-	-	-	-	-	-	5/5
TIM	przeważaj	-	1	0	0	-	-	-	-	-	+0%	-0%	-	1/1
VRG	kupuj	3,14	3	1	0	2,44	+28,7%	-	-	-	-	-	-	4/4

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 2020 (zysk netto/EBITDA)

Aktualne rekomendacje mBanku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Potencjał zmiany	P/E		EV/EBITDA	
							2021	2022	2021	2022
Finanse						+9,3%	12,3	10,0		
Alior Bank	akumuluj	2020-11-19	17,50	18,78	23,60	-20,4%	13,7	7,8		
BNP Paribas Polska	akumuluj	2020-12-08	55,00	64,45	63,40	+1,7%	10,4	8,9		
Handlowy	trzymaj	2020-11-19	35,60	36,45	41,00	-11,1%	17,3	13,6		
ING BSK	redukuj	2020-11-19	155,20	143,10	180,80	-20,9%	17,5	16,1		
Millennium	trzymaj	2020-11-19	2,93	2,88	3,92	-26,5%	-	-		
Pekao	kupuj	2020-11-19	57,94	75,93	72,76	+4,4%	11,6	9,8		
PKO BP	kupuj	2020-11-19	27,23	32,40	32,51	-0,3%	13,6	18,5		
Santander Bank Polska	kupuj	2020-11-19	175,20	238,14	211,10	+12,8%	15,6	13,6		
Komercni Banka	kupuj	2021-04-09	680,00	804,77 CZK	680,00	+18,3%	13,8	10,0		
Moneta Money Bank	kupuj	2021-04-09	78,20	95,50 CZK	78,20	+22,1%	13,6	10,7		
Erste Group	kupuj	2021-04-09	29,27	34,06 EUR	29,27	+16,4%	9,5	8,0		
RBI	akumuluj	2021-04-09	18,52	21,00 EUR	18,52	+13,4%	9,6	8,2		
OTP Bank	akumuluj	2021-04-09	13 565	15 143 HUF	13 565	+11,6%	9,2	8,3		
PZU	kupuj	2021-04-09	34,09	40,63	34,09	+19,2%	9,2	9,3		
Kruk	trzymaj	2021-02-02	168,30	174,96	190,70	-8,3%	12,3	11,2		
Skarbiec Holding	zawieszona	2021-04-09	44,50	-	44,50	-	-	-		
GPW	trzymaj	2021-04-09	45,76	44,48	45,76	-2,8%	12,2	12,9		
Chemia						-7,2%	12,0	48,5	6,1	7,4
Ciech	trzymaj	2020-12-08	30,35	32,59	38,50	-15,4%	13,5	11,4	5,8	5,4
Grupa Azoty	trzymaj	2021-04-09	31,00	30,23	31,00	-2,5%	10,5	85,7	6,4	9,5
Surowce						+15,9%	6,3	7,2	3,0	3,0
JSW	kupuj	2021-04-09	31,88	48,09	31,88	+50,8%	5,7	6,1	2,1	1,9
KGHM	kupuj	2021-04-09	199,20	222,05	199,20	+11,5%	6,9	8,3	3,9	4,2
Paliwa						+4,2%	13,8	14,9	5,1	4,6
Lotos	kupuj	2021-04-09	45,15	53,39	45,15	+18,3%	18,4	12,1	5,9	4,3
MOL	trzymaj	2021-04-09	2 150	2 294 HUF	2 150	+6,7%	12,3	19,7	4,3	4,8
PGNiG	akumuluj	2021-04-09	6,45	6,84	6,45	+6,0%	11,3	9,8	4,3	3,8
PKN Orlen	trzymaj	2021-03-25	62,82	60,64	64,60	-6,1%	15,4	17,7	6,1	6,4
Energetyka						+20,3%	9,0	14,9	5,3	4,9
CEZ	kupuj	2021-04-09	565,00	693,24 CZK	565,00	+22,7%	16,0	14,9	7,1	7,2
Enea	zawieszona	2021-04-09	6,83	-	6,83	-	2,7	3,0	2,9	2,6
Energa	zawieszona	2021-04-09	7,81	-	7,81	-	-	-	-	-
PGE	zawieszona	2021-04-09	7,25	-	7,25	-	9,0	16,7	3,0	2,8
Polenergia	sprzedaj	2021-04-09	100,00	72,69	100,00	-27,3%	46,5	47,1	21,1	19,8
Tauron	zawieszona	2020-12-08	2,17	-	2,91	-	5,3	5,0	5,3	4,9
Telekomunikacja						+2,4%	30,2	19,6	5,1	4,8
Cyfrowy Polsat	trzymaj	2020-12-08	27,84	27,90	29,98	-6,9%	12,9	12,4	7,2	7,1
Netia	trzymaj	2020-12-08	4,50	4,70	5,44	-13,6%	31,7	30,5	5,1	4,8
Orange Polska	kupuj	2020-12-08	6,52	8,20	6,82	+20,3%	30,2	19,6	4,7	4,5
Media						-3,7%	22,9	20,2	10,8	9,0
Agora	akumuluj	2020-12-08	6,96	7,60	6,48	+17,3%	-	-	8,9	6,6
Wirtualna Polska	akumuluj	2020-12-08	82,00	93,00	99,30	-6,3%	22,9	20,2	12,7	11,5
IT						+15,0%	16,2	13,9	8,2	5,4
Aiileron	równoważ	2020-05-05	6,26	-	15,50	-	24,1	-	8,9	-
Asseco BS	równoważ	2020-09-02	36,00	-	37,30	-	16,2	-	10,5	-
Asseco Poland	kupuj	2020-09-02	70,20	80,70	70,70	+14,1%	14,8	13,9	4,7	4,4
Asseco SEE	przeważaj	2020-08-07	43,70	-	40,90	-	16,2	-	8,2	-
Atende	przeważaj	2020-11-27	3,44	-	5,26	-	17,8	-	8,5	-
Comarch	kupuj	2021-03-30	219,00	267,00	224,00	+19,2%	16,4	16,0	6,4	6,2
Sygnity	trzymaj	2021-03-18	11,10	11,60	11,25	+3,1%	5,5	9,7	4,6	5,4
Gaming						+4,5%	22,3	17,2	14,5	11,2
11 bit studios	sprzedaj	2021-03-02	558,00	493,00	553,00	-10,8%	55,3	11,1	34,0	7,5
CD Projekt	redukuj	2021-04-09	183,00	172,60	183,00	-5,7%	26,2	33,8	15,8	27,3
PlayWay	akumuluj	2021-04-09	548,00	590,00	548,00	+7,7%	18,5	19,8	10,8	11,1
Ten Square Games	kupuj	2021-04-09	496,60	702,00	496,60	+41,4%	16,5	14,5	13,1	11,3
Przemysł						+12,9%	11,1	11,1	6,6	6,3
AC	przeważaj	2020-12-08	36,40	-	36,10	-	10,5	8,9	7,0	6,0
Alumetal	równoważ	2021-04-09	59,00	-	59,00	-	11,0	12,4	7,3	8,3
Amica	niedoważaj	2021-04-09	153,20	-	153,20	-	11,2	11,1	6,3	6,3
Aparator	równoważ	2020-12-08	22,40	-	24,40	-	12,6	12,9	7,2	7,4
Astarta	przeważaj	2021-01-28	36,20	-	39,25	-	2,5	3,5	2,2	2,1
Boryszew	równoważ	2020-12-08	2,87	-	3,20	-	25,6	15,3	7,4	6,3
Cognor	trzymaj	2021-04-09	3,16	3,19	3,16	+0,9%	7,1	10,6	4,0	5,0
Famur	trzymaj	2021-04-09	2,53	2,50	2,53	-1,2%	11,4	13,7	2,6	2,5
Forte	równoważ	2021-01-29	43,50	-	50,50	-	11,2	11,2	7,2	7,1
Grupa Kęty	trzymaj	2021-04-09	569,00	534,23	569,00	-6,1%	14,4	14,0	9,8	9,5
Kemel	kupuj	2021-03-12	54,00	71,84	53,00	+35,5%	3,8	4,7	3,5	4,0
Mangata	przeważaj	2021-04-09	70,60	-	70,60	-	10,7	10,1	6,6	6,4
Mo-BRUK	akumuluj	2021-04-09	396,00	426,72	396,00	+7,8%	15,0	13,7	10,9	9,8
PKP Cargo	sprzedaj	2021-04-09	19,08	16,21	19,08	-15,0%	-	-	4,5	3,9
Stalprodukt	kupuj	2021-03-05	321,50	397,79	331,00	+20,2%	9,3	9,1	3,7	3,2
E-commerce						-3,5%	51,2	41,9	26,3	23,4
Allegro	sprzedaj	2020-11-18	67,89	54,00	56,17	-3,9%	53,3	42,9	30,4	25,8
Answear	kupuj	2021-02-04	28,51	44,50	35,54	+25,2%	49,2	40,9	22,1	21,0
Handel						+4,8%	22,7	19,5	8,1	7,1
AmRest	zawieszona	2020-12-08	25,80	-	32,78	-	-	-	-	-
CCC	trzymaj	2021-04-09	99,76	96,00	99,76	-3,8%	5,8	21,6	3,6	6,6
Dino	akumuluj	2021-04-09	266,60	290,80	266,60	+9,1%	32,4	26,3	20,3	16,4
Eurocash	trzymaj	2021-04-09	15,77	16,50	15,77	+4,6%	30,9	19,9	5,5	5,1
Jeronimo Martins	trzymaj	2021-04-09	14,42	14,50 EUR	14,29	+1,5%	18,7	17,1	7,1	6,3
LPP	akumuluj	2021-04-09	8 615,00	9 300,00	8 615,00	+8,0%	25,8	19,5	12,3	9,6
TIM	przeważaj	2020-12-08	18,90	-	24,80	-	13,9	14,2	8,1	8,1
VRG	kupuj	2020-09-23	2,51	3,14	2,82	+11,3%	22,7	12,4	10,3	7,1

Zmiany rekomendacji w przeglądzie miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
Alumetal	równoważ	równoważ	- -	2021-04-09
Amica	niedoważaj	niedoważaj	- -	2021-04-09
CCC	trzymaj	trzymaj	96,00 PLN	2021-04-09
CD Projekt	redukuj	trzymaj	172,60 PLN	2021-04-09
CEZ	kupuj	kupuj	693,24 CZK	2021-04-09
Cognor	trzymaj	kupuj	3,19 PLN	2021-04-09
Dino	akumuluj	akumuluj	290,80 PLN	2021-04-09
Enea	zawieszona	zawieszona	- -	2021-04-09
Energa	zawieszona	zawieszona	- -	2021-04-09
Erste Group	kupuj	kupuj	34,06 EUR	2021-04-09
Eurocash	trzymaj	kupuj	16,50 PLN	2021-04-09
Famur	trzymaj	kupuj	2,50 PLN	2021-04-09
GPW	trzymaj	redukuj	44,48 PLN	2021-04-09
Grupa Azoty	trzymaj	sprzedaj	30,23 PLN	2021-04-09
Grupa Kęty	trzymaj	trzymaj	534,23 PLN	2021-04-09
Jeronimo Martins	trzymaj	akumuluj	14,50 EUR	2021-04-09
JSW	kupuj	kupuj	48,09 PLN	2021-04-09
KGHM	kupuj	kupuj	222,05 PLN	2021-04-09
Komercni Banka	kupuj	trzymaj	804,77 CZK	2021-04-09
Lotos	kupuj	kupuj	53,39 PLN	2021-04-09
LPP	akumuluj	akumuluj	9300,00 PLN	2021-04-09
Mangata	przeważaj	przeważaj	- -	2021-04-09
Mo-BRUK	akumuluj	kupuj	426,72 PLN	2021-04-09
MOL	trzymaj	kupuj	2294,00 HUF	2021-04-09
Moneta Money Bank	kupuj	trzymaj	95,50 CZK	2021-04-09
OTP Bank	akumuluj	trzymaj	15143,00 HUF	2021-04-09
PGE	zawieszona	zawieszona	- -	2021-04-09
PGNiG	akumuluj	akumuluj	6,84 PLN	2021-04-09
PKP Cargo	sprzedaj	trzymaj	16,21 PLN	2021-04-09
PlayWay	akumuluj	trzymaj	590,00 PLN	2021-04-09
Polenergia	sprzedaj	trzymaj	72,69 PLN	2021-04-09
PZU	kupuj	kupuj	40,63 PLN	2021-04-09
RBI	akumuluj	akumuluj	21,00 EUR	2021-04-09
Skarbiec Holding	zawieszona	kupuj	- -	2021-04-09
Ten Square Games	kupuj	kupuj	702,00 PLN	2021-04-09

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
11 bit studios	sprzedaj	trzymaj	493,00 PLN	2021-03-02
CCC	trzymaj	akumuluj	89,00 PLN	2021-03-02
CD Projekt	trzymaj	sprzedaj	232,00 PLN	2021-03-02
Dino	akumuluj	trzymaj	263,10 PLN	2021-03-02
Moneta Money Bank	trzymaj	kupuj	82,70 CZK	2021-03-02
Polenergia	trzymaj	kupuj	62,99 PLN	2021-03-02
Cognor	kupuj	kupuj	3,19 PLN	2021-03-05
Stalprodukt	kupuj	kupuj	397,79 PLN	2021-03-05
Kernel	kupuj	kupuj	71,84 PLN	2021-03-12
Sygnity	trzymaj	kupuj	11,60 PLN	2021-03-18
KGHM	kupuj	trzymaj	230,25 PLN	2021-03-24
Lotos	kupuj	kupuj	54,00 PLN	2021-03-25
MOL	kupuj	akumuluj	2571,00 HUF	2021-03-25
PKN Orlen	trzymaj	trzymaj	60,64 PLN	2021-03-25
Comarch	kupuj	kupuj	267,00 PLN	2021-03-30

Statystyki rekomendacji

Rodzaj rekomendacji	Wszystkie		Dla emitentów związanych z Biurem maklerskim mBanku	
	Liczba	Procent	Liczba	Procent
sprzedaj	4	6,1%	0	0,0%
redukuj	2	3,0%	2	8,0%
niedoważaj	1	1,5%	1	4,0%
trzymaj	17	25,8%	7	28,0%
równoważ	6	9,1%	1	4,0%
akumuluj	11	16,7%	6	24,0%
kupuj	19	28,8%	7	28,0%
przeważaj	6	9,1%	1	4,0%

Kalendarium wydarzeń

Data	Spółka	Wydarzenie
12 kwi	Astarta	Publikacja wyników za 2020 rok
14 kwi	11 bit studios	Publikacja wyników za 2020 rok
15 kwi	Grupa Azoty	Publikacja wyników za 2020 rok
15 kwi	Forte	Publikacja wyników za 2020 rok
16 kwi	VRG	Publikacja wyników za 2020 rok
19 kwi	CD Projekt	Publikacja wyników za 2020 rok
21 kwi	Grupa Kęty	Publikacja wyników za 1Q'21
21 kwi	TIM	Publikacja wyników za 2020 rok
22 kwi	Ciech	Publikacja wyników za 2020 rok
23 kwi	Kernel	Publikacja danych wolumenowych za 1Q'21
23 kwi	Trans Polonia	Publikacja wyników za 4Q'20
28 kwi	Jeronimo Martins	Publikacja wyników za 1Q'21 (po sesji)
28 kwi	Alior Bank	Publikacja wyników za 1Q'21
28 kwi	Apator	Publikacja wyników za 2020 rok
28 kwi	Lotos	Publikacja wyników za 1Q'21
28 kwi	Santander	Publikacja wyników za 1Q'21
29 kwi	LPP	Publikacja wyników za 4Q'20/21
29 kwi	Mo-BRUK	Publikacja wyników za 2020 rok
29 kwi	Moneta Money	Publikacja wyników za 1Q'21
29 kwi	PKN Orlen	Publikacja wyników za 1Q'21
30 kwi	Boryszew	Publikacja wyników za 2020 rok
30 kwi	Cognor	Publikacja wyników za 1Q'21
30 kwi	Erste Bank	Publikacja wyników za 1Q'21
30 kwi	Feerum	Publikacja wyników za 4Q'20
30 kwi	PlayWay	Publikacja wyników za 4Q'20
30 kwi	Pozbud	Publikacja wyników za 2020 rok
30 kwi	Stalprodukt	Publikacja wyników za 2020 rok

Makroekonomia

Produkcja przemysłowa

Produkcja przemysłowa wzrosła w lutym o 2,7% r/r. To gorszy wynik od naszych i konsensusowych prognoz (odpowiednio 4,4% r/r i 4,5% r/r). Złożył się na to zarówno niższy wynik przetwórstwa jak i wytwarzania energii. Szerszy obraz się nie zmienia - produkcja pozostaje w trendzie, choć przyrosty są już coraz słabsze (jeśli ktoś liczył na ciągłe parcie w tempie wczesnych miesięcy odbudowy to był niepoprawnym optymistą). Ceny producentów rosną do 2,0% przez ceny surowców. Pierwszy powód różnicy między naszą prognozą, a faktycznym odczytem to przeszacowanie skali produkcji energii. Zimny luty nie przyniósł aż tak zwiększonego zapotrzebowania na energię jak zakładaliśmy. Drugi powód to niższa dynamika przetwórstwa przemysłowego. Tu winnych szukalibyśmy w problemach ze stroną podażową. Opóźnienia w dostawach środków produkcji pojawiały się regularnie w ostatnich ankietach koniunktury, co mogło przełożyć się na niższą produkcję sprzedaną w lutym (magazyny są raczej puste, a nie pełne). Przyczyną nie szukalibyśmy w sytuacji epidemicznej - ostatnie miesiące pokazały, że produkcja przemysłowa nie reaguje na wprowadzane obostrzenia (bo jej wprost nie dotyczą), nie obserwowaliśmy dotąd w danych również wpływu ewentualnych zwiększonych absencji pracowników. Gorszy od oczekiwań wynik produkcji przemysłowej nie powinien być powodem do niepokoju. W komentarzu do poprzedniego odczytu sugerowaliśmy, że ze względu na wąskie gardła w dostawach komponentów do produkcji można spodziewać się lekkiej zadyszki i z taką niewielką zadyszką mamy do czynienia. Perspektywy przed produkcją pozostają dobre, choć przedłużające się lockdowny nieco ten optymizm mogą nadszarpanąć. W krótkim terminie można spodziewać się negatywnego oddziaływania obostrzeń od strony popytowej, i to nie tylko ze strony krajowej ale też europejskiej. W dłuższym terminie dochodzenie europejskiej produkcji do poziomów sprzed pandemii będzie wspierać też krajowy przemysł.

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna przyspieszyła realnie z -6,0% styczniu do -3,1% w lutym. Zależność dynamiki sprzedaży od obostrzeń jest oczywista. Cały agregat sprzedaży nadal odstaje od trendu, ale powoli do niego wraca. Nie widzimy jednak powodów do zmiany naszej pesymistycznej prognozy wzrostu konsumpcji na 2021 rok w okolicach 4%. Żniwo nowych obostrzeń w marcu będzie tylko częściowo widoczne i przesunie się oddziaływaniem na kwiecień, bo obstawiamy też, że wyjście z nowych restrykcji epidemicznych może się opóźnić. Przed nami również spiętrzenie sprzedaży w sklepach spożywczych, które oprócz obowiązku noszenia maseczek nie są objęte restrykcjami. Uważamy, że tuż przed okresem świątecznych zakupów może się pojawić zalecenie ograniczenia liczby osób w zależności od powierzchni. Prawdopodobnie zostanie ono skompensowane wydłużeniem godzin pracy sklepów, jednak choćby z uwagi na słabsze perspektywy Wielkanocy w rodzinnym gronie, efekt będzie raczej negatywny dla sprzedaży. Przy okazji warto popatrzeć jak wyglądają poszczególne kategorie sprzedaży. Zróżnicowanie sektorowe jest duże i jednocześnie bardzo ciekawe. Większość kategorii pozostaje wciąż poniżej trendu sprzed pandemii. W niewielkim stopniu na pandemiczne restrykcje reaguje sprzedaż żywności i napojów (poza spadkiem na wiosnę). Na trendzie sprzed pandemii znajduje się sprzedaż mebli, RTV i AGD. Powody są co najmniej dwa - mały stopień obłożenia restrykcjami (otwarte sklepy meblowe, restrykcje dotyczą więc tylko sprzedaży RTV i AGD w centrach handlowych) i "dozbrajanie" gospodarstw domowych w momencie zmiany trybu pracy na home office (choć ten efekt już w większości za nami). Na przed pandemicznym trendzie znajduje się też sprzedaż odzieży i

obuwia. To jednak kategoria silnie zależna od restrykcji i naszym zdaniem za dużą część zwiększonej sprzedaży w lutym odpowiada tu uwolniony popyt ze stycznia. Wrażenie powrotu do trendu może być więc mylne - to tylko chwilowy wystrzał, który w dodatku zostanie ograniczony w marcu przez kolejny zestaw restrykcji. Poniżej trendu pozostaje sprzedaż samochodów, choć od kilku miesięcy widoczna jest poprawa w tej kategorii. Znacząco poniżej pozostaje sprzedaż w kategorii pozostałe i sprzedaż paliw. Na koniec spojrzenie sprzedaż vs usługi. Tu w danych kartowych dzieje się niewiele. Usługi wciąż pozostają w gorszej sytuacji niż wydatki na towary (relatywnie do poziomów ze stycznia 2020 roku). Wprowadzone nowe obostrzenia mogą obniżyć głównie wydatki na towary (te regulacje, które uderzają w usługi funkcjonują w większości od wielu miesięcy). Wpływ na usługi zależy głównie od efektów indywidualnego zachowania - paradoksalnie to tutaj lepiej będzie widać, czy Polacy "wystraszyli się" 3. fali. Oczywiście ewentualne rozszerzenia restrykcji, np. na zakaz poruszania się poza realizacją niezbędnych potrzeb, będzie odbijał się bez żadnych wątpliwości negatywnie zarówno na usługach jak i towarach.

Inflacja

To duża niespodzianka. Ceny żywności i paliw wypchnęły wskaźnik inflacji w okolice 3% natomiast ostatni szlif nadała inflacja bazowa. Szacujemy, że wzrosła w marcu do 3,9%. To jest naszym zdaniem główne źródło zaskoczenia. Publikowane szczegóły są skąpe. Wiemy, że kategoria żywności i napoje bezalkoholowe wzrosła o 0,7% m/m, paliwa o 6,6% m/m (to już drugi miesiąc, kiedy odczyt ma mniejszą amplitudę niż zbierane przez nas dane ze stacji), a energia o 0,1% m/m. Szacowaliśmy te kategorie nieco wyżej. O tym, że nasza prognoza 3,1% okazała się i tak za niska (przy konsensusie 2,9%) zdecydowały więc ceny w kategoriach bazowych. I tu zaczynają się schody, bo inflację bazową można oszacować na podstawie zaprezentowanych danych, natomiast nie wiemy z czego wynika niespodzianka. Obstawialiśmy 3,7% na inflacji bazowej, kierując się w dużej mierze odchyleniem od prognoz, które sformułowaliśmy w lutym. Ale i tak było za mało. Tradycyjnym podejrzany w takiej sytuacji są kategorie, które potrafią sprawić niespodziankę: łączność i kategoria inne. Być może jednak nawarstwiły się niespodzianki w pozostałych kategoriach, które widzieliśmy już w lutym. Nie jest wcale nieprawdopodobne, że wiele cen (na bazie kosztowej i kursu walutowego) nadal w marcu rośnie.

Czy odczyt ma implikacje dla polityki pieniężnej? Naszym zdaniem tak, ale nie w krótkim terminie. To kolejna już publikacja, która pokazuje, że inflacja bazowa jest "lepka". Na razie nie wiemy dlaczego, ale wysokie odczyty nie są powodowane przez śmieci (tu podwyżki - jak już pisaliśmy wcześniej - rozpoczną się raczej w kwietniu). Być może należy zaakceptować fakt, że specyfika ubiegłorocznej recesji i bezprecedensowa w skali krajowej interwencja rządu jednocześnie utrzymały gospodarkę na powierzchni i dynamikę procesów cenowych (coś za coś). RPP była gotowa na krótkoterminowe wzrosty cen i w tym zakresie przedział tolerancji, zwłaszcza w ciągu marca, kwietnia i maja (a więc w czasie, kiedy gospodarka będzie nadal funkcjonowała z zapiętym hamulcem restrykcji), będzie bardzo duża. Naszym zdaniem jednak RPP nie jest gotowa na trwalszy wzrost inflacji (mimo dość wysokiej projekcji inflacyjnej). Gdy gospodarka ruszy z kopyta, ujawnią się elementy presji popytowej, wspomagane nie tyle wykorzystaniem wcześniejszych oszczędności, co szybkością (na tle choćby wcześniejszych spowolnień, bo nie recesji) poprawą rynku pracy. To temat na drugą połowę roku i później. Im wyżej inflacja dojdzie w okresie przejściowym, tym większa szansa,

że oczekiwania płacowe też będą rosły szybciej. Kompletu obrazu dopełnia słaby złoty, który z jednej strony stymuluje przychody eksporterów, ale z drugiej nie stanowi żadnej ochrony przed globalnym wzrostem cen surowców. Nie zmieniamy zdania, że w 2022 roku (a może nieco wcześniej, jeśli utrzymana zostanie trajektoria inflacji bazowej rozbieżna z projekcją) rozpocznie się dyskusja o podwyżkach stóp i w tym też roku będą dostarczone (ale w drugiej połowie). Początek zacieśnienia będzie łagodny.

Rynek pracy

Odczyt przeciętnego zatrudnienia w lutym zaskoczył w górę. Wynik -1,7% r/r przebił zarówno nasze jak i konsensusowe oczekiwania (-1,9% r/r). Nieco zawiodły natomiast płace (odczyt 4,5% r/r vs konsensusowa prognoza 4,7% r/r). Po drodze jednak kolejne restrykcje epidemiczne, które popsują obraz rynku pracy. Poszukiwanie symptomów ożywienia zaczniemy od nowa zapewne dopiero w maju. Wzrost liczby etatów w lutym o prawie 20 tys. to najlepszy wynik od 2008 roku. Jak wskazuje komentarz GUS do odczytu wzrost zatrudnienia w ujęciu miesięcznym był efektem m.in. przyjęć w jednostkach, a także zwiększania wymiaru etatów pracowników do poziomu sprzed pandemii. W lutym zluźniono część obostrzeń epidemicznych (np. działalność hoteli, wyciągów narciarskich, galerii handlowych) co znalazło swoje odbicie w danych (to one naszym zdaniem w dużej mierze odpowiadały za powroty do wymiarów etatów sprzed pandemii). Optymizmem napawają nowe przyjęcia do pracy. Uważamy, że lutowych danych raczej nie można potraktować po prostu jako odreagowanie po słabym styczniu i są one pozytywne. Zbyt mało wiemy o "surowej" zmianie zatrudnienia w styczniu (to jest też miesiąc rewizji próby statystycznej, co bardzo utrudnia analizę danych), aby wyciągać inne wnioski. Oczywiście w styczniu wróciły restrykcje, ale obraz rynku pracy widziany przez pryzmat stopy bezrobocia (rejestrowanego) oraz pracujących (solidne

-50 tys. m/m, a zatrudnienie spadło znacząco mniej), raczej potwierdza, że słaby wynik stycznia tkwił w nowej próbie statystycznej niż w "rzeczywistości". Innymi słowy, w styczniu nie doszło do tak znaczącego ograniczenia łącznego czasu pracy, aby luty był tylko odreagowaniem po tym miesiącu. Zresztą, popatrzmy na uśrednienie zmian zatrudnienia. Ostatnie miesiące to ubijanie dna i w tym kontekście luty wcale nie wygląda źle.

Wzrost zachorowań i powrót restrykcji w marcu i kwietniu wyhamuje poprawę sytuacji na rynku pracy. Zwiększać się też mogą absencje pracowników z powodu zwolnień chorobowych/opiekuńczych. Nie zmienia to jednak faktu, że w okres ponownie zwiększonych restrykcji rynek pracy wchodzi mocniejszy. Obstawiamy jednak, że mierzenie powrotu rynku pracy do normalności będzie można na powrót rozpocząć w okolicach maja. Łyżką dziegciu w danych jest odczyt wynagrodzeń (niżej zarówno od naszej prognozy jak i prognozy konsensusu). Za wzrostami zatrudnienia i wymiarów etatów nie poszły płace (nasze spekulacje: przyjmowane były osoby zarabiające relatywnie mniej?). W ujęciu m/m odnotowano jednak lekki plus, co zdaniem komentatora GUS można wiązać z typowymi w lutym wypłatami nagród i premii rocznych i wypłatami za nadgodziny (wpisuje się to we wzrost zatrudnienia w ujęciu m/m). Podsumowując należy sobie jednak również zdać sprawę, że rozbieżność odczytu z oczekiwaniami nie jest na tyle duża, aby koniecznie poszukiwać jej przyczyny. Raczej to zwykły błąd szacunku. Płace będą się w tym roku rozpędzać powoli.

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

Pozostawiamy bez zmian nasze prognozy oraz rekomendację oczekując na wyrok SN, którego wpływ będzie miał także znaczenie dla banków bez ekspozycji. Słowa, które najlepiej określają strategię to „osiągalna” i „realistyczna”. Motywem przewodnim nowej zaktualizowanej strategii jest postawienie na akcent ekologiczny, który ma pomóc w akwizycji nowych klientów oraz budowaniu wolumenów kredytowych – cel 2,3 mld sprzedaży produktów EKO zarówno w segmencie klienta detalicznego, jak i biznesowego. Uważamy, że częściowa specjalizacja, bez zaniedbania pozostałych linii biznesowych, może być silną stroną Aliora, który w 2020 roku pokazał, że jest w stanie szybko budować sprzedaż w segmentach w których do tej pory był mniej obecny (kredyty mieszkaniowe). ROE na poziomie 5% jest celem osiągalnym nawet w 2021 r., więc w 2022 r. spodziewalibyśmy się raczej ROE w granicach 5,5-6%. Warto zwrócić uwagę na poziom CoR w który celuje Alior w 2022 r., czyli 1,9%. Jeszcze podczas konferencji wynikowej zarząd mówił, że znormalizowany poziom CoRu to 2,2%. Naszym zdaniem CoR na poziomie 1,9% w 2022 r. jest osiągalny, a pokazanie ewentualnie niższych poziomów może dać nadzieję na niższy poziom CoR w długim okresie, co sprzyjałoby wycenieniu. Z drugiej strony, pomimo zapowiadanych oszczędności kosztowych należy się spodziewać, że koszty w Alior Banku będą podbijane przez remont oddziałów (około 200 mln PLN), przez co amortyzacja (zakładamy opex – capex w stosunku 10:90) w kolejnych 4-5 latach będzie wyższa. Niższą składkę na BFG traktujemy jako one-off, od 2022 r. składki powinny wrócić na wzrostową ścieżkę.

RZiS

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Wynik odsetkowy	3 184	2 849	2 830	3 059	
Wynik prowizyjny	658	636	659	687	
Wynik handlowy	149	164	106	108	
Pozostałe przychody netto	143	137	136	142	
Wynik pozaodsetkowy	950	937	900	938	
WNDB	4 134	3 786	3 730	3 997	
Koszty operacyjne	1 705	1 705	1 879	1 871	
Zysk operacyjny	2 159	1 881	1 852	2 126	
Saldo rezerw	1 443	1 866	1 279	1 315	
Udział w jednostkach zał	0	0	1	2	
Wynik brutto	716	14	573	811	
Podatek	241	105	120	170	
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	
Podatek bankowy	226	221	230	251	
Zysk netto	248	-311	223	390	

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2021-22)	0	0%
Korekta o PV	150	3%
Etap II (2023-37)	3 056	63%
Etap III (2038-57)	1 004	21%
Wartość rezydualna	680	14%
Wartość godziwa	4 889	100%
Liczba akcji (mln)	129	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	37,82	
Cena docelowa za 9M (PLN)	40,23	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	7 419	146%
Etap I (2020-22)	-866	-17%
Korekta o PV	351	7%
Etap II (2023-37)	-1 257	-25%
Etap III (2038-57)	-556	-11%
Wartość godziwa	5 092	100%
Liczba akcji (mln)	129	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	39,39	
Cena docelowa za 9M (PLN)	41,90	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	4 889
Zyski ekonomiczne	50%	5 092
Średnia wartość godziwa		4 990
na akcję (PLN)		38,61
Podatek bankowy		-20,96
Wartość godziwa na akcję		17,65
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		18,78

Cena bieżąca 23,60 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 18,78 PLN **-20,4%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	18,78 PLN	2020-11-19

Podstawowe dane			ALR PW	vs. WIG
Ticker	ALR PW	Zmiana 1M	-2,7%	-4,6%
ISIN	PLALIOR00045	Zmiana YTD	+39,1%	+34,8%
Liczba akcji (mln)	129,3	Średni obrót 1M		7,3 mln PLN
MC (mln PLN)	3 050,5	Średni obrót 6M		11,0 mln PLN
		P/E 12M fwd	11,3	+0,7%
Free float	74,8%	P/E 5Y avg	11,2	premija

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Wynik odsetkowy	3 181	2 849	2 830	3 059	
WNDB	4 140	3 786	3 730	3 997	
Koszty	-1 976	-1 905	-1 879	-1 871	
Saldo rezerw	-1 443	-1 866	-1 279	-1 315	
Zysk netto	253	-311	223	390	
P/E	12,1	-	13,7	7,8	
P/BV	0,5	0,5	0,5	0,4	
ROE	3,8%	-	3,4%	5,7%	
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	
DYield	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%

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Kredyty netto	55 845	56 215	59 045	64 599	
Pozostałe aktywa	20 870	22 427	21 672	21 423	
Aktywa razem	76 714	78 642	80 717	86 021	
Depozyty	64 999	66 876	65 190	64 667	
Pozostałe zobowiązania	4 978	5 207	8 906	14 214	
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	
Kapitały własne	6 737	6 560	6 620	7 140	

Wskaźniki

(%)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
NIM	4,5%	3,9%	3,7%	3,6%	
C/I	47,8%	50,3%	50,4%	46,8%	
CoR	2,4%	3,0%	2,0%	2,0%	
NPL Ratio	10,3%	13,1%	11,6%	9,9%	
Tier 1	14,0%	13,7%	12,7%	12,3%	

BNP Paribas Polska 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 nasze prognozy w oczekiwaniu na wyrok SN. Zaliczamy BNP Paribas do grupy banków, które powinny poradzić sobie z wyrokiem SN nawet w pesymistycznym wariacie kosztów dla sektora rządu 100 mld PLN. Obecnie bank posiada około 4,8 mld PLN kredytów CHF, ale co ważne, 2,8 mld PLN jest kredytów spłacanych w walucie CHF, przez co odpisy na pozwy są na znacząco niższym poziomie niż w przypadku konkurencji. W 2020 BNP Paribas zaskoczył bardzo dobrymi wynikami co jest dobrym prognozą na przyszłość. Koszt ryzyka w 2020 roku wyniósł 78 p.b. (raportowany) wobec 61 p.b. Niemniej jednak korygując go o jednorazowe odpisy na przyszłe straty CoR wyniósłby zaledwie 47 p.b. Uważamy, że jest to bardzo istotne patrząc na jego znormalizowane poziomy w latach 2022-23. Uważamy, że wyniki za 2020 r. będą katalizatorem dla wyższych prognoz rynkowych, a co za tym idzie wzrostem wyceny rynkowej. Uważamy, że rozwiązanie problemu ekspozycji na CHF w sektorze zaowocuje re-ratingiem, który również dotknie wyceny BNP.

Cena bieżąca 63,40 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 64,45 PLN **+1,7%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	akumuluj	64,45 PLN	2020-12-08

Podstawowe dane		BNPPPL PW	vs. WIG
Ticker	BNPPPL PW	Zmiana 1M	-6,2%
ISIN	PLBGZ0000010	Zmiana YTD	-0,3%
Liczba akcji (mln)	147,4	Średni obrót 1M	0,7 mln PLN
MC (mln PLN)	9 346,4	Średni obrót 6M	0,3 mln PLN
		P/E 12M fwd	11,6
Free float	11,2%	P/E 5Y avg	13,2
			dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Wynik odsetkowy	3 169	3 060	3 072	3 247	
WNDB	4 824	5 076	4 916	5 164	
Koszty	-3 194	-2 877	-2 656	-2 613	
Saldo rezerw	-442	-601	-504	-506	
Zysk netto	615	733	897	1 052	
P/E	15,2	12,7	10,4	8,9	
P/BV	0,8	0,8	0,7	0,6	
ROE	5,7%	6,3%	7,0%	7,5%	
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	
DYield	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	3 169	3 060	3 072	3 247	
Wynik prowizyjny	820	916	901	935	
Wynik handlowy	652	776	646	678	
Pozostałe przychody netto	183	324	298	304	
Wynik pozaodsetkowy	1 655	2 016	1 845	1 917	
WNDB	4 824	5 076	4 916	5 164	
Koszty operacyjne	3 194	2 877	2 656	2 613	
Zysk operacyjny	1 629	2 199	2 260	2 551	
Saldo rezerw	475	770	605	677	
Udział w jedn. zależnych	1	1	3	4	
Wynik brutto	1 154	1 429	1 655	1 874	
Podatek	258	377	430	487	
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	
Podatek bankowy	281	319	328	335	
Zysk netto	615	733	897	1 052	

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2020-22)	0	0%
Korekta o PV	0	0%
Etap II (2023-37)	4 036	31%
Etap III (2038-57)	4 115	32%
Wartość rezydualna	4 769	37%
Wartość godziwa	12 919	100%
Liczba akcji (mln)	147	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	87,60	
Cena docelowa za 9M (PLN)	93,20	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	10 273	81%
Etap I (2020-22)	763	6%
Korekta o PV	990	8%
Etap II (2023-37)	1 856	15%
Etap III (2038-57)	-274	-2%
Wartość godziwa	12 618	100%
Liczba akcji (mln)	147	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	85,59	
Cena docelowa za 9M (PLN)	91,05	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	12 919
Zyski ekonomiczne	50%	12 618
Średnia wartość godziwa		12 769
na akcję (PLN)		86,61
Podatek bankowy		-26,56
Wartość godziwa na akcję		60,06
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		64,45

Handlowy 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 nasze prognozy oraz rekomendację oczekując na wyrok SN, którego wpływ będzie miał także znaczenie dla banków bez ekspozycji. Uważamy, że przedłużające się ograniczenia będą utrudniać rozwinięcie akcji kredytowej w segmencie przedsiębiorstw oraz mogą doprowadzić do dalszego kurczenia się portfela detalicznego. Te mało optymistyczne perspektywy rozwoju biznesu w krótkim okresie osłodziła informacja o realizacji zysku z portfela papierów wartościowych, która powinna dodać do wyniku pierwszego kwartału 456 mln PLN brutto, dzięki czemu wynik netto w całym 2021 r. powinien być relatywnie dobry. Jest to jednak zdarzenie jednorazowe, które nie powinno się powtarzać w podobnej skali w następnych okresach, ale będzie podbijać dywidendę w 2022 roku. Spodziewamy się, że w 2021 r. Handlowy wypłaci część zysku z 2020 roku, ale biorąc pod uwagę relatywnie słaby wynik banku, stopa dywidendy będzie niska, a na bardziej satysfakcjonujące wypłaty należy poczekać do 2022 r. Na podstawie powyższych, uważamy Handlowy za bezpieczny wybór dywidendowy ze wzrostem poniżej rynku. Na końcu należy również wspomnieć o zakończeniu okresu prezesury Sławomira Sikory w Banku Handlowym, co może podsycać plotki o przyszłości Handlowego w Polsce. Przypominamy, że Citi strategicznie wycofał się z detalicznego segmentu na większości rynków EM, a rynek polski pozostaje tutaj rodzynkiem. Jednocześnie segment detaliczny w Banku Handlowym jest od kilku kwartałów nierentownym, dlatego głośno się zastanawiamy, czy część detaliczna Handlowego nie zostanie wystawiona na sprzedaż.

RZiS

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Wynik odsetkowy	1 154	1 002	941	969	
Wynik prowizyjny	565	560	567	574	
Wynik handlowy	491	531	499	509	
Pozostałe przychody netto	35	37	48	50	
Wynik pozaodsetkowy	1 091	1 128	1 114	1 133	
WNDB	2 245	2 129	2 055	2 102	
Koszty operacyjne	1 244	1 284	1 310	1 316	
Zysk operacyjny	1 002	846	745	786	
Saldo rezerw	246	190	188	118	
Udział w jednostkach zał	0	0	0	0	
Wynik brutto	756	441	557	667	
Podatek	178	145	123	147	
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	
Podatek bankowy	98	124	124	127	
Zysk netto	480	172	310	393	

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2021-22)	405	7%
Korekta o PV	182	3%
Etap II (2023-37)	4 860	82%
Etap III (2038-57)	293	5%
Wartość rezydualna	179	3%
Wartość godziwa	5 919	100%
Liczba akcji (mln)	131	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	45,30	
Cena docelowa za 9M (PLN)	48,19	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	8 659	141%
Etap I (2020-22)	-793	-13%
Korekta o PV	403	7%
Etap II (2023-37)	-1 736	-28%
Etap III (2038-57)	-393	-6%
Wartość godziwa	6 140	100%
Liczba akcji (mln)	131	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	47,00	
Cena docelowa za 9M (PLN)	49,99	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	5 919
Zyski ekonomiczne	50%	6 140
Średnia wartość godziwa		6 030
na akcję (PLN)		46,15
Podatek bankowy		-11,89
Wartość godziwa na akcję		34,26
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		36,45

Cena bieżąca 41,00 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 36,45 PLN **-11,1%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	36,45 PLN	2020-11-19

Podstawowe dane			BHW PW	vs. WIG
Ticker	BHW PW	Zmiana 1M	+0,6%	-1,3%
ISIN	PLBH00000012	Zmiana YTD	+16,6%	+12,4%
Liczba akcji (mln)	130,7	Średni obrót 1M		1,3 mln PLN
MC (mln PLN)	5 357,0	Średni obrót 6M		1,3 mln PLN
		P/E 12M fwd	13,7	-2,2%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	14,0	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Wynik odsetkowy	1 154	1 002	941	969	
WNDB	2 256	2 129	2 055	2 102	
Koszty	-1 254	-1 284	-1 310	-1 316	
Saldo rezerw	-238	-190	-188	-118	
Zysk netto	487	172	310	393	
P/E	11,0	31,1	17,3	13,6	
P/BV	0,8	0,7	0,7	0,7	
ROE	6,9%	2,4%	4,1%	5,2%	
DPS	3,74	0,00	1,15	2,72	
DYield	9,1%	0,0%	2,8%	6,6%	
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	20 581	18 178	20 426	21 280	
Pozostałe aktywa	31 397	42 763	40 560	39 692	
Aktywa razem	51 979	60 942	60 986	60 972	
Depozyty	35 231	38 822	40 319	39 695	
Pozostałe zobowiązania	9 673	14 538	13 125	13 697	
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	
Kapitały własne	7 075	7 581	7 541	7 580	

Wskaźniki

(%)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
NIM	2,4%	1,8%	1,6%	1,7%	
C/I	55,4%	60,3%	63,7%	62,6%	
CoR	1,2%	0,9%	0,9%	0,5%	
NPL Ratio	3,4%	3,6%	4,3%	3,6%	
Tier 1	17,2%	23,0%	19,8%	19,6%	

ING BSK redukuj (bez zmian)

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

Ryzyko związane z kredytami CHF nigdy nie było realnym zagrożeniem dla ING, pogarszało jednak sentyment. Obecny poziom rezerw w stosunku do portfela kredytów hipotecznych CHF sprawia, że ryzyko to zostało w dużej mierze wyeliminowane, jeżeli scenariusz ugód będzie się materializował. Uważamy, że ING będzie jednym z tych banków, który najszybciej zacznie proponować klientom ugody na masową skalę po wyroku SN. Dzięki temu przyszłe wyniki banku powinny być już wolne od obciążeń rezerwami na CHF. Przy mniej pozytywnym scenariuszu sądowym, wielkość ekspozycji sprawi, że ING będzie relatywnym beneficjentem szybszego rozstrzygnięcia wątpliwości frankowych. Jeżeli chodzi o stronę biznesową, to spodziewamy się, że po lekkiej zadyszce w połowie 2020 r., ING na powrót będzie jednym z liderów sprzedaży kredytów hipotecznych, co powinno być głównym czynnikiem wspierającym wolumen w 2021 roku. Jak zwykle w przypadku ING naszą wątpliwość budzi wysoka wycena banku, jednakże w przypadku pozytywnego re-ratingu sektora widzielibyśmy pewną przestrzęń do wzrostu, chociaż relatywnie mniejszego niż w innych bankach frankowych. Podobnie jak w przypadku innych polskich banków wstrzymujemy się z aktualizacją prognoz do czasu ogłoszenia wyroku SN ws. kredytów CHF.

RZiS

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Wynik odsetkowy	4 294	4 542	4 553	4 660	
Wynik prowizyjny	1 372	1 528	1 497	1 529	
Wynik handlowy	130	153	152	152	
Pozostałe przychody netto	-6	-9	0	0	
Wynik pozaodsetkowy	1 496	1 673	1 649	1 682	
WNDB	5 790	6 215	6 202	6 342	
Koszty operacyjne	2 497	2 763	2 937	2 988	
Zysk operacyjny	3 292	3 452	3 265	3 353	
Saldo rezerw	606	1 075	916	812	
Udział w jednostkach zał	7	16	17	17	
Wynik brutto	2 694	2 393	2 366	2 559	
Podatek	599	574	530	583	
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	
Podatek bankowy	436	482	495	515	
Zysk netto	1 659	1 338	1 341	1 461	

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2021-2022)	1 122	5%
Korekta o PV	547	2%
Etap II (2023-37)	13 853	61%
Etap III (2038-57)	4 940	22%
Wartość rezydualna	2 265	10%
Wartość godziwa	22 727	100%
Liczba akcji (mln)	130	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	174,69	
Cena docelowa za 9M (PLN)	185,82	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	16 306	69%
Etap I (2020-22)	783	3%
Korekta o PV	1 563	7%
Etap II (2023-37)	3 666	15%
Etap III (2038-57)	1 475	6%
Wartość godziwa	23 793	100%
Liczba akcji (mln)	130	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	182,88	
Cena docelowa za 9M (PLN)	194,54	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	22 727
Zyski ekonomiczne	50%	23 793
Średnia wartość godziwa		23 260
na akcję (PLN)		178,79
Podatek bankowy		-44,26
Wartość godziwa na akcję		134,53
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		143,10

Cena bieżąca 180,80 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 143,10 PLN **-20,9%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	redukuj	143,10 PLN	2020-11-19

Podstawowe dane			ING PW	vs. WIG
Ticker	ING PW	Zmiana 1M	-1,3%	-3,2%
ISIN	PLBSK0000017	Zmiana YTD	+5,7%	+1,5%
Liczba akcji (mln)	130,1	Średni obrót 1M		1,2 mln PLN
MC (mln PLN)	23 522,1	Średni obrót 6M		1,9 mln PLN
		P/E 12M fwd	14,2	-6,5%
Free float	25,0%	P/E 5Y avg	15,2	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Wynik odsetkowy	4 294	4 542	4 553	4 660	
WNDB	5 790	6 215	6 202	6 342	
Koszty	-2 497	-2 763	-2 937	-2 988	
Saldo rezerw	-606	-805	-872	-723	
Zysk netto	1 659	1 338	1 341	1 461	
P/E	13,9	17,3	17,3	15,8	
P/BV	1,5	1,3	1,4	1,3	
ROE	11,6%	7,9%	7,6%	8,5%	
DPS	3,50	0,00	5,40	5,15	
DYield	1,9%	0,0%	3,0%	2,9%	
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%	

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Kredyty netto	118 288	124 655	129 217	136 833	
Pozostałe aktywa	40 323	61 940	57 403	55 066	
Aktywa razem	158 611	186 596	186 620	191 898	
Depozyty	130 474	151 029	159 560	161 991	
Pozostałe zobowiązania	12 914	16 949	10 253	12 141	
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	
Kapitały własne	15 223	18 618	16 807	17 766	

Wskaźniki

(%)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
NIM	2,9%	2,7%	2,5%	2,5%	
C/I	43,1%	44,5%	47,4%	47,1%	
CoR	0,5%	0,6%	0,7%	0,5%	
NPL Ratio	3,0%	2,6%	4,5%	3,6%	
Tier 1	14,5%	15,1%	14,2%	14,9%	

Millennium trzymaj (bez zmian)

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

Bank Millennium to największy orzech do zgryzienia przed wyrokiem SN. Przy negatywnym obrocie spraw, bank może wymagać dokapitalizowania w skali przekraczającej obecne możliwości większościowego właściciela (BCP Millennium ma około 1,6 mld nadwyżki kapitałowej na Tier 1). W scenariuszu ugód, spodziewamy się, że Millennium będzie najdłużej czekał z rozpoczęciem oferowania ugód na zasadzie KNF na masową skalę, ponieważ relatywna wielkość ekspozycji sprawia, że obniżenie/podwyższenie kosztów ugód o każde 10% będzie mocno ważyć na wynikach i kapitałach banku. Wyłączając z rozważań portfel kredytów FX, Millennium jawi się jako dobrze działająca maszyna. Bank pokazał, że potrafi szybko budować udziały rynkowe w kredytach hipotecznych, zwiększać przychody z prowizji, nie zapominając o optymalizacji kosztowej. Dodatkowo cały czas należy oczekiwać realizacji synergii kosztowych związanych z przejściem Eurobanku. Warto zauważyć, że w każdym realistycznym scenariuszu, który rozważamy, należy zapomnieć o dywidendzie co najmniej do 2025 roku. Nasze spojrzenie na Millennium jest obarczone największym ryzykiem, które jest zdecydowanie asymetryczne, ponieważ z obecnych poziomów w przypadku pozytywnego scenariusza upside na Millennium jest mniejszy, niż downside w przypadku mniej korzystnego orzeczenia SN.

RZiS

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Wynik odsetkowy	2 437	2 549	2 573	2 652	
Wynik prowizyjny	699	746	763	801	
Wynik handlowy	318	328	265	273	
Pozostałe przychody netto	98	161	126	131	
Wynik pozaodsetkowy	1 115	1 235	1 154	1 205	
WNDB	3 552	3 784	3 727	3 857	
Koszty operacyjne	1 842	2 015	1 989	1 960	
Zysk operacyjny	1 710	1 769	1 738	1 897	
Saldo rezerw	627	1 278	1 292	1 829	
Udział w jednostkach zał	0	0	0	0	
Wynik brutto	1 083	490	446	68	
Podatek	275	188	222	280	
Zyski mniejszościowych	0	0	0	0	
Podatek bankowy	248	279	281	285	
Zysk netto	561	23	-57	-496	

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2021-22)	0	0%
Korekta o PV	229	4%
Etap II (2023-37)	4 174	65%
Etap III (2038-57)	1 117	17%
Wartość rezydualna	883	14%
Wartość godziwa	6 403	100%
Liczba akcji (mln)	1 213	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	5,28	
Cena docelowa za 9M (PLN)	5,61	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	9 657	142%
Etap I (2020-22)	-1 288	-19%
Korekta o PV	445	7%
Etap II (2022-37)	-1 419	-21%
Etap III (2038-57)	-618	-9%
Wartość godziwa	6 777	100%
Liczba akcji (mln)	1 213	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	5,59	
Cena docelowa za 9M (PLN)	5,94	

Cena bieżąca 3,92 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 2,88 PLN **-26,5%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	2,88 PLN	2020-11-19

Podstawowe dane			MIL PW	vs. WIG
Ticker	MIL PW	Zmiana 1M	-4,9%	-6,8%
ISIN	PLBIG0000016	Zmiana YTD	+19,8%	+15,5%
Liczba akcji (mln)	1 213,1	Średni obrót 1M		4,6 mln PLN
MC (mln PLN)	4 750,6	Średni obrót 6M		6,9 mln PLN
		P/E 12M fwd	8,5	-25,2%
Free float	50,0%	P/E 5Y avg	11,3	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Wynik odsetkowy	2 437	2 549	2 573	2 652	
WNDB	3 552	3 784	3 727	3 857	
Koszty	-1 842	-2 015	-1 989	-1 960	
Saldo rezerw	-404	-565	-627	-499	
Zysk netto	561	23	-57	-496	
P/E	8,5	208,2	-	-	
P/BV	0,5	0,5	0,6	0,6	
ROE	6,5%	0,3%	-	-	
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	
DYield	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%

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Kredyty netto	69 755	74 088	75 179	79 648	
Pozostałe aktywa	28 301	23 683	28 902	27 662	
Aktywa razem	98 056	97 772	104 081	107 310	
Depozyty	81 455	81 511	89 281	91 151	
Pozostałe zobowiązania	7 660	7 170	6 310	8 226	
Udziały mniejszościowe	0	0	0	0	
Kapitały własne	8 942	9 091	8 489	7 933	

Wskaźniki

(%)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
NIM	2,8%	2,7%	2,5%	2,6%	
C/I	51,8%	53,3%	53,4%	50,8%	
CoR	0,7%	0,8%	0,8%	0,6%	
NPL Ratio	4,5%	4,8%	5,5%	4,8%	
Tier 1	16,9%	16,5%	16,8%	15,7%	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	6 403
Zyski ekonomiczne	50%	6 777
Średnia wartość godziwa		6 590
na akcję (PLN)		5,43
Podatek bankowy		-2,72
Wartość godziwa na akcję		2,71
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		2,88

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

W oczekiwaniu na wyrok SN pozostawiamy nasze prognozy na niezmiennym poziomie. Nasze obecne prognozy zakładają rozłożenie rezerw na lata co powoduje obciążenie przyszłych wyników Pekao (ROE około 7%). Jeżeli Pekao zdecydowałoby się zaksięgować jednorazowe rezerwy związane z ugodami w 2021 roku przyszłe ROE poprawiłoby się o około 1 p.p. do 8%. Oznacza to, że jesteśmy dość konserwatywni w porównaniu ze strategią Pekao, która zakłada ROE na poziomie 10% w 2024. Nasze znacznie bardziej konserwatywne prognozy wynikają z dość wysokiego wskaźnika C/I, który w 2022 r. jest jeszcze na poziomie 47% wobec zakładanych przez Pekao 42% w 2024 r. Nie doceniamy obecnie możliwości restrukturyzacji Pekao co może stanowić zdecydowany potencjał wzrostu dla naszych, jak i prognoz rynkowych w przyszłości. Bank Pekao przeprowadza zwolnienia grupowe, których efekt będzie kumulatywnie widoczny w przeciągu 2 lat. Zbliżenie się Pekao do celu ROE oznaczałoby rentowność na poziomie kosztu kapitału co z kolei uzasadniłoby wycenę powyżej wartości księgowej, szczególnie, że wysoki potencjał dywidendowy banku powinien utrzymać się przez przynajmniej kolejne 4 lata.

RZiS

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Wynik odsetkowy	5 468	5 202	5 018	5 208	
Wynik prowizyjny	2 534	2 434	2 535	2 647	
Wynik handlowy	237	257	283	289	
Pozostałe przychody netto	66	-21	40	52	
Wynik pozaodsetkowy	2 836	2 670	2 858	2 988	
WNDB	8 304	7 872	7 875	8 196	
Koszty operacyjne	3 992	3 849	3 775	3 822	
Zysk operacyjny	4 312	4 023	4 100	4 375	
Saldo rezerw	718	1 638	1 072	928	
Udział w jedn. zależnych	0	0	0	0	
Wynik brutto	3 653	2 754	3 101	3 591	
Podatek	836	622	695	797	
Zyski mniejszościowych	-2	-1	-2	-2	
Podatek bankowy	591	661	682	696	
Zysk netto	2 165	1 102	1 649	1 952	

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2020-22)	2 003	7%
Korekta o PV	783	3%
Etap II (2023-37)	20 711	76%
Etap III (2038-57)	2 840	10%
Wartość rezydualna	1 005	4%
Wartość godziwa	27 342	100%
Liczba akcji (mln)	262	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	104,23	
Cena docelowa za 9M (PLN)	110,87	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	26 264	99%
Etap I (2020-22)	46	0%
Korekta o PV	1 829	7%
Etap II (2023-37)	-1 101	-4%
Etap III (2038-57)	-624	-2%
Wartość godziwa	26 414	100%
Liczba akcji (mln)	262	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	100,64	
Cena docelowa za 9M (PLN)	107,06	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	27 342
Zyski ekonomiczne	50%	26 414
Średnia wartość godziwa		26 878
na akcję (PLN)		102,46
Podatek bankowy		-31,05
Wartość godziwa na akcję		71,41
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		75,93

Cena bieżąca 72,76 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 75,93 PLN **+4,4%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	75,93 PLN	2020-11-19

Podstawowe dane			PEO PW	vs. WIG
Ticker	PEO PW	Zmiana 1M	+0,2%	-1,7%
ISIN	PLPEKAO000016	Zmiana YTD	+19,1%	+14,9%
Liczba akcji (mln)	262,5	Średni obrót 1M		48,7 mln PLN
MC (mln PLN)	19 097,3	Średni obrót 6M		60,8 mln PLN
		P/E 12M fwd	11,3	-10,7%
Free float	67,2%	P/E 5Y avg	12,6	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Wynik odsetkowy	5 468	2 434	5 018	5 208	
WNDB	8 304	3 849	7 875	8 196	
Koszty	-3 992	-4 023	-3 775	-3 822	
Saldo rezerw	-660	-368	-1 000	-784	
Zysk netto	2 165	0	1 649	1 952	
P/E	8,9	17,5	11,7	9,9	
P/BV	0,8	0,7	0,7	0,7	
ROE	9,4%	0,0%	6,4%	7,4%	
DPS	6,60	0,00	2,49	6,28	
DYield	9,1%	0,0%	3,4%	8,6%	
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	140 913	142 488	147 663	156 429	
Pozostałe aktywa	62 410	90 729	80 104	77 350	
Aktywa razem	203 323	233 217	227 766	233 779	
Depozyty	157 990	178 304	176 215	178 227	
Pozostałe zobowiązania	21 935	29 418	25 684	28 848	
Udziały mniejszościowe	12	11	15	17	
Kapitały własne	23 386	25 484	25 852	26 686	

Wskaźniki

(%)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
NIM	2,9%	2,5%	2,3%	2,3%	
C/I	48,6%	49,5%	48,6%	47,3%	
CoR	0,5%	0,9%	0,7%	0,5%	
NPL Ratio	5,2%	5,4%	6,0%	5,8%	
Tier 1	16,9%	18,7%	19,0%	19,0%	

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

W oczekiwaniu na wyrok SN pozostawiamy nasze prognozy na niezmiennym poziomie. PKO BP jest liderem wprowadzenia programu ugód dla kredytobiorców CHF zaproponowanych przez KNF. Bank ogłosił stworzenie specjalnego funduszu w wysokości 6,7 mld PLN w kapitałach własnych, który powinien być wystarczający aby pokryć ewentualne straty wynikające z kombinacji ugód oraz pozwów sądowych. Z drugiej strony bank zapowiedział zamiar przeprowadzenia akcji buyback w 2021 roku, która powinna być wsparciem dla kursu aż bank osiągnie wycenę na poziomie 1,0x P/BV. Uważamy, że zarówno buyback w 2021 roku jak i dywidendy w 2022 r. są możliwe jeżeli bank zaksięguje straty związane z ryzykiem prawnym jeszcze na początek wyników za 2020 rok. Po przeprowadzeniu odpisu uważamy, że ROE PKO BP mogłoby wzrosnąć do około 10% co w połączeniu z dywidendą/skupem akcji powinno przełożyć się na re-rating. Nasza obecna rekomendacja to kupuj.

Cena bieżąca 32,51 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 32,40 PLN **-0,3%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	32,40 PLN	2020-11-19

Podstawowe dane			PKO PW	vs. WIG
Ticker	PKO PW	Zmiana 1M	+2,1%	+0,2%
ISIN	PLPKO0000016	Zmiana YTD	+13,2%	+9,0%
Liczba akcji (mln)	1 250,0	Średni obrót 1M	65,1 mln PLN	
MC (mln PLN)	40 637,5	Średni obrót 6M	86,4 mln PLN	
		P/E 12M fwd	11,1	-9,3%
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	10 137	10 267	10 586	
WNDB	15 038	14 567	14 783	15 277	
Koszty	-6 516	-6 313	-6 356	-6 488	
Saldo rezerw	-1 261	-3 210	-1 822	-1 832	
Zysk netto	4 031	2 645	2 987	2 191	
P/E	10,1	15,4	13,6	18,5	
P/BV	1,0	0,9	0,9	0,9	
ROE	10,0%	6,1%	6,5%	4,7%	
DPS	1,33	0,00	1,13	1,19	
DYield	4,1%	0,0%	3,5%	3,7%	

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	10 279	10 137	10 267	10 586	
Wynik prowizyjny	3 047	3 918	3 899	4 046	
Wynik handlowy	807	263	362	374	
Pozostałe przychody netto	905	249	256	271	
Wynik pozaodsetkowy	4 759	4 430	4 517	4 691	
WNDB	15 038	14 567	14 783	15 277	
Koszty operacyjne	6 516	6 313	6 356	6 488	
Zysk operacyjny	8 522	8 254	8 427	8 789	
Saldo rezerw	1 712	3 170	2 862	3 911	
Udział w jedn. zal.	31	20	7	7	
Wynik brutto	6 842	5 064	5 572	4 885	
Podatek	-1 787	-1 368	-1 575	-1 647	
Zyski mniejszościowych	-1	4	-1	-1	
Podatek bankowy	1 022	1 055	1 008	1 047	
Zysk netto	4 031	2 645	2 987	2 191	

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2021-22)	2 576	5%
Korekta o PV	668	1%
Etap II (2023-37)	39 407	79%
Etap III (2038-57)	6 261	12%
Wartość rezydualna	1 240	2%
Wartość godziwa	50 151	100%
Liczba akcji (mln)	1 250	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	40,12	
Cena docelowa za 9M (PLN)	42,68	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	45 902	91%
Etap I (2020-22)	-359	-1%
Korekta o PV	3 500	7%
Etap II (2023-37)	1 155	2%
Etap III (2038-57)	359	1%
Wartość godziwa	50 557	100%
Liczba akcji (mln)	1 250	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	40,45	
Cena docelowa za 9M (PLN)	43,02	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	50 151
Zyski ekonomiczne	50%	50 557
Średnia wartość godziwa		50 354
na akcję (PLN)		40,28
Podatek bankowy		-9,82
Wartość godziwa na akcję		30,46
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		32,40

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Kredyty netto	231 434	228 112	236 419	249 348	
Pozostałe aktywa	116 610	153 681	138 879	129 482	
Aktywa razem	348 044	381 793	375 299	378 830	
Depozyty	258 199	282 356	276 832	275 199	
Pozostałe zobowiązania	48 267	54 136	52 484	56 122	
Udziały mniejszościowe	-9	-13	-10	-10	
Kapitały własne	41 587	45 314	45 993	47 519	

Wskaźniki

(%)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
NIM	3,2%	2,8%	2,9%	2,9%	
C/I	43,3%	43,3%	43,0%	42,5%	
CoR	0,5%	1,0%	0,8%	0,7%	
NPL Ratio	4,1%	4,4%	5,0%	4,8%	
Tier 1	17,2%	16,7%	18,1%	18,7%	

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

Pozostawiamy nasze prognozy jak i rekomendację bez zmian w oczekiwaniu na wyrok SN. Uważamy, że Santander jest w bardzo podobnej sytuacji co PKO BP. Bank posiada znaczące kapitały nadwyżkowe, które pozwalają bez problemu przyjąć jednorazowe koszty ugód KNF a nawet pozwów sądowych. Santander obecnie przeprowadza ankietę wśród klientów oraz przeprowadza pilotażowe ugody co jednak nie przesądza o przystąpieniu banku do szerokiego programu ugód. Uważamy, że decydujący będzie wyrok Sądu Najwyższego a następnie decyzja głównego akcjonariusza odnośnie zaksięgowania znaczących jednorazowych rezerw. Bank po przeprowadzeniu konwersji kredytów jest w stanie osiągnąć ROE na poziomie 8%-9% oraz wypłacać bardzo wysokie dywidendy (DY c.8%). Należy również pamiętać, że Santander posiada niepodzielony zysk z lat ubiegłych w wysokości 1,97 mld PLN, który przekłada się na 21,5 PLN na akcję ewentualnej dodatkowej dywidendy. Podsumowując, bank jest obecnie przygotowany na jednorazowe odpisy na ryzyko prawne, uważamy, że jest duże prawdopodobieństwo przystąpienia banku do ugód, jest na ścieżce poprawy rentowności i posiada znaczący potencjał dywidendowy. Santander Bank Polska pozostaje jednym z naszych faworytów.

Cena bieżąca 211,10 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 238,14 PLN **+12,8%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	238,14 PLN	2020-11-19

Podstawowe dane			SPL PW	vs. WIG
Ticker	SPL PW	Zmiana 1M	-3,4%	-5,3%
ISIN	PLBZ00000044	Zmiana YTD	+13,7%	+9,5%
Liczba akcji (mln)	102,1	Średni obrót 1M		13,1 mln PLN
MC (mln PLN)	21 550,8	Średni obrót 6M		16,4 mln PLN
		P/E 12M fwd	13,6	+0,0%
Free float	31,7%	P/E 5Y avg	13,6	premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Wynik odsetkowy	6 580	5 888	5 860	6 216	
WNDB	9 485	8 647	8 754	9 273	
Koszty	-4 340	-4 210	-3 977	-3 807	
Saldo rezerw	-1 183	-1 722	-1 456	-1 279	
Zysk netto	2 138	1 037	1 379	1 579	
P/E	10,1	20,8	15,6	13,6	
P/BV	0,8	0,8	0,8	0,7	
ROE	8,5%	4,0%	5,0%	5,4%	
DPS	19,72	0,00	16,25	17,25	
DYield	9,3%	0,0%	7,7%	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	6 580	5 888	5 860	6 216	
Wynik prowizyjny	2 128	2 152	2 154	2 303	
Wynik handlowy	500	431	540	546	
Pozostałe przychody netto	276	176	200	208	
Wynik pozaodsetkowy	2 904	2 759	2 894	3 057	
WNDB	9 485	8 647	8 754	9 273	
Koszty operacyjne	4 340	4 210	3 977	3 807	
Zysk operacyjny	5 145	4 438	4 777	5 467	
Saldo rezerw	1 368	2 041	1 937	2 241	
Udział w jednostkach zał	67	86	91	91	
Wynik brutto	3 844	2 483	2 930	3 317	
Podatek	800	644	746	917	
Zyski mniejszościowych	-306	-200	-214	-213	
Podatek bankowy	-599	-602	-591	-607	
Zysk netto	2 138	1 037	1 379	1 579	

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln PLN)	wartość	udział
Etap I (2021-22)	552	2%
Korekta o PV	921	3%
Etap II (2023-37)	17 719	66%
Etap III (2038-57)	6 139	23%
Wartość rezydualna	1 720	6%
Wartość godziwa	27 051	100%
Liczba akcji (mln)	99	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	272,60	
Cena docelowa za 9M (PLN)	289,98	

Model zysków ekonomicznych

(mln PLN)	wartość	udział
Początkowe TNAV	25 791	82%
Etap I (2020-22)	711	2%
Korekta o PV	2 169	7%
Etap II (2023-37)	2 310	7%
Etap III (2038-57)	440	1%
Wartość godziwa	31 421	100%
Liczba akcji (mln)	99	
Koszt kapitału	8,5%	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	316,63	
Cena docelowa za 9M (PLN)	336,82	

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM	50%	27 051
Zyski ekonomiczne	50%	31 421
Średnia wartość godziwa		29 236
na akcję (PLN)		294,62
Podatek bankowy		-70,75
Wartość godziwa na akcję		223,87
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M (PLN)		238,14

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Kredyty netto	143 403	141 999	147 200	154 097	
Pozostałe aktywa	66 074	87 313	78 597	72 366	
Aktywa razem	209 476	229 311	225 797	226 462	
Depozyty	156 480	171 522	167 841	168 743	
Pozostałe zobowiązania	26 016	29 131	28 231	26 346	
Udziały mniejszościowe	1 548	1 663	1 530	1 521	
Kapitały własne	25 432	26 995	28 194	29 852	

Wskaźniki

(%)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
NIM	3,3%	2,8%	2,7%	2,8%	
C/I	45,8%	48,7%	45,4%	41,1%	
CoR	0,8%	1,2%	1,0%	0,8%	
NPL Ratio	5,2%	5,8%	4,6%	4,6%	
Tier 1	14,9%	18,0%	15,2%	16,4%	

Komercni Banka kupuj (podwyższona)

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

Podwyższamy nasze prognozy dla Komercni Banka na 2022 rok głównie ze względu na wprowadzone przez nas do prognoz podwyżki stóp procentowych. Z drugiej strony nasze prognozy zostały nieznacznie obniżone na 2021 rok ze względu na bardziej konserwatywne podejście do kosztu ryzyka. 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. Biorąc pod uwagę wzrost prognoz, wyższe wypłaty dywidendy oraz ROE na poziomie około 11% w latach 2022 i 2023 podwyższamy naszą cenę docelową do 804,77 CZK na akcję co implikuje rekomendację kupuj.

Cena bieżąca 680,00 CZK **potencjał zmiany**
Cena docelowa 804,77 CZK **+18,3%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	804,77 CZK	2021-04-09	
poprzednia	trzymaj	682,02 CZK	2021-02-02	
Podstawowe dane		KOMB CP	vs. WIG	
Ticker	KOMB CP	Zmiana 1M	-1,7%	-3,6%
ISIN	CZ0008019106	Zmiana YTD	+3,5%	-0,7%
Liczba akcji (mln)	188,9	Średni obrót 1M	90,7 mln CZK	
MC (mld CZK)	128,4	Średni obrót 6M	113,8 mln CZK	
		P/E 12M fwd	13,6	+10,4%
Free float	39,6%	P/E 5Y avg	12,3	premija

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	8,6	15,7	13,8	10,0	8,7
P/BV	1,2	1,1	1,1	1,1	1,0
ROE	14,3%	7,4%	8,0%	10,6%	11,8%
DPS	51,00	0,00	23,00	49,00	51,00
DYield	7,5%	0,0%	3,4%	7,2%	7,5%
Zmiana prognoz		2020	2021P	2022P	
Wynik odsetkowy		-1,0%	+1,2%	+5,5%	
Wynik prowizyjny		-2,2%	+0,1%	+0,1%	
Koszty razem		+1,2%	-0,6%	-0,7%	
Saldo rezerw		-20,8%	+14,6%	+1,1%	
Zysk netto		+5,6%	-2,0%	+8,5%	

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

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 rezydualna	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 (podwyższona)

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

Pomimo trudnego otoczenia bank utrzymuje wysoką rentowność. Ze względu na oficjalny przekaz z CNB oraz rosnące oczekiwania, w naszych prognozach zaczynamy uwzględniać rosnące w Czechach stopy procentowe, pierwszej podwyżki spodziewamy się pod koniec 2021 r. Dzięki temu nasze prognozy na 2021 r. rosą o 9%, a na 2022 r. o 2%, gdzie pozytywny wpływ podwyżki stóp częściowo został zniwelowany przez wyższy CoR. W 2023 r. na zysku netto, dzięki wyższemu wolumenom oraz płaskim kategoriom kosztowym rośnie w naszych prognozach o 23% do 4,6 mld CZK, co jest zbieżne z guidancem. Jeżeli chodzi o dywidendę to obecne ograniczenia narzucone przez CNB wskazują na dywidendę w 2021 r. w wysokości 3 CZK na akcje (nasza prognoza), widzimy jednak szansę, że przy ewentualnym rozluźnieniu ograniczeń Moneta wypłaci drugą dywidendę pod koniec roku. Jeżeli nie, to prognozujemy, że w 2022 r. Moneta wypłaci około 7,9 CZK na akcję. Na podstawie powyższych nasza cena docelowa rośnie do 95,50 CZK, a rekomendacja wraca do kupuj. Istnieje jednak druga strona inwestycji w Monetę. Udane wezwanie na akcje doprowadziło, że należące do PPF Tanemo ma 28% akcji Monety, co umożliwi kontynuację planu polegającego na połączeniu Monety z aktywami bankowymi należącymi do PPF. W skład Grupy Air Bank wchodzi: Air Bank, platforma do pożyczek peer to peer oraz spółki działające w segmencie consumer finance, czyli Home Credit Czech Republic i Home Credit Slovakia. O ile cała grupa wykazała 1,5 bln CZK zysku netto w 2020 r. (niezaudytowane) to uważamy, że poszczególne składowe grupy mogą być ryzykownymi aktywami, których jakość może obciążać wyniki całej, potencjalnie połączonej Grupy.

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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(mln CZK)	wartość	udział
Etap I (2020-22)	7 416	16%
Korekta o PV	2 334	5%
Etap II (2023-37)	29 398	62%
Etap III (2038-57)	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 (2020-22)	3 680	8%
Korekta o PV	754	2%
Etap II (2023-37)	8 981	20%
Etap III (2038-57)	-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

Cena bieżąca

78,20 CZK

potencjał zmiany

Cena docelowa

95,50 CZK

+22,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	95,50 CZK	2021-04-09
poprzednia	trzymaj	82,70 CZK	2021-03-02
Podstawowe dane		MONET CP	vs. WIG
Ticker	MONET CP	Zmiana 1M	-1,0%
ISIN	CZ0008040318	Zmiana YTD	+15,0%
Liczba akcji (mln)	511,0	Średni obrót 1M	133,3 mln CZK
MC (mld CZK)	40,0	Średni obrót 6M	111,4 mln CZK
		P/E 12M fwd	12,5
Free float	100,0%	P/E 5Y avg	11,4
			premija

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	9,9	15,4	13,6	10,7	8,7
P/BV	1,6	1,2	1,2	1,2	1,1
ROE	16,2%	9,2%	8,9%	11,1%	13,5%
DPS	6,15	0,00	3,00	7,94	5,84
DYield	7,9%	0,0%	3,8%	10,2%	7,5%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
Wynik odsetkowy			+7,1%	+9,2%	
Wynik prowizyjny			-2,2%	-1,2%	
Koszty razem			-0,0%	+0,6%	
Saldo rezerw			+6,3%	+39,5%	
Zysk netto			+9,4%	+2,1%	

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%

Podsumowanie wyceny

(mln CZK)	waga	wycena
Metoda zdyskontowany	50%	92,24
Metoda zysków ekonorr	50%	89,23
Średnia wartość godziwa		90,74
9m cena docelowa (CZK)		95,50

Erste Group kupuj (podtrzymana)

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 kupuj, ale podwyższamy cenę docelową do 34,06 EUR na akcję. Nasze prognozy zostały zrewidowane o +3% i +4% na lata 2021 i 2022 głównie ze względu na szybsze tempo wzrostu wyniku odsetkowego. 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 niskim 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 bardzo atrakcyjnie wyceniony z 2022 P/BV na poziomie 0,6x oraz P/E 7,1x chociaż należy pamiętać, że ROE (8%) pozostaje daleko w tyle w porównaniu z takimi bankami jak OTP czy Komerční.

Cena bieżąca 29,27 EUR **potencjał zmiany**
Cena docelowa 34,06 EUR **+16,4%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	34,06 EUR	2021-04-09
poprzednia	kupuj	30,58 EUR	2020-12-08
Podstawowe dane			EBS AV vs. WIG
Ticker	EBS AV	Zmiana 1M	+2,2% +0,3%
ISIN	AT0000652011	Zmiana YTD	+17,4% +13,1%
Liczba akcji (mln)	429,8	Średni obrót 1M	21,6 mln EUR
MC (mln EUR)	12 580,2	Średni obrót 6M	21,4 mln EUR
		P/E 12M fwd	12,5 +22,1%
Free float	69,5%	P/E 5Y avg	10,2 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	8,6	16,1	9,5	8,0	7,3
P/BV	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6
ROE	9,8%	4,8%	7,4%	8,3%	8,7%
DPS	2,20	0,00	0,50	1,62	1,92
DYield	7,5%	0,0%	1,7%	5,5%	6,6%
Zmiana prognoz			2020	2021P	2022P
Wynik odsetkowy			+1,0%	+3,5%	+3,3%
Wynik prowizyjny			+1,0%	+1,4%	+1,4%
Koszty razem			+0,4%	-1,1%	-1,2%
Saldo rezerw			+5,8%	+20,1%	+12,1%
Zysk netto			-9,8%	+3,2%	+4,4%

RZiS

(mln EUR)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Wynik odsetkowy netto	4 747	4 775	4 832	4 582	4 582
Wynik prowizyjny	2 000	1 977	2 063	1 908	1 908
Wynik handlowy	339	230	246	236	236
WNDB	7 086	6 982	7 141	6 726	6 726
Poz. wynik operacyjny	-306	19	54	3	3
Podatek bankowy	-128	-118	-86	-112	-112
Koszty operacyjne	-4 283	-4 220	-4 209	-4 181	-4 181
Zysk operacyjny	2 369	2 663	2 900	2 436	2 436
Saldo rezerw	-39	-1 295	-780	59	59
Zysk operacyjny netto	2 330	1 368	2 120	2 495	2 495
Zyski nadzwyczajne	0	0	0	0	0
Zysk brutto	2 330	1 368	2 120	2 495	2 495
Podatek dochodowy	-419	-343	-409	-332	-332
Zyski mniejszościowych	-441	-242	-387	-369	-369
Zysk netto	1 470	783	1 325	1 793	1 793

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 godziwa	FVPS (EUR)	Zysk netto			P/E			BV		P/BV
			2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P	2021	2021	
Austria	7 039	16,38	427	527	560	16,5	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 na akcję (EUR)		13 928
Koszt kapitału 9M		5,1%
Cena docelowa za 9M (EUR)		34,06

RBI 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 nasze prognozy na lata 2021/22 o 16% i 6%. Zmieniamy strukturę przychodów z mniejszym udziałem NII, ale większym F&C oraz utrzymujemy wysokie negatywne saldo na pozostałej działalności operacyjnej (zbliżone do 2020). Z drugiej strony sentyment oraz wyceny banków europejskich wzrosły od naszej ostatniej rekomendacji na RBI, dlatego pomimo lekkiego spadku prognoz podwyższamy cenę docelową do 21,00 EUR i pozostawiamy rekomendację akumuluj. Na naszej cenie docelowej wyceniamy bank na 0,48x P/BV w 2021 r. wobec obecnej wyceny rynkowej na poziomie 0,43x P/BV. Przyjmujemy, że w 2021 r. bank wypłaci dywidendę w rekomendowanej wysokości 0,48 EUR (stopa dywidendy około 2,5%), chociaż dostrzegamy szansę na dodatkową wypłatę, gdyby ECB rozluźnił politykę dywidendową w 4Q'21. Zagrożeniem dla RBI jest polski portfel kredytów CHF. Bank zapowiedział, że nie przystąpi do programu ugód 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. Podobnie jak poprzednim razem nasza rekomendacja na RBI ma charakter wycenowy, bez szczególnej historii stojącej za bankiem, a jednocześnie zwracamy uwagę na ryzyko związane z polskim portfelem kredytów CHF, które biorąc pod uwagę niechęć banku do ugód, wzrosło.

Cena bieżąca 18,52 EUR **potencjał zmiany**
Cena docelowa 21,00 EUR **+13,4%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	akumuluj	21,00 EUR	2021-04-09
poprzednia	akumuluj	18,22 EUR	2020-12-08
Podstawowe dane			RBI AV vs. WIG
Ticker	RBI AV	Zmiana 1M	+1,8% -0,1%
ISIN	AT0000606306	Zmiana YTD	+11,0% +6,8%
Liczba akcji (mln)	328,9	Średni obrót 1M	9,3 mln EUR
MC (mln EUR)	6 092,0	Średni obrót 6M	8,8 mln EUR
		P/E 12M fwd	7,8 +0,4%
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	5,0	7,6	9,6	8,2	7,6
P/BV	0,5	0,5	0,4	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	6,0%	2,0%	2,6%	3,1%	3,7%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
Wynik odsetkowy			-5,0%	-1,7%	0,0%
Wynik prowizyjny			+3,9%	+3,9%	0,0%
Koszty razem			-1,1%	-0,8%	0,0%
Saldo rezerw			-7,4%	-2,8%	0,0%
Zysk netto			-16,1%	-6,3%	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 godziwa	FVPS (EUR)	Zysk netto			P/E			BV	P/BV
			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	14323	0,5

Bilans

(mln EUR)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Kredyty netto	91 204	90 671	91 977	94 632	98 200
Aktywa razem	152 200	165 959	164 074	163 245	163 315
Depozyty	96 214	102 112	102 281	103 935	105 862
Zobowiązania ogółem	138 435	151 671	148 863	147 346	146 595
Zyski udziałowców mniejsz:	811	820	889	892	904
Kapitał własny	12 954	13 468	14 123	14 679	15 254

Wskaźniki

(%)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
NIM	2,4%	2,1%	2,0%	2,1%	2,2%
C/I	59,1%	62,3%	61,2%	59,6%	59,0%
CoR	0,4%	0,7%	0,9%	0,8%	0,8%

Podsumowanie wyceny

(mln EUR)	waga	wycena
DDM	50%	14,29
Zyski ekonomiczne	50%	24,98
Średnia wartość godziwa		19,64
9m cena docelowa (PLN)		21,00

OTP Bank 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 cenę docelową do 15 143 HUF na akcję a naszą rekomendację do akumuluj. Nasze prognozy nieznacznie zostały podwyższone głównie ze względu na nieco bardziej łagodne spojrzenie na prognozę salda rezerw. Z drugiej strony jesteśmy bardziej konserwatywni w odniesieniu do przychodów chociaż w 2021 r. nadal oczekujemy wzrostu wyniku odsetkowego o 2,6% a wyniku prowizyjnego o 4,1% r/r. Nasze 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 konserwatywnie w odniesieniu do kosztu ryzyka, którego poziom wyznaczyliśmy na 97 p.b. w 2021 roku (138 p.b. w 2020 r.). Bank zapowiedział też dalszą ekspansję na co pozwala bankowi bardzo dobra sytuacja kapitałowa. Z niepokojem odbieramy też zapowiedź uczestniczenia w prywatyzacji Uzbeckiego sektora bankowego, który może być nowym, wymagającym rynkiem na którym trudna może być replikacja business modelu z rynków CEE. W grupie porównawczej OTP charakteryzuje się bezkonkurencyjnym ROE, ale z drugiej strony dość przeciętnymi dywidendami (DY około 2%). Wyceniamy OTP z premią do sektora chociaż na wskaźniku P/E bank nadal wygląda bardzo atrakcyjnie.

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

Wycena sumą części (SOTP)

(mld HUF)	Wartość godziwa	FVPS (HUF)	Zysk netto			P/E			BV	P/BV
			2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2021
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
CKB	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								

Cena bieżąca 13 565,00 HUF potencjał zmiany
Cena docelowa 15 143,00 HUF +11,6%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	akumuluj	15 143,00 HUF	2021-04-09
poprzednia	trzymaj	13 800,00 HUF	2021-02-02
Podstawowe dane			OTP HB vs. WIG
Ticker	OTP HB	Zmiana 1M	+1,8% -0,1%
ISIN	HU0000061726	Zmiana YTD	+1,5% -2,7%
Liczba akcji (mln)	267,0	Średni obrót 1M	4,8 mld HUF
MC (mld HUF)	3 622,3	Średni obrót 6M	6,3 mld HUF
		P/E 12M fwd	9,4 -6,1%
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	8,8	14,0	9,2	8,3	7,7
P/BV	1,6	1,4	1,3	1,2	1,0
ROE	20,1%	10,8%	14,8%	14,7%	14,2%
DPS	229,63	0,00	214,76	232,43	246,24
DYield	1,7%	0,0%	1,6%	1,7%	1,8%
Zmiana prognoz			2020	2021P	2022P
Wynik odsetkowy			-1,4%	-2,1%	-1,3%
Wynik prowizyjny			+1,6%	-1,1%	-1,3%
Koszty razem			+1,4%	-1,6%	-1,8%
Saldo rezerw			-32,7%	-6,3%	-1,6%
Zysk netto			+42,3%	+0,7%	+0,5%

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%

Podsumowanie wyceny

(mld HUF)	waga	wycena
Koszt kapitału 12M		9,3%
DDM	50%	4 048
Zyski ekonomiczne	50%	4 019
Średnia wartość godziwa 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 kupuj (podtrzymana)

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 kupuj, ale lekko podwyższamy cenę docelową do 40,63 PLN na akcję. Cały czas podtrzymujemy, że PZU powinno być pośrednim beneficjentem restrykcji pandemicznych w krótkim okresie (niższe odszkodowania w majątku) jak i w dłuższym (wzrost składki w segmencie życie). Statystyki policyjne wskazują, że liczba wypadków w 1Q'21 spadła o 29% r/r (3642 vs 5138) co zwiastuje dobry pierwszy kwartał, który dodatkowo będzie wsparty sprzedażą pakietu InPost. Cały czas podkreślamy, że rynek ubezpieczycieli w Polsce jest beneficjentem relatywnie niskiej penetracji składki na życie. W okresie pandemii skutkuje to niskimi odszkodowaniami (wzrost śmiertelności o 85% r/r przekłada się na wzrost odszkodowań o c.10%), a po jej zakończeniu oczekujemy wzrostu składki na życie co może nie być jeszcze ujęte w konsensusie. Nasze założenia odnośnie wzrostu jak i rentowności grupy są zgodne z nowo ogłoszoną strategią. Zwracamy uwagę, że strategia zakłada dość płaskie kapitały własne w przeciągu następnych 3 lat co zwiastować może wysokie dywidendy. Dlatego też oczekujemy wypłaty w 2021 r. na poziomie 2,42 PLN/akcję (100% z 2019 r. i 50% z 2020 r.), co nadal przekłada się na bardzo atrakcyjny DY 12%. W kolejnych latach oczekujemy normalizacji wypłaty do 90% co przekłada się na DY 10%, znacznie wyżej od grupy porównawczej.

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 świadcze	-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/koszt	-900	-626	-647	-653	-658
Wynik na działalności bank	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 rezydualna	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	

Cena bieżąca 34,09 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 40,63 PLN **+19,2%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	40,63 PLN	2021-04-09
poprzednia	kupuj	39,33 PLN	2020-12-03
Podstawowe dane			
Ticker	PZU PW	Zmiana 1M	+8,0%
ISIN	PLPZU0000011	Zmiana YTD	+5,3%
Liczba akcji (mln)	863,5	Średni obrót 1M	66,7 mln PLN
MC (mln PLN)	29 437,5	Średni obrót 6M	73,5 mln PLN
		P/E 12M fwd	10,6
Free float	64,8%	P/E 5Y avg	10,8

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 inw.	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	8,9	15,4	9,2	9,2	9,2
P/BV	1,8	1,6	1,7	1,6	1,6
ROE	21,2%	11,2%	17,8%	17,7%	17,4%
DPS	2,80	0,00	4,18	3,33	3,31
DYield	8,2%	0,0%	12,3%	9,8%	9,7%
Zmiana prognoz			2020	2021P	2022P
Składka przypisana brutto			-0,1%	-0,0%	-0,1%
Odszkodowania			+2,4%	+0,3%	+1,6%
Wynik inwestycyjny			+7,7%	+0,3%	+1,6%
Koszty razem			-0,5%	-1,6%	-1,6%
Zysk netto			-7,7%	+11,8%	-1,2%

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Aktywa finansowe	319 399	353 542	361 960	370 105	382 936
Pozostałe aktywa	23 986	25 432	25 633	25 924	26 229
Aktywa razem	343 385	378 974	387 593	396 028	409 165
Rezerwy techniczne	47 329	48 471	48 543	49 848	51 233
Pozostałe zobowiązania	256 768	287 759	295 180	300 462	310 348
Udziały mniejszościowe	23 119	24 626	26 133	27 640	29 147
Kapitały własne	16 169	18 118	17 737	18 078	18 437

Wskaźniki

(%)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Odszkodowań	68,0	67,7	68,8	67,9	68,5
Kosztów ogółem	22,2	22,3	22,1	22,1	22,0
Zwrot na portfelu	-8,6	-4,8	3,3	2,9	2,9
COR majątku	89,2	88,7	90,1	91,0	92,0
Marża op w Życiu	16,4	15,4	20,1	22,8	22,6

Kruk 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

Wyniki za 2020 rok były zgodne z naszymi oczekiwaniami i dlatego pozostawiamy nasze prognozy niezmienione. Nadal oczekujemy, że odbicie w sektorze windykacyjnym będzie V-kształtne, co odróżni ten sektor od sektora bankowego. Programy fiskalne i pomocowe powinny z jednej strony przełożyć się na niższy wzrost NPL niż tego można było jeszcze oczekiwać zaraz po wybuchu pandemii, ale z drugiej strony będą wspierać konsumenta, a w konsekwencji spłaty. Oznacza to, że scenariusz pisany dla Kruka przed pandemią należy skorygować o spadek spłat i nakładów w 2020 roku, ale należy podwyższyć bazę portfeli dostępnych do zakupu w latach kolejnych. Kruk powinien relatywnie szybko odbudować wyniki po ich znaczącym spadku w 2020 roku, czego dowodem jest chociażby bardzo dobry wynik w 2H'20. W pierwszej fazie odbicia wyników oczekujemy utrzymania niskich kosztów operacyjnych, zanotowania niskich pozytywnych rewaluacji przy braku jednorazowych odpisów. W drugiej fazie oczekujemy, że wyniki na lata 2022+ napędzane będą przez rosnącą podaż portfeli spowodowaną przez wzrost wskaźnika NPL w sektorze bankowym przy jednoczesnej normalizacji kosztów. Oczekujemy, że na głównym rynku Kruka, w Polsce, wartość nominalna kredytów niepracujących wzrośnie o 20% w 2021 roku, co pozytywnie przełoży się na rynek sprzedaży wierzytelności, ale najwcześniej w 2022 roku. Kruk w 2021 r. oczekuje nakładów na poziomie 800-900 mln PLN wobec naszych 688 mln PLN. Z ewentualną rewizją poczekamy do końca 1H'21, ale również zwracamy uwagę, że prognozowane nakłady na 2022 r. pozostają na bardzo ambitnym poziomie 1,3 mld PLN.

RZiS

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Nabyte pakiety wierzyteln.	661	508	642	688	764
Usługi windykacyjne	-1	-11	10	10	10
Pozostałe produkty	6	35	17	18	18
Marża pośrednia	665	532	669	716	792
Koszty ogólne	178	160	183	192	208
Wynik na pozostałej działalności	-2	7	-2	-2	-3
EBITDA	484	379	484	521	581
Amortyzacja	44	47	48	49	50
EBIT	440	332	436	472	531
Przychody/koszty finansov	-126	-128	-116	-121	-149
Zysk brutto	314	204	320	351	382
Podatek dochodowy	37	-123	32	35	38
Zysk netto	277	81	288	316	344
Nakłady na nowe portfele	783	457	688	1 306	1 326
Spłaty	-1 782	-1 834	-1 859	-1 770	-1 914

Wycena DDM oraz EVA

(mln PLN)	DDM	EVA
Początkowe TNAV		1 958
Etap I (2020-29)	646	699
Etap II (2030-49)	1 040	426
PV TV	1573	
Wartość godziwa na 01/2020	3 259	3 083
Korekta o wartość pieniądza w czasie	57	219
Obecna wartość firmy	3 316	3 302
Liczba akcji (mln)	18,9	18,9
Koszt kapitału	9,6%	9,6%
Wartość godziwa na akcję (PLN)	175,6	174,8
Cena docelowa za 9M (PLN)	188,2	187,4

Podsumowanie DCF

	(mln PLN)
Suma FCF	976
Wartość rezydualna (TV)	8 427
Wzrost FCF po prognozie	3,0%
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	4 512
Wartość firmy (EV)	5 489
Dług netto	2 555
Udziałowcy mniejszościowi	1
Wartość firmy na 01/2020	2 933
Korekta o wartość pieniądza w czasie	206
Obecna wartość godziwa	3 138
Ilość akcji (mln)	18,9
Wartość firmy na akcję (PLN)	166,16

Cena bieżąca 190,70 PLN **potencjał zmiany**

Cena docelowa 174,96 PLN **-8,3%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	174,96 PLN	2021-02-02

Podstawowe dane		KRU PW	vs. WIG
Ticker	KRU PW	Zmiana 1M	+3,7% +1,8%
ISIN	PLKRK0000010	Zmiana YTD	+34,3% +30,1%
Liczba akcji (mln)	18,6	Średni obrót 1M	4,0 mln PLN
MC (mln PLN)	3 550,0	Średni obrót 6M	4,1 mln PLN
		P/E 12M fwd	12,8 +7,1%
Free float	100,0%	P/E 5Y avg	11,9 premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody ogółem	1 251	1 099	1 282	1 347	1 458
z zakupu wierzyt.	1 138	976	1 126	1 186	1 294
z inkasa	52	57	60	62	63
Koszty operacyjne	-178	-160	-183	-192	-208
Zysk netto	277	81	288	316	344
P/E	13,0	43,8	12,3	11,2	10,3
P/BV	1,8	1,7	1,6	1,4	1,3
ROE	15,0%	4,0%	13,3%	13,3%	13,2%
DPS	5,00	0,00	1,43	5,13	5,63
DYield	2,6%	0,0%	0,7%	2,7%	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%	

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Środki pieniężne	150	146	227	271	315
Zakupione wierzytelno:	4 446	4 209	3 501	4 236	4 957
Pozostałe aktywa	244	289	277	287	298
Aktywa razem	4 840	4 643	4 005	4 795	5 570
Kredyty i pożyczki	2 706	2 222	1 561	2 045	2 573
Pozostałe zobowiązania	176	377	173	258	265
Kapitały własne	1 958	2 044	2 272	2 492	2 732

Wskaźniki

(%)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Dług netto / KW	1,3	1,0	0,6	0,7	0,8
Dług netto /EBITDA	5,3	5,5	2,8	3,4	3,9
Marża EBITDA	38,7%	33,3%	37,7%	38,7%	39,9%
Marża EBIT	35,2%	29,2%	34,0%	35,1%	36,5%
EV / Cash EBITDA	5,4	2,6	3,9	4,7	4,7

Podsumowanie wyceny

(mln PLN)	waga	wycena
DDM & EVA	33%	3 309
Porównawcza	33%	2 572
DCF	33%	3 138

Wycena na akcję

(PLN)	waga	wycena
DDM & EVA	33%	175,19
Porównawcza	33%	136,16
DCF	33%	166,16
Średnia wartość godziwa		163,21
Koszt kapitału 9M		6,2%
Cena docelowa za 9M (PLN)		174,96

GPW trzymaj (podwyższona)

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

Utrzymujące się wysokie obroty w segmencie rynków finansowych oraz brak ostatecznych decyzji w sprawie zniesienia obliża giełdowego na handel energią elektryczną sprawiły, że podnosimy swoje prognozy na lata 2021/22 o odpowiednio 20% i 18%. W efekcie podnosimy naszą cenę docelową do 44,48 PLN, a rekomendację do trzymaj. Nasza cena docelowa i prognozy implikują wycenę 11,8-12,8x na P/E w latach 2021-23 oraz stopę dywidendy na poziomie 5,6-6,1%. Otoczenie rynkowe sprzyja segmentowi rynków finansowych, który cały czas powinien być lokomotywą wyników. Jeżeli chodzi o temat obliża handlu energią elektryczną to nadal uważamy, że zostanie ono zniesione, natomiast wpływ na obroty powinien być mniejszy, tzn. zakładamy spadek o 50% (vs 70% poprzednio) w stosunku do roku bazowego jakim jest 2020, ceteris paribus. Zakładamy, że w praktyce obliżo zostanie zmniejszone/zniesione najwcześniej w 2H'21, a pełny efekt zobaczymy dopiero w 2022 roku. Obecnie największym wyzwaniem dla GPW wydaje się być skuteczna użyczenie wolnych środków pieniężnych. Uważamy, że podwyższenie dywidendy byłoby dobrym pomysłem, niestety ze spółki nie płyną nowe sygnały związane z polityką dywidendową. Z niepewnością przyglądamy się zaangażowaniu w PCOL, ponieważ z jednej strony projekt ten wiąże się z capexem, a z drugiej strony jego rentowność stoi pod znakiem zapytania. Z szans jakie stoją przed GPW w długim terminie dostrzegamy utworzenie i rozwój rynku biometanu oraz utworzenie platformy do handlu odpadami.

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 finansowej	-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

Model zdyskontowanych dywidend (DDM)

(PLN)	PLN	%
Etap I (2020-21)	6,98	17%
Etap II (2022-36)	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

Cena bieżąca 45,76 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 44,48 PLN **-2,8%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	44,48 PLN	2021-04-09
poprzednia	redukuj	40,60 PLN	2020-12-08
Podstawowe dane			GPW PW vs. WIG
Ticker	GPW PW	Zmiana 1M	+1,7%
ISIN	PLGPW0000017	Zmiana YTD	+0,1%
Liczba akcji (mln)	42,0	Średni obrót 1M	3,8 mln PLN
MC (mln PLN)	1 920,6	Średni obrót 6M	3,5 mln PLN
EV (mln PLN)	1 749,0	EV/EBITDA 12M fwd	7,5
Free float	64,8%	EV/EBITDA 5Y avg	7,5

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	16,1	12,7	12,2	12,9	13,2
P/BV	2,2	2,1	2,0	1,9	1,8
EV/EBITDA	10,0	8,0	8,0	8,2	8,1
DPS	3,18	2,40	2,50	2,60	2,70
DYield	6,9%	5,2%	5,5%	5,7%	5,9%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży			+10,9%	+10,8%	0,0%
EBIT			+20,8%	+14,5%	0,0%
EBITDA			+16,4%	+13,2%	0,0%
Zysk netto			+20,2%	+17,8%	0,0%

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%

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

Spadki cen sody w 2021 roku na rynku europejskim (o 4-5% r/r) przy rosnących cenach surowców (gaz ziemny, certyfikaty CO₂, węgiel koksujący) to niekorzystne otoczenie dla Grupy Ciech. W krótkim terminie sentymentowi do akcji sprzyja obserwowane odreagowanie cen sody w Chinach. Zakładamy, że ze względu na wysokie wydatki inwestycyjne Ciech nie wypłaci dywidendy z zysku za 2020 rok. Nie zmieniamy naszej rekomendacji trzymaj oraz ceny docelowej. Po publikacji wyników za 2020 rok przedstawimy aktualizację prognoz i wyceny.

Cena bieżąca 38,50 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 32,59 PLN **-15,4%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	32,59 PLN	2020-12-08

Podstawowe dane			CIE PW	vs. WIG
Ticker	CIE PW	Zmiana 1M	+7,4%	+5,5%
ISIN	PLCIECH00018	Zmiana YTD	+19,6%	+15,3%
Liczba akcji (mln)	52,7	Średni obrót 1M		2,6 mln PLN
MC (mln PLN)	2 028,9	Średni obrót 6M		3,5 mln PLN
EV (mln PLN)	3 685,0	EV/EBITDA 12M fwd	5,5	+0,7%
Free float	33,0%	EV/EBITDA 5Y avg	5,5	premija

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	3 549	3 077	3 205	3 355	3 424
EBITDA skor.	663	574	633	657	677
marża EBITDA	18,7%	18,7%	19,7%	19,6%	19,8%
EBIT skor.	353	254	256	288	310
Zysk netto skor.	187	92	151	178	199
P/E skor.	10,9	22,1	13,5	11,4	10,2
P/BV	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8
EV/EBITDA skor.	5,3	6,5	5,8	5,4	5,0
DPS	0,00	0,00	0,00	1,43	2,03
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	3,7%	5,3%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
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/m3)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
EBITDA soda	488	524	566	592	613
EBITDA organika	72	52	54	53	53
EBITDA krzemiany	40	26	41	40	40
EBITDA pozostałe	-34	-28	-28	-28	-28
EBITDA norm.	663	574	633	657	677
Przepływy oper.	532	486	589	605	621
Amortyzacja	310	320	377	369	368
Kapitał obrotowy	56	8	-2	-3	-1
Przepływy inw.	-407	-619	-491	-305	-335
CAPEX	385	619	491	305	335
Przepływy fin.	-17	-66	-166	-237	-265
Dywidenda/buyback	0	0	0	-75	-107
FCF	174	-131	98	301	286
FCF/EBITDA	30%	-23%	16%	46%	42%
CFO/EBITDA	92%	85%	93%	92%	92%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Soda (EUR/t)	258	252	258	263	263	263	263	263	263	263	263
Soda Ciech (PLN/t)	850,2	876,3	896,9	914,8	914,8	914,8	914,8	914,8	914,8	914,8	914,8
Soda vol (tys. ton)	1 630	1 730	1 800	1 800	1 800	1 800	1 800	1 800	1 800	1 800	1 800
Przychody	3 077	3 205	3 355	3 424	3 447	3 462	3 477	3 493	3 509	3 526	3 543
EBITDA	574	633	657	677	664	643	623	602	580	557	545
marża EBITDA	18,7%	19,7%	19,6%	19,8%	19,3%	18,6%	17,9%	17,2%	16,5%	15,8%	15,4%
EBIT	254	256	288	310	301	288	258	230	203	177	161
Podatek	94	41	49	55	54	51	45	39	34	28	25
CAPEX	-619	-491	-305	-335	-352	-365	-357	-368	-374	-380	-383
Kapitał obrotowy	8	-2	-3	-1	0	0	0	0	0	0	0
FCF	-131	98	301	286	257	226	220	194	171	149	137
PV FCF	-130	92	263	234	197	162	147	121	100	81	
WACC	5,7%	6,6%	6,7%	6,7%	6,8%	6,8%	6,8%	6,9%	6,9%	6,9%	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	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 266
Dług netto	1 490
Inne korekty	-202
Wycena DCF na akcję (PLN)	20,85

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	40,46
DCF	50%	20,85
Cena wynikowa		30,65
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		32,59

Grupa Azoty trzymaj (podwyższona)

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

Lepsze od oczekiwań wstępne wyniki Grupy Azoty za 4Q'20 oraz obserwowane wzrosty cen nawozów skłaniają nas do podwyższenia naszych prognoz na 2021 rok. Dodatkowo pozytywnie odczytujemy dane o eksporcie nawozów z Chin w I-II'21, które były o 36% r/r niższe. Grupa Azoty pozostaje stosunkowo wyraźnie zadłużoną spółką (3,4xEBITDA'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 powodować będzie, że jeszcze przez wiele lat akcjonariusze będą musieli się pogodzić z brakiem dywidendy. Podnosimy naszą cenę docelową do 30,23 PLN/akcja (wcześniej 23,65 PLN/akcja), a rekomendację do trzymaj (wcześniej sprzedaj).

Cena bieżąca 31,00 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 30,23 PLN **-2,5%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	30,23 PLN	2021-04-09
poprzednia	sprzedaj	23,65 PLN	2021-01-14
Podstawowe dane			
			ATT PW vs. WIG
Ticker	ATT PW	Zmiana 1M	-0,3% -2,2%
ISIN	PLZATRM00012	Zmiana YTD	+12,9% +8,7%
Liczba akcji (mln)	99,2	Średni obrót 1M	3,0 mln PLN
MC (mln PLN)	3 075,1	Średni obrót 6M	3,3 mln PLN
EV (mln PLN)	8 410,4	EV/EBITDA 12M fwd	6,4 +6,6%
Free float	29,0%	EV/EBITDA 5Y avg	6,0 premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	11 308	10 525	12 584	11 991	13 784
EBITDA skor.	1 496	1 038	1 305	1 013	1 556
marża EBITDA	13,2%	9,9%	10,4%	8,4%	11,3%
EBIT skor.	685	276	523	203	448
Zysk netto skor.	431	120	294	36	253
P/E skor.	7,1	25,7	10,5	85,7	12,2
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA skor.	4,4	7,1	6,4	9,5	5,6
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			+23,4%	+2,6%	-2,1%
Zysk netto			+148,0%	+38,7%	-11,5%
Mocznik (PLN/t)			+8,7%	+1,7%	+1,3%
Saletra (PLN/t)			+12,3%	+4,0%	+3,5%
Gaz ziemny (PLN/m3)			+25,4%	+4,1%	+4,1%
Melamina (PLN/t)			+9,4%	0,0%	0,0%
Poliamid 6 (PLN/t)			+15,1%	+5,6%	+6,7%
Propylen (PLN/t)			+37,2%	+29,7%	+29,7%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA nawozy	965	772	891	602	645
EBITDA tworzywa	66	-22	143	132	131
EBITDA chemia	208	207	234	220	204
EBITDA energetyka	102	84	-100	-86	-43
EBITDA pozostałe	83	136	136	145	144
Przepływy oper.	2 033	1 292	1 157	1 042	1 457
Amortyzacja	811	761	782	810	1 108
Kapitał obrotowy	636	33	-87	25	-76
Przepływy inw.	-1 186	-1 945	-2 064	-1 854	-486
CAPEX	1 044	1 945	2 064	2 029	486
Przepływy fin.	-923	80	991	934	-670
Dywidenda/buyback	0	0	0	0	0
FCF	883	-671	-914	-989	965
FCF/EBITDA	62%	-51%	-70%	-98%	62%
CFO/EBITDA	143%	98%	89%	103%	94%

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
Mocznik (PLN/t)	1 750	1 596	1 589	1 589	1 589	1 589	1 589	1 589	1 597	1 605	1 614
Saletra (PLN/t)	1 400	1 300	1 293	1 293	1 293	1 293	1 293	1 293	1 300	1 307	1 313
Gaz ziem. (PLN/m3)	941	912	912	912	912	912	912	912	912	912	912
Przychody	12 584	11 991	13 784	14 045	14 256	14 392	14 531	14 639	14 791	14 946	15 104
EBITDA	1 305	1 013	1 556	1 571	1 551	1 525	1 511	1 485	1 435	1 450	1 477
marża EBITDA	10,4%	8,4%	11,3%	11,2%	10,9%	10,6%	10,4%	10,1%	9,7%	9,7%	9,8%
EBIT	523	203	448	492	545	553	542	507	456	465	492
Podatek	68	-2	29	27	41	46	46	41	32	35	40
CAPEX	-2 064	-2 029	-486	-720	-755	-805	-826	-871	-929	-979	-985
Kapitał obrotowy	-87	25	-76	-11	-9	-6	-6	-5	-6	-7	-7
FCF	-914	-989	965	812	746	669	633	569	468	432	
PV FCF	-849	-869	792	622	534	448	396	331	254	219	212
WACC	6,1%	5,9%	6,2%	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	2,0%
Wartość firmy (EV)	5 842
Dług netto	2 596
Inne korekty	-658
Wycena DCF na akcję (PLN)	26,09

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	30,77
DCF	50%	26,09
Cena wynikowa		28,43
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		30,23

Surowce

JSW

kupuj (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Wyraźny wzrost zapotrzebowania na wyroby stalowe (przemysł, Automotive) zachęca producentów stali w technologii wielkopiecowej do ponownego uruchomienia wcześniej wyłączanych hut (Arcelor w Belgii, Hiszpanii i Włoszech, VoestAlpine w Austrii, Koszyce). Ceny stali walcowanej w Niemczech dochodzą do 850 EUR/t, co stanowi rekord wszechczasów. W efekcie dynamicznie rośnie popyt na koks, który w III'21 w Europie doszedł do cen 375 USD/t (vs. 230 USD/t w XI'20). Naszym zdaniem w korzystniejszym otoczeniu makroekonomicznym JSW może w 2021 roku wypracować ponad 2 mld PLN EBITDA, a oczekiwany dalszy spadek zapasów prowadzić będzie do wygenerowania pozytywnego wolnego przepływu gotówki na poziomie 421 mln PLN (mimo 1,9 mld PLN oczekiwanego CAPEX). Nieznacznie korygujemy nasze założenia po wynikach za 2020 rok. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Grupy JSW, a cenę docelową podnosimy do 48,09 PLN/akcja (wcześniej 46,40 PLN/akcja).

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. (%)	69%	77%	80%	80%	80%
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 skor.	-0,37577	8,995259	0,200884	0,20189	0,437904
CFO/EBITDA skor.	0,836033	-1,77084	1,09003	0,95334	0,983237

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%

31,88 PLN **potencjał zmiany**

Cena bieżąca

Cena docelowa

48,09 PLN

+50,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	48,09 PLN	2021-04-09
poprzednia	kupuj	46,40 PLN	2021-02-03
Podstawowe dane			
		JSW PW	vs. WIG
Ticker	JSW PW	Zmiana 1M	-6,1%
ISIN	PLJSW0000015	Zmiana YTD	+22,9%
Liczba akcji (mln)	117,4	Średni obrót 1M	35,6 mln PLN
MC (mln PLN)	3 743,1	Średni obrót 6M	34,1 mln PLN
EV (mln PLN)	4 400,0	EV/EBITDA 12M fwd	3,2
Free float	44,8%	EV/EBITDA 5Y avg	2,9

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.	6,8	-	5,7	6,1	4,5
P/BV	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA skor.	1,6	-	2,1	1,9	1,4
DPS	1,71	0,00	0,00	0,00	2,61
DYield	5,4%	0,0%	0,0%	0,0%	8,2%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
EBITDA (skor.)			+0,4%	-2,7%	+4,8%
Zysk netto (skor.)			-22,6%	-31,3%	-12,2%
Węgiel koksowy (PLN/t)			-1,0%	-3,1%	0,0%
Węgiel do celów energetycznych (PLN/t)			+6,3%	+6,3%	+6,3%
Koks (PLN/t)			-0,1%	-1,5%	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%

Bilans

(mln PLN)	2019P	2020	2021P	2022P	2023P
Aktywa	14 926	15 031	16 167	16 808	17 508
Aktywa trwałe	10 391	11 027	11 738	12 125	12 229
Kapitał własny	8 463	6 920	7 573	8 185	8 713
Udział mniejszości	388	397	397	397	397
Dług netto	-1 252	553	260	-36	-661
Dług netto/EBITDA skor.	-0,7	-2,8	0,1	0,0	-0,3
Dług netto/kap. wł. (x)	-0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1

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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	3 930
Dług netto	553
Inne korekty	397
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 (podtrzymana)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Aktualnie najsilniejszymi czynnikami stymulującymi wzrost zapotrzebowanie na miedzi jest oczekiwane zwiększenie sprzedaży samochodów elektrycznych (te zużywają 4x więcej miedzi niż klasyczne) oraz wzrost nakładów na odnawialne źródła energii (te konsumują 4-5x więcej miedzi niż bloki zasilane paliwami kopalnianymi). Freeport McMoRan szacuje, że obie kategorie przełożą się na ponad dwukrotny wzrost zapotrzebowania na miedź w ciągu najbliższych 5-ciu lat (z 0,6 mln ton w 2020 roku do 1,6 mln ton w 2025 roku ~ ponad 6% tegorocznej produkcji miedzi na świecie). Dodatkowo wzrost floty samochodów elektrycznych (Wood Mackenzie—do 2040 roku flota wzrośnie do 323 milionów vs. 10 mln obecnie z roczną sprzedażą na poziomie 45 mln sztuk). Po stronie podaży natomiast warto zwrócić uwagę, że poza kilkoma projektami (Kamoa Kongo, Oyu Tulgoi II w Mongolii, Quebrada Blanca Phase 2 w Chile) obecnie na lata 2022-23 nie ma w fazie konstrukcji żadnych nowych projektów o zdolnościach produkcyjnych ponad 200 tys. ton miedzi rocznie. Z kolei CRU (Commodities Research Unit) oczekuje, że do 2034 roku produkcja górnicza miedzi spadnie do 12 mln ton (vs. około 20 mln ton obecnie), co powodować będzie prawie 15 mln ton niedoboru metalu rocznie. Ceny miedzi na poziomie 9000 tys. USD/t implikują, że w bieżącym roku EBITDA Grupy KGHM przekroczy 10 mld PLN, a na koniec 2021 roku KGHM prawdopodobnie spłaci swoje całe zadłużenie. To z kolei przy braku znaczących nowych projektów inwestycyjnych zwiększa szansę na wzrost dywidendy dla akcjonariuszy i poprawę postrzegania przez inwestorów zagranicznych. Podtrzymujemy rekomendację kupuj dla Grupy KGHM, a cenę docelową ustalamy na 222,05 PLN/akcja (wcześniej 230,25 PLN/akcja).

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	99	104	103
Srebro Grupa (ton)	1 417	1 352	1 225	1 232	1 233
Złoto Grupa (tys. troz)	220	194	216	217	214
Przepływy oper.	5 048	5 656	8 968	6 912	6 814
Amortyzacja	1 920	1 963	2 092	2 121	2 045
Kapitał obrotowy	1 227	1 172	998	-165	-26
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	-547	-2 147	-3 034
Dywidenda/buyback	0	0	-400	-2 000	-2 887
FCF	2 298	3 258	6 162	4 202	4 857
FCF/EBITDA	50%	72%	61%	47%	56%
CFO/EBITDA	97%	85%	89%	78%	79%

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
Miedź (USD/t)	9 000	9 000	9 000	9 000	9 000	9 000	9 000	9 000	9 000	9 000	9 000
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	31 523	30 220	30 014	29 899	29 596	27 926	27 886	27 838	27 690	27 559	27 567
EBITDA	10 059	8 878	8 602	8 417	8 099	7 448	7 252	7 033	6 783	6 503	6 455
marża EBITDA	25,3%	22,4%	21,8%	21,4%	20,6%	19,3%	18,5%	17,6%	16,4%	15,4%	15,2%
EBIT	7 967	6 757	6 557	6 412	6 093	5 391	5 154	4 895	4 531	4 248	4 197
Podatek	2 089	1 801	1 763	1 733	1 670	1 534	1 487	1 436	1 362	1 304	1 294
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	998	-165	-26	-15	-38	-211	-5	-6	-19	-17	1
FCF	6 162	4 202	4 857	4 676	4 359	3 633	3 652	3 446	3 144	2 926	2 904
PV FCF	5 796	3 643	3 881	3 443	2 959	2 273	2 106	1 831	1 540	1 321	
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

199,20 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

222,05 PLN

+11,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	222,05 PLN	2021-04-09
poprzednia	kupuj	230,25 PLN	2021-03-24
Podstawowe dane		KGH PW	vs. WIG
Ticker	KGHM PW	Zmiana 1M	+6,0% +4,2%
ISIN	PLKGHM000017	Zmiana YTD	+8,9% +4,6%
Liczba akcji (mln)	200,0	Średni obrót 1M	99,9 mln PLN
MC (mln PLN)	39 840,0	Średni obrót 6M	102,3 mln PLN
EV (mln PLN)	39 126,6	EV/EBITDA 12M fwd	4,7 -0,0%
Free float	63,2%	EV/EBITDA 5Y avg	4,7 dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	22 723	23 632	31 523	30 220	30 014
EBITDA skor.	5 229	6 623	10 059	8 878	8 602
marża EBITDA	23,0%	28,0%	31,9%	29,4%	28,7%
EBIT skor.	3 309	4 660	7 967	6 757	6 557
Zysk netto skor.	1 817	2 126	5 734	4 812	4 651
P/E skor.	21,9	18,7	6,9	8,3	8,6
P/BV	2,0	1,9	1,5	1,4	1,3
EV/EBITDA skor.	8,9	6,8	3,9	4,2	4,1
DPS	0,00	0,00	2,00	10,00	14,44
DYield	0,0%	0,0%	1,0%	5,0%	7,2%
Zmiana prognoz		2021P	2022P	2023P	
EBITDA (skor.)		-0,5%	-0,6%	-0,2%	
Zysk netto (skor.)		-0,4%	-1,0%	+0,5%	
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%	+0,1%	
Prod. srebro (ton)		0,0%	0,0%	0,0%	
Prod. molibden (mln lb)		0,0%	0,0%	0,0%	

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Aktywa	39 409	42 780	52 841	55 166	56 850
Aktywa trwałe	31 669	34 047	36 557	37 146	37 057
Kapitał własny	20 110	20 992	26 326	29 138	30 902
Udział mniejszości	92	89	89	89	89
Dług netto	6 857	4 813	-802	-2 857	-4 681
Dług netto/EBITDA (x)	1,5	1,1	-0,1	-0,3	-0,5
Dług netto/kap. wł. (x)	0,3	0,2	0,0	-0,1	-0,2

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
Minimum	6,0	6,1	6,1	1,2	1,4	3,3
Maksimum	34,5	21,6	230,4	10,7	11,1	16,0
Mediana	12,0	12,5	13,5	5,5	5,5	6,0
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	28 792
Dług netto	4 813
Inne korekty	366
Wycena DCF na akcję (PLN)	198,84

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	218,91
DCF	50%	198,84
Cena wynikowa		208,87
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		222,05

Paliwa

Lotos

kupuj (podtrzymana)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.kliszcz@mbank.pl

Aktualizując model o zaraportowane pełne wyniki za 2020 rok korygujemy nieznacznie nasze prognozy EBITDA'21-23 (średnio o 2%, głównie z/w na gorszy wynik segmentu rafineryjnego) i wycenę do 53,39 PLN/akcję, utrzymując rekomendację kupuj. Wysokie ceny surowców, odbudowa modelowej marży w rafinerii i powrót premii za kompleksowość przerobu (pogorszenie cracków na HSFO z uwagi na ceny ropy i „zaległy” efekt IMO) pozwolą na wzrost EBITDA LIFO do 2,9 mld PLN w perspektywie 2 lat. Lotos stanowi w naszej opinii najlepszą w sektorze ekspozycję na oczekiwany globalny sukces w procesie szczepień i przywrócenie pełnej mobilności. Pewne symptomy poprawy cracków już widać, a dodatkowym wsparciem może być powrót ropy irańskiej na rynek (rozszerzenie dyskonta na ciężkich gatunkach ropy). Każdy 1 USD/Bbl na modelowej marży to dodatkowe 0,3 mld PLN EBITDA (+17% do naszej prognozy dla roku 2021). Przypominamy też o planowanym zwiększeniu wydobycia ropy w 2022 roku (Lotos daje też bardziej optymistyczne prognozy dla wydobycia w 2021 vs nasz bazowy scenariusz: -105 vs -17%). Przy ograniczonych nakładach inwestycyjnych Spółka będzie w stanie generować ponadprzeciętne przepływy pieniężne (FCFF/EV'21-23=10%), co jeszcze bardziej ograniczy zadłużenie i pozwoli na bardziej hojne dywidendy (7% DYield). Na prognozach 2022-23 Spółka jest wyceniona na poziomie <4,0 EV/EBITDA LIFO, znacznie poniżej grupy porównywalnej. Potencjalnym pozytywnym katalizatorem może być też kwestia wezwania ze strony Orlenu (fuzja wymaga zgody akcjonariuszy mniejszościowych Lotosu).

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA LIFO skor.	2 852	1 726	1 597	2 425	2 866
upstream	621	469	762	996	885
rafineria	1 965	1 021	570	1 160	1 708
detal	259	253	266	269	273
EV/EBITDA LIFO skor.	3,8	5,7	6,7	4,1	3,3
Efekt LIFO	-141	-740	430	0	0
Inne zd. jednorazowe	141	740	-430	0	0
Saldo finansowe	-278	-256	-197	-198	-182
Przerób ropy mln ton	10,7	10,2	10,0	10,7	10,7
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	6,5	3,5	2,1	4,1	6,1
detal EBITDA/tonę	156	163	156	158	160
upstream \$ EBITDA/boe	21,4	16,2	33,2	35,5	36,1
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)	65	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
Marża+dyferencjał	3,2	5,2	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	25 687	25 097	25 719	25 726	25 733	25 740	25 746	25 752	25 770	25 786	25 786
EBITDA	1 136	1 429	1 981	1 963	1 945	1 926	1 902	1 881	1 859	1 846	1 846
marża EBITDA	4,4%	5,7%	7,7%	7,6%	7,6%	7,5%	7,4%	7,3%	7,2%	7,2%	7,2%
EBIT	351	620	1 167	1 116	1 190	1 156	1 116	1 083	1 048	1 020	1 020
Podatek	67	118	222	212	226	220	212	206	199	194	194
CAPEX	-592	-620	-727	-727	-727	-727	-727	-727	-727	-727	-826
Kapitał obrotowy	-1 098	451	-118	3	10	10	7	5	5	3	0
FCF	-621	1 142	914	1 027	1 002	989	970	953	938	928	826
PV FCF	-588	1 004	744	773	697	635	575	521	472	431	
WACC	7,5%	7,8%	8,0%	8,1%	8,2%	8,3%	8,4%	8,4%	8,5%	8,5%	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%

Cena bieżąca

45,15 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

53,39 PLN

+18,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	kupuj	53,39 PLN	2021-04-09	
poprzednia	kupuj	54,00 PLN	2021-03-25	
Podstawowe dane		LTS PW	vs. WIG	
Ticker	LTS PW	Zmiana 1M	-4,4%	-6,3%
ISIN	PLLOTOS00025	Zmiana YTD	+8,9%	+4,7%
Liczba akcji (mln)	184,9	Średni obrót 1M		32,1 mln PLN
MC (mln PLN)	8 347,0	Średni obrót 6M		38,9 mln PLN
EV (mln PLN)	11 276,9	EV/EBITDA 12M fwd	4,4	-16,6%
Free float	46,8%	EV/EBITDA 5Y avg	5,3	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	29 493	20 909	26 861	26 588	27 045
EBITDA	2 879	-307	1 897	2 425	2 866
marża EBITDA	9,8%	-1,5%	7,1%	9,1%	10,6%
EBIT	1 970	-1 397	834	1 268	1 736
Zysk netto	1 153	-1 146	454	692	1 122
P/E	7,2	-	18,4	12,1	7,4
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA	3,9	-	5,9	4,3	3,5
DPS	3,00	1,00	1,00	3,00	3,00
DYield	6,6%	2,2%	2,2%	6,6%	6,6%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
EBITDA LIFO			-2,6%	-1,7%	-1,4%
Zysk netto			-8,0%	-7,0%	-2,3%
Brent (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	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	733	2 762	2 527
CFO/EBITDA LIFO skor.	74%	-935%	39%	114%	88%
Capex	805	895	1 211	1 035	946
Kapitał obrotowy	5 523	3 554	4 652	4 201	4 319
Kapitał własny	12 715	11 574	11 927	12 065	12 632
Dług netto	2 900	1 928	2 930	2 182	1 563
Dług netto/EBITDA (x)	1,0	1,1	1,8	0,9	0,5

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
Minimum	3,2	5,2	0,3	2,1	2,5	2,6
Maksimum	30,9	48,8	20,1	19,2	16,0	13,2
Mediana	12,7	8,6	8,4	5,8	4,8	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	10 549
Dług netto	1 928
Petrobaltic	2 519
Wycena DCF na akcję (PLN)	60,26

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	40,18
DCF	50%	60,26
Cena wynikowa		50,22
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		53,39

MOL trzymaj (obniżona)

Kamil Kliszcz

+48 22 438 24 02

kamil.klischcz@mbank.pl

MOL poinformował w komunikacie na początku kwietnia, że wraz z węgierskim rządem powołuje fundację (MOL New Europe Foundation), która ma realizować cele z szeroko rozumianego zakresu CSR (wsparcie sportu, kultury, ochrony zdrowia i środowiska). Spółka jako współzałożyciel fundacji przekaże do tego podmiotu 5,2% posiadanych akcji własnych (42,98 mln sztuk), a kolejne 5,2% będzie pochodzić od węgierskiego rządu. Realizacja przez fundację wspomnianych celów ma być finansowana z dywidend z tych akcji, ale statut fundacji nie wyklucza ich sprzedaży. MOL będzie miał prawo do powołania 2 z 5 rady fundacji. Nie przewidziano mechanizmu odzyskania kontroli nad wspomnianym pakietem akcji, poza sytuacją rozwiązania fundacji. Taka decyzja jest jednoznacznie negatywna zarówno jeśli chodzi o aspekt „corporate governance” jak i techniczny wpływ na wycenę (korekta liczby akcji o akcje własne). Zdecydowaliśmy, że w związku z tym wydarzeniem podnosimy parametr Beta w wycenie DCF do 1,1, a liczbę akcji korygujemy tylko o akcje „zaparkowane” w ramach umowy swap z OTP. W efekcie bez zmiany prognoz obniżamy cenę docelową do 2 294 HUF (poprzednio 2 571 HUF) i wycofujemy się z pozytywnej rekomendacji, choć Spółka oferuje ciekawą ekspozycję na nasz bazowy scenariusz makro. Kontrowersyjna decyzja Zarządu niszczy jednak wartość akcjonariuszy i odbudowanie zaufania rynku na pewno zajmie sporo czasu.

Cena bieżąca

2 150 HUF

potencjał zmiany

Cena docelowa

2 294 HUF

+6,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	2 294 HUF	2021-04-09
poprzednia	kupuj	2 571 HUF	2021-03-25
Podstawowe dane			MOL HB vs. WIG
Ticker	MOL HB	Zmiana 1M	-5,5% -7,4%
ISIN	HU0000153937	Zmiana YTD	-1,8% -6,1%
Skor. I. akcji (mln)	779,3	Średni obrót 1M	2 501,0 mln HUF
MC (mln HUF)	1 675 555,9	Średni obrót 6M	2 370,7 mln HUF
EV (mln HUF)	2 988 230,1	EV/EBITDA 12M fwd	3,9 -8,5%
Free float	53,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,3 dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln HUF)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	5 267	4 011	5 029	4 902	5 064
EBITDA	685	579	699	623	720
marża EBITDA	13,0%	14,4%	13,9%	12,7%	14,2%
EBIT	294	67	214	139	234
Zysk netto	223	-16	136	85	163
P/E	7,5	-	12,3	19,7	10,3
P/BV	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA	3,7	5,0	4,3	4,8	4,0
DPS	142,44	0,00	102,65	102,65	102,65
DYield	6,6%	0,0%	4,8%	4,8%	4,8%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
CCS EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Marża+dyferencjał (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%
Marża petchem (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Brent (USD/Bbl)			0,0%	0,0%	0,0%

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln HUF)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA LIFO skor.	709	630	671	623	720
upstream	305	210	348	290	266
rafineria	169	149	73	129	203
detal	83	81	94	41	83
petchem	137	156	153	162	168
gaz	54	62	42	42	42
koszty ogólne	-40	-28	-40	-41	-42
EV/EBITDA LIFO skor.	3,6	4,6	4,5	4,8	4,0
Efekt LIFO	-20	-62	28	0	0
Inne zd. jednorazowe	-4	12	0	0	0
Saldo finansowe	-18	-108	-16	-12	-15
raf. EBITDA LIFO USD/Bbl	4,6	3,8	2,0	3,5	5,5
upstream \$ EBITDA/boe	28,3	16,8	31,2	28,9	27,2
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

Model DCF (bez segmentu wydobywczego)

(mln HUF)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
Brent (USD/Bbl)	65	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
Marża+dyferencjał USD/HUF	1,6	3,6	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2
Przychody	4 518	4 459	4 638	4 769	4 891	5 016	5 145	5 277	5 412	5 552	5 552
EBITDA	350	332	454	499	509	512	514	516	517	517	517
marża EBITDA	7,8%	7,5%	9,8%	10,5%	10,4%	10,2%	10,0%	9,8%	9,5%	9,3%	9,3%
EBIT	87	52	167	207	235	238	239	236	231	224	209
Podatek	16	10	32	39	45	45	45	45	44	42	40
CAPEX	-420	-389	-340	-295	-295	-296	-296	-300	-304	-308	-308
Kapitał obrotowy	-110	14	-18	-11	-10	-11	-11	-12	-13	-12	0
FCF	-196	-53	64	155	159	160	161	159	156	154	169
PV FCF	-186	-46	53	118	112	105	97	88	80	73	
WACC	7,3%	7,3%	7,5%	7,8%	8,0%	8,1%	8,3%	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln HUF)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	1,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 565
Dług netto i korekty	720
Segment wydobywczy	841
Wycena DCF na akcje (HUF)	2 164

Wycena

(HUF)	waga	cena
Porównawcza	50%	2 137
DCF	50%	2 164
Cena wynikowa		2 150
Koszt kapitału 9M		6,7%
Cena docelowa za 9M		2 294

Enea zawieszona (podtrzymana)

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

Enea ze swoimi relatywnie nisko emisyjnymi aktywami węglowymi nie jest aż tak wrażliwa na zmianę naszego scenariusza dla uprawnień CO₂ jak PGE. Prognozy skonsolidowanego EBITDA'21-23 przy tych założeniach korygujemy tylko o około 3%, a spadki w wytwarzaniu kompensują pozostałe obszary: obrót (efekt zawiązanej rezerwy w 4Q w poczet kosztów 2021 r.), dystrybucja (pozytywne zaskoczenie 4Q'20 podnosi krzywą prognoz) oraz wydobycie (zmniejszamy skalę spadków cen węgla). Oczywiście wciąż kluczowym tematem jest transformacja i prognozy wyników w „starym” układzie aktywów mają drugorzędne znaczenie. Proces wydzielenia aktywów węglowych jest we wstępnej fazie i jesteśmy sceptyczni, co do szybkiego przedstawienia głównych założeń. Wydaje się że najbardziej prawdopodobne jest podejście oparte na kryterium zdolności obsługi zadłużenia (NABE będzie musiała zapewnić sobie finansowanie dla tego procesu), co oznaczałoby, że Enea w tej operacji wraz z elektrowniami i kopalnią „oddałaby” nawet 3,0 mld PLN długu (przy wskaźniku 2x DN/EBITDA), a „czyste” aktywa byłyby wyceniane zaledwie na 3,2x EV/EBITDA (głównie dystrybucja i obrót bez istotnego komponentu OZE). Implikowałoby to największy potencjał wzrostowy w sektorze w scenariuszu re-ratingu mnożników (przy 6,0x EV/EBITDA wycena porównawcza implikuje cenę 15,7 PLN). Oczywiście nie ma co dzielić skóry na niedźwiedziu, ale podtrzymujemy opinię, że akcje Enei stanowią najciekawsza opcję na pozytywny scenariusz transformacji sektora. Nadal jednak z uwagi na dużą niepewność nasza rekomendacja pozostaje zawieszona.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA skor.	3 285	3 220	3 331	3 202	3 161
EBITDA	3 338	3 302	3 331	3 202	3 161
wytwarzanie	1 594	1 530	1 299	1 115	1 022
wydobycie	771	470	627	697	697
dystrybucja	1 092	1 313	1 246	1 210	1 242
obrót	-50	-15	160	161	183
pozostałe	-45	20	16	34	32
Saldo finansowe	-913	-897	-252	-225	-201
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	8,0	8,0	9,0
WRA w mld PLN	8,4	8,7	9,0	9,4	9,7
zwrot na WRA (EBIT)	5,9%	7,8%	6,6%	5,8%	6,0%

Cena bieżąca 6,83 PLN
Cena docelowa -

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	zawieszona		2021-04-09	
poprzednia	zawieszona		2020-12-08	
Podstawowe dane			ENA PW	vs. WIG
Ticker	ENA PW	Zmiana 1M	+5,1%	+3,2%
ISIN	PLENEA000013	Zmiana YTD	+4,5%	+0,3%
Liczba akcji (mln)	441,4	Średni obrót 1M		3,6 mln PLN
MC (mln PLN)	3 015,1	Średni obrót 6M		3,6 mln PLN
EV (mln PLN)	9 747,3	EV/EBITDA 12M fwd	3,2	-19,3%
Free float	48,5%	EV/EBITDA 5Y avg	4,0	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	16 401	18 195	16 489	19 076	19 148
EBITDA	3 338	3 302	3 331	3 202	3 161
marża EBITDA	20,4%	18,1%	20,2%	16,8%	16,5%
EBIT	1 784	-1 706	1 721	1 583	1 544
Zysk netto	423	-2 268	1 117	1 010	998
P/E	7,1	-	2,7	3,0	3,0
P/BV	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	3,2	3,2	2,9	2,6	2,5
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,46
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	6,7%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
EBITDA			-2,2%	-1,2%	-5,9%
Zysk netto			-8,5%	-9,2%	-17,3%
Energia (PLN/MWh)			-0,9%	+13,2%	+10,9%
Węgiel (PLN/t)			+6,3%	+6,3%	+6,3%
CO2 (EUR/t)			+33,3%	+28,2%	+23,3%

Bilans i CF

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF operacyjny	2 145	3 158	3 209	3 669	2 961
CFO/EBITDA	64%	96%	96%	115%	94%
Capex	2 077	2 383	2 156	1 936	1 884
Kapitał obrotowy	1 586	1 224	1 109	1 284	1 288
Kapitał własny	14 456	12 037	13 154	14 164	14 960
Dług netto	6 669	6 403	5 602	4 095	3 421
Dług netto/EBITDA (x)	2,0	1,9	1,7	1,3	1,1

PGE zawieszona (podtrzymana)

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

Nowy scenariusz dla cen energii i CO₂ antycypujący obecne tendencje rynkowe, implikuje rewizję naszych dotychczasowych prognoz EBITDA średnio 10% dla okresu 2021-23. Uwzględniamy także sprzedaż udziałów w spółce jądrowej (obniżamy capex'21 o 371 mln PLN) i zatwierdzone ramy wsparcia dla offshore (wpływ na wyniki po 2025 r.). PGE z uwagi na duży udział wysoko emisyjnych elektrowni opalanych węglem brunatnym najmocniej w sektorze odczuwa skokowy wzrost notowań uprawnień. Oczywiście rentowność w wytwarzaniu już od dłuższego czasu ma ograniczonym wpływ na kurs Spółki, gdyż kluczową kwestią jest planowana transformacja sektora i wydzielenie aktywów węglowych do osobnego podmiotu. Nadal nie znamy oczywiście szczegółów operacyjnych i finansowych tego procesu (naszym zdaniem raczej nie poznamy ich w najbliższych miesiącach), ale jego realizacja będzie oznaczać re-rating całego sektora. Przy naszych założeniach dotyczących transferu zadłużenia, wycena porównawcza przy 6,0x EV/EBITDA dla nowej „czystej” spółki implikowałaby cenę akcji PGE na poziomie 12,9 PLN (obecnie rynek teoretycznie „płaci” za czystą spółkę 3,8x EV/EBITDA'21-23). Zwracamy jednak uwagę, że bardzo istotne z punktu widzenia koncernu jest to jak „potraktowane” przy transformacji zostaną rezerwy na rekultywację (w PGE aż 6,1 mld PLN netto), które obecnie przy wycenie są „dodawane” do długu netto. Możliwych wariantów jest obecnie zbyt dużo aby przedstawić rzetelną wycenę Spółki i dlatego nasza rekomendacja pozostaje zawieszona

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA skor.	6 636	6 177	6 702	5 886	6 257
Energetyka konw.	2 698	1 905	1 687	1 042	1 356
Ciepłownictwo	926	928	1 177	1 057	1 022
OZE	519	597	778	883	907
Dystrybucja	2 340	2 331	2 415	2 258	2 334
Sprzedaż	181	637	608	600	593
Pozostałe	-28	-221	38	45	45
Saldo finansowe	-528	-1 094	-388	-376	-351
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	14,4	14,1	13,8
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%

Cena bieżąca 7,25 PLN
Cena docelowa -

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	zawieszona		2021-04-09
poprzednia	zawieszona		2020-12-08
Podstawowe dane			PGE PW vs. WIG
Ticker	PGE PW	Zmiana 1M	+7,5% +5,6%
ISIN	PLPGER000010	Zmiana YTD	+11,5% +7,3%
Liczba akcji (mln)	1 869,8	Średni obrót 1M	21,4 mln PLN
MC (mln PLN)	13 552,2	Średni obrót 6M	19,9 mln PLN
EV (mln PLN)	19 856,4	EV/EBITDA 12M fwd	4,0 -4,6%
Free float	42,6%	EV/EBITDA 5Y avg	4,2 dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	37 627	45 766	40 856	48 296	48 338
EBITDA	7 141	5 966	6 702	5 886	6 257
marża EBITDA	19,0%	13,0%	16,4%	12,2%	12,9%
EBIT	-4 175	1 408	2 330	1 446	1 832
Zysk netto	-3 961	110	1 505	812	1 147
P/E	-	123,2	9,0	16,7	11,8
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	3,6	3,6	3,0	2,8	2,9
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,22
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,0%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
EBITDA			-3,9%	-14,5%	-11,7%
Zysk netto			-9,9%	-47,5%	-28,5%
Energia (PLN/MWh)			-0,9%	+13,1%	+10,7%
Węgiel (PLN/t)			+6,3%	+6,3%	+6,3%
CO2 (EUR/t)			+33,3%	+28,2%	+23,3%

Bilans i CF

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF operacyjny	6 820	10 256	7 769	9 525	5 733
CFO/EBITDA	103%	166%	116%	162%	92%
Capex	6 907	5 930	5 414	5 734	6 354
Kapitał obrotowy	7 818	6 578	6 040	6 966	7 028
Kapitał własny	42 289	42 518	44 023	44 835	45 576
Dług netto	10 995	7 220	5 253	1 838	3 217
Dług netto/EBITDA (x)	1,5	1,2	0,8	0,3	0,5

Tauron zawieszona (bez zmian)

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

Nieudana sprzedaż spółki ciepłowniczej i brak konkretnych rozstrzygnięć w zakresie przyszłości deficytowych kopalni to główne przyczyny pogorszenia sentymentu do Tauronu w pierwszych miesiącach tego roku. Ostatnie dni przyniosły jednak odrodzenie optymizmu w temacie transformacji sektora (przy braku konkretnych katalizatorów), a to właśnie ta kwestia stanowi od dłuższego czasu główną determinantę notowań. Trudno ocenić na ile najbliższe tygodnie przyniosą rozstrzygnięcia w tej materii, ale fakt że przynajmniej w zakresie reformy górnictwa czas nagli i rząd musi przedstawić w końcu finalny projekt do notyfikacji w KE. Ewentualne pozbycie się segmentu wydobywczego (EBITDA'20 -157 mln PLN i CAPEX'20 -345 mln PLN) byłoby oczywiście pozytywną informacją (biorąc pod uwagę aktualne wskaźniki EV/EBITDA Tauronu na tle PGE/Enei jest to już jednak w dużym stopniu zdyskontowane), ale równie prawdopodobnym scenariuszem jest pozostawienie tych kopalni w Grupie, przy zapewnieniu corocznej pomocy publicznej. Jeśli chodzi natomiast o projekt transformacji energetyki, łącznie z wydzieleniem elektrowni do NABE to nadal uważamy że rynek zbyt optymistycznie podchodzi do harmonogramu tego procesu. Nieco więcej piszemy o tym w sektorowej części tego raportu. Oczywiście nie mamy wątpliwości, że realizacja tego scenariusza oznaczać będzie re-rating sektora, co w przypadku Tauronu mogłoby implikować wycenę porównawczą na poziomie 4,7 PLN/akcję (@6,0x EV/EBITDA). Zwracamy jednak uwagę, że analogiczne ćwiczenie w przypadku Enei czy PGE implikuje jednak większe potencjały wzrostu w relacji do aktualnego kursu. Rekomendacja inwestycyjna pozostaje zawieszona, ale aktualizujemy nasze prognozy w oparciu o nowy scenariusz cen energii/CO2.

Rachunek wyników i dane operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA skor.	3 352	3 766	3 682	3 885	3 939
wytwarzanie+ciepło	616	343	493	433	418
wydobycie	-500	-157	-136	106	96
dystrybucja	2 606	2 598	2 580	2 509	2 574
obrót	429	683	461	468	475
OZE	368	297	329	366	373
pozostałe	80	34	15	2	4
Saldo finansowe	-312	-641	-337	-329	-311
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	14,0	14,0	14,0
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%

Cena bieżąca 2,91 PLN

Cena docelowa -

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	zawieszona		2020-12-08

Podstawowe dane			TPE PW	vs. WIG
Ticker	TPE PW	Zmiana 1M	+10,6%	+8,7%
ISIN	PLTAURN00011	Zmiana YTD	+6,7%	+2,5%
Liczba akcji (mln)	1 752,5	Średni obrót 1M		12,7 mln PLN
MC (mln PLN)	5 091,2	Średni obrót 6M		11,2 mln PLN
EV (mln PLN)	19 753,2	EV/EBITDA 12M fwd	4,9	+4,6%
Free float	59,6%	EV/EBITDA 5Y avg	4,6	premija

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	20 065	20 434	19 639	21 846	22 060
EBITDA	3 421	4 052	3 742	3 885	3 939
marża EBITDA	17,1%	19,8%	19,1%	17,8%	17,9%
EBIT	199	-1 015	1 519	1 595	1 632
Zysk netto	-11	-2 485	957	1 026	1 069
P/E	-	-	5,3	5,0	4,8
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	5,6	4,9	5,3	4,9	4,7
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
EBITDA			+0,5%	+1,3%	+1,0%
Zysk netto			-3,8%	-2,6%	-4,4%
Energia (PLN/MWh)			-0,9%	+13,2%	+10,9%
Węgiel (PLN/t)			+6,3%	+6,3%	+6,3%
CO2 (EUR/t)			+33,3%	+28,2%	+23,3%

Bilans i CF

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF operacyjny	2 036	4 042	3 370	4 051	3 651
CFO/EBITDA	59%	100%	90%	104%	93%
Capex	4 035	3 908	3 123	2 921	2 807
Kapitał obrotowy	1 370	1 337	1 284	1 428	1 442
Kapitał własny	18 192	15 519	16 476	17 501	18 571
Dług netto	13 076	13 678	13 768	12 967	12 434
Dług netto/EBITDA (x)	3,0	2,6	2,9	2,5	2,4

Gaming

11 bit studios

sprzedaj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Kurs 11B pozytywnie reagował w ostatnim czasie dyskontując zapowiadane opublikowanie dodatkowych informacji o kolejnych produkcjach własnych przy okazji konferencji wynikowej za 2020 rok. Zgodnie z poprzednią aktualizacją od spółki, Projekt 8 miał zmieniany silnik co efektywnie wpłynęło na postępy pracy nad grą. W naszych założeniach przyjmujemy, że najbliższa produkcja własna od 11B zostanie wydana w 2023 roku. W 2021 roku wyniki spółki nie powinny być istotnie wspierane przez wydawane produkcje. Biorąc powyższe pod uwagę, oczekujemy gorszych wyników r/r w 2021 roku. Oczekujemy zwiększenia aktywności wydawniczej spółki od 2022 roku. Naszym zdaniem optymizm przed konferencją wynikową może być przesadzony i wykorzystaliśmy obecny poziom ceny akcji do realizacji zysków na 11B.

Cena bieżąca 553,00 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 493,00 PLN **-10,8%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	sprzedaj	493,00 PLN	2021-03-02

Podstawowe dane			11B PW	vs. WIG
Ticker	11B PW	Zmiana 1M	+1,7%	-0,2%
ISIN	PL11BTS00015	Zmiana YTD	+16,7%	+12,4%
Liczba akcji (mln)	2,4	Średni obrót 1M		2,9 mln PLN
MC (mln PLN)	1 347,8	Średni obrót 6M		3,5 mln PLN
EV (mln PLN)	1 243,3	EV/EBITDA 12M fwd	30,8	+81,7%
Free float	79,4%	EV/EBITDA 5Y avg	16,9	premija

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	71,2	93,1	76,2	205,6	246,8
EBITDA	30,3	53,6	36,6	154,1	190,0
marża EBITDA	42,5%	57,6%	48,0%	75,0%	77,0%
EBIT	23,9	43,3	25,7	138,5	171,5
Zysk netto	20,8	38,8	24,4	121,2	148,9
P/E	64,7	34,7	55,3	11,1	9,1
P/BV	11,3	8,5	7,3	4,4	3,0
EV/EBITDA	42,1	23,4	34,0	7,5	5,4
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Frostpunk (S)			0,0%	0,0%	0,0%
Projekt 8 (S)			0,0%	0,0%	0,0%
Wydawnicza (S)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
TWOM (S)	13,7	17,2	16,2	15,4	14,6
Frostpunk (S)	44,3	57,2	27,4	26,4	18,6
Projekt 8 (S)	0,0	0,0	0,0	125,4	78,4
Zewn. projekty (S)	25,5	21,6	47,1	94,6	127,7
Usługi obce	-26,4	-26,3	-27,6	-39,4	-44,7
OCF/EBITDA	137,5%	87,8%	104,6%	73,9%	84,3%
Przepływy oper.	41,6	47,0	38,3	113,9	160,2
Amortyzacja	6,4	10,3	10,9	15,6	18,5
Kapitał obrotowy	-1,9	1,2	3,0	-22,9	-7,3
Przepływy inw.	-49,3	-24,2	-27,8	-30,6	-33,7
CAPEX	-14,4	-25,2	-27,8	-30,6	-33,7
CFO/EBITDA	-167%	-72%	0%	0%	0%
FCF	6,3	14,8	-4,7	94,0	120,6
FCF/EBITDA	21%	28%	-13%	61%	63%
FCF Yield	1%	1%	0%	9%	11%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
TWOM (tys. szt.)	435	413	392	373	0	0	0	0	0	0	0
Frostpunk (tys. szt.)	1 008	669	636	477	358	268	174	174	174	174	0
Kolejne projekty (tys. szt.)	0	1 750	2 711	2 169	2 116	3 140	2 709	2 477	2 265	0	0
Przychody	93	76	206	247	208	171	215	217	179	130	137
EBITDA	54	37	154	190	151	113	155	160	124	93	98
marża EBITDA	57,5%	48,0%	75,0%	77,0%	72,4%	65,9%	72,0%	73,6%	69,1%	71,3%	71,3%
EBIT	43	26	139	171	135	100	141	146	120	89	94
Podatek	3	3	14	17	14	10	14	15	12	9	9
CAPEX	-25	-28	-31	-34	-37	-41	-45	-50	-55	-60	-34
Kapitał obrotowy	-10	-11	-16	-19	-15	-13	-14	-14	-4	-4	-4
FCF	15	-5	94	121	85	49	82	82	53	20	55
PV FCF	14	-4	78	92	60	32	49	45	27	9	9
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	5,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 149
Dług netto	-72
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	500,80

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	426,00
DCF	50%	500,80
cena wynikowa		463,40
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		493,00

CD Projekt redukuje (obniżona)

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

Kurs CD Projekt był pod istotną presją po opublikowaniu strategii na kolejne lata dnia 30 marca 2021. Naszym zdaniem inwestorów rozczarował brak konkretnych informacji dotyczących harmonogramu wydawniczego na kolejne lata. Jednocześnie zarząd spółki poinformował, że Cyberpunk Online nie będzie dodatkową grą, tylko rozszerzeniem do podstawowej wersji gry. Dodatkowo Cyberpunk Online nie będzie również kolejną grą wydaną przez CD Projekt. Ponadto wydany w marcu patch do Cyberpunk 2077 spotkał się z chłodnym przyjęciem przez graczy. Gra nadal nie została przywrócona do sprzedaży na PS Store. Zwracamy uwagę, na istotny spadek liczby graczy na Steam oraz na niską ocenę graczy z ostatnich 30 dni na Steam (tylko 59%). Naszym zdaniem sprzedaż Cyberpunk 2077 w 1Q'21 będzie słaba pomimo promocji (-50% od pierwszej ceny) wprowadzanych na fizyczne kopie gry oraz promocji -20% w marcu 2021 na Steam. Obniżamy nasze szacunki dotyczące wolumenu sprzedaży do 11 mln sztuk w 2021 roku oraz ceny sprzedaży w 2021 roku do -40% względem pierwszej ceny vs. -30% wcześniej. Obniżamy również szacunki sprzedaży dla kolejnych lat oraz konserwatywnie zakładamy minimalny wynik wygenerowany na wersji Online Cyberpunk 2077. Uwzględniając niższe szacunki, korygujemy w dół naszą cenę docelową i obniżamy rekomendację do redukcji.

Cena bieżąca 183,00 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 172,60 PLN **-5,7%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	redukcji	172,60 PLN	2021-04-09
poprzednia	trzymaj	232,00 PLN	2021-03-02
Podstawowe dane			CDR PW vs. WIG
Ticker	CDR PW	Zmiana 1M	-21,1% -23,0%
ISIN	PLOPTTC00011	Zmiana YTD	-33,4% -37,6%
Liczba akcji (mln)	104,8	Średni obrót 1M	205,2 mln PLN
MC (mln PLN)	19 172,9	Średni obrót 6M	299,7 mln PLN
EV (mln PLN)	16 938,3	EV/EBITDA 12M fwd	15,0 -39,3%
Free float	70,1%	EV/EBITDA 5Y avg	24,7 dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	521	2 108	1 430	967	956
EBITDA	218	1 476	1 071	619	597
marża EBITDA	41,8%	70,0%	74,9%	64,0%	62,5%
EBIT	180	1 181	790	609	587
Zysk netto	175	1 091	733	567	545
P/E	-	17,6	26,2	33,8	35,2
P/BV	15,9	8,7	7,1	6,6	6,6
EV/EBITDA	78,6	11,9	15,8	27,3	28,7
DPS	1,05	0,00	2,08	0,00	0,00
DYield	0,6%	0,0%	1,1%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
EBITDA			-36,2%	-41,3%	-41,4%
Zysk netto			-45,7%	-41,6%	-41,8%
W3 (S)			-	-	-
Gwint (S)			0,0%	0,0%	0,0%
C2077 (S)			-37,2%	-42,9%	-36,6%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Prod. Gier (S)	369	1 824	1 202	735	711
Prod. Gier (EBIT)	177	1 141	770	588	562
Prod. Gier (marża)	47,9%	62,6%	64,1%	80,0%	79,0%
GOG.com (S)	162,3	290,4	228,5	231,9	244,6
GOG.com (EBIT)	3,6	39,4	19,9	21,0	24,9
GOG.com (marża)	2,2%	13,6%	8,7%	9,0%	10,2%
Przepływy oper.	217	1 500	1 013	573	549
Amortyzacja	8	9	9	9	9
Kapitał obrotowy	-128	69	6	4	0
Przepływy inv.	-174	-253	-182	-196	-210
CAPEX	-92	-17	-11	-12	-13
Nakłady na produkcję	-165	-189	-171	-184	-197
FCF	-180	1 242	832	378	339
FCF/EBITDA	78%	61%	57%	48%	85%
CFO/EBITDA	95%	93%	92%	92%	92%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
W3 (tys. szt.)	1 905	1 426	1 380	1 165	0	0	0	0	0	0	0
C2077 (tys. szt.)	14 500	12 650	9 200	7 130	6 900	5 750	3 450	0	0	0	0
Gra AAA (tys. szt.)						18 000	21 000	12 600	14 490	7 245	0
Przychody	2 108	1 430	967	956	869	3 524	2 547	1 367	1 494	1 010	1 010
EBITDA	1 476	1 071	619	597	500	3 025	2 096	978	1 088	616	616
marża EBITDA	70,0%	74,9%	64,0%	62,5%	57,5%	85,8%	82,3%	71,5%	72,8%	61,0%	61,0%
EBIT	1 181	790	609	587	490	2 614	1 985	967	677	505	505
Podatek	96	63	49	48	41	204	155	77	55	42	42
CAPEX	-207	-182	-196	-210	-220	-222	-229	-237	-244	-252	-252
Kapitał obrotowy	69	6	4	0	1	-23	8	10	-1	4	4
FCF	1 242	832	378	339	239	2 576	1 719	674	787	325	911
PV FCF	1 170	722	302	250	162	1 614	993	359	386	147	-
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%

Wskaźniki

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Wiedźmin 3 (S)	358	334	115	113	95
Gwint (S)	19	21	19	20	19
Cyberpunk 2077 (S)	0	1 505	1 076	619	624
Produkcja w toku	386	286	185	368	564
Środki pieniężne	49	1 301	1 920	1 938	1 717
Dług netto	-461	-1 594	-2 213	-2 232	-2 011
Dług netto/EBITDA (x)	-2,1	-1,1	-2,1	-3,6	-3,4

Analiza porównawcza

	P/E 12M fwd 4Y avg	EV/EBIT 12M fwd 4Y avg
Minimum	18,3	6,9
Maksimum	22,2	13,2
Mediana	21,0	11,7
waga	50%	50%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	4,0%
Zdyskontowana wartość FCF	9 153
Dług netto	-461
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	151,30

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	173,30
DCF	50%	151,30
cena wynikowa		162,30
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		172,60

PlayWay akumuluj (podwyższona)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Po rozczarowującej premierze Rustler w formule Early Access, premiery Lust From Beyond, Mr. Prepper oraz The Tennants (również formuła EA) można ocenić pozytywnie. Zgodnie z kalendarzem wydawniczym zamieszczonym na stronie spółki w kwietniu nie powinno być istotnych premier gier. Pod koniec kwietnia opublikowane wyniki za 4Q'20, które ze względu na brak premier w tym okresie nie powinny przynieść pozytywnego zaskoczenia. Kurs PLW uległ istotnej korekcie w ostatnim czasie i naszym zdaniem wyczerpał już potencjał do spadku. Oczekujemy kolejnych premier w następnych miesiącach co powinno wspierać wyniki Grupy i sentyment do PLW. Uwzględniając spadek kursu spółki, podnosimy naszą rekomendację z trzymaj do akumuluj bez zmiany ceny docelowej.

Cena bieżąca

548,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

590,00 PLN

+7,7%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	akumuluj	590,00 PLN	2021-04-09
poprzednia	trzymaj	590,00 PLN	2020-12-08
Podstawowe dane			PLW PW vs. WIG
Ticker	PLW PW	Zmiana 1M	-4,9% -6,8%
ISIN	PLPLAYW00015	Zmiana YTD	-13,4% -17,7%
Liczba akcji (mln)	6,6	Średni obrót 1M	1,9 mln PLN
MC (mln PLN)	3 616,8	Średni obrót 6M	3,3 mln PLN
EV (mln PLN)	3 437,6	EV/EBITDA 12M fwd	14,6 +17,1%
Free float	18,2%	EV/EBITDA 5Y avg	12,5 premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	131	183	398	386	412
EBITDA	83	126	319	306	328
marża EBITDA	63,5%	68,8%	80,1%	79,2%	79,7%
EBIT	82	125	317	304	327
Zysk netto	87	191	195	183	196
P/E	41,6	19,0	18,5	19,8	18,4
P/BV	20,7	11,0	9,3	8,3	7,2
EV/EBITDA	42,6	27,7	10,8	11,1	10,2
DPS	3,22	9,46	20,24	20,69	19,37
DYield	0,6%	1,7%	3,7%	3,8%	3,5%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Sprzedaż PC			0,0%	0,0%	0,0%
Sprzedaż konsole			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Zapasy	24	25	28	31	35
Należności	14	19	41	40	43
Zobowiązania	3	4	8	8	8
Jednostki Stowarzyszone	46	147	147	147	147
Przepływy oper.	43	68	175	181	192
Amortyzacja	1	1	1	1	1
Kapitał obrotowy	-28	-19	-21	-3	-6
Przepływy inw.	-2	34	-1	-1	-1
CAPEX	-1	-1	-1	-1	-1
Przepływy fin.	-12	-22	-134	-137	-128
Emisje	10,994	46,17	0	0	0
Dywidenda/buyback	-21	-62	-134	-137	-128
FCF	37	80	172	178	188
FCF/EBITDA	44%	63%	54%	58%	57%
CFO/EBITDA	52%	54%	55%	59%	58%

Wskaźniki

(mln PLN)	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Koszty usług obcych	30	35	40	41	42
narzut na sprzedaż	23,3%	19,2%	10,1%	10,6%	10,2%
Koszty wynagrodzeń	14	16	17	18	18
narzut na sprzedaż	10,5%	8,7%	4,2%	4,5%	4,5%
Środki pieniężne	99	179	219	262	325
Dług netto	-99	-177	-218	-261	-323
Dług netto/EBITDA (x)	-1,2	-1,4	-0,7	-0,9	-1,0

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
Minimum	9,5	10,1	11,1	5,4	4,8	4,3
Maksimum	216,7	208,6	189,1	27,6	35,5	21,7
Mediana	28,3	29,2	25,6	16,5	14,7	11,6
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Sprzedaż PC	147	306	297	317	316	336	373	392	404	415	0
Sprzedaż konsole	35	92	89	95	95	100	111	117	121	124	0
Udziałowcy mniejsz.	18	93	94	101	101	108	121	128	132	136	0
Przychody	183	398	386	412	411	437	484	509	525	539	552
EBITDA	126	319	306	328	326	348	391	413	426	437	448
marża EBITDA	69%	80%	79%	80%	79%	80%	81%	81%	81%	81%	81%
EBIT	125	317	304	327	325	347	390	411	424	435	446
Podatek	17	32	30	33	32	35	39	41	42	44	44
CAPEX	-1	-1	-1	-1	-1	-2	-2	-2	-2	-2	-2
Kapitał obrotowy	-19	-21	-3	-6	-4	-7	-10	-8	-8	-9	-9
FCF	80	172	178	188	188	199	222	236	243	249	256
PV FCF	77	154	147	143	132	128	132	129	123	116	-
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,5%
Zdyskontowana wartość FCF	3 271
Dług netto	-99
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	510,56

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	599,10
DCF	50%	510,60
cena wynikowa		554,85
koszt kapitału 9M		6,4%
cena docelowa za 9M		590,00

Ten Square Games kupuj (podtrzymana)

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

W marcu spółka przy okazji publikacji wyników przedstawiła aktualizację strategii na kolejne lata w ramach której zapowiedziała premierę 6 kolejnych gier w formule soft launch (po 3 trzy premiery odpowiednio w 2021 i 2022 roku – w naszej prognozie uwzględnialiśmy dwa tytuły). Spółka nadal szuka celów akwizycyjnych. Na początku kwietnia spółka opublikowała wstępne dane za 1Q'21 (+78% r/r do 132 mln PLN). Na uwagę zasługuje Hunting Clash, którego sprzedaż w 1Q'21 stanowiła 16% całkowitej sprzedaży TEN, a w poszczególnych miesiącach sprzedaż rosła o odpowiednio 50%/18%/33% m/m w styczniu/lutym/marcu 2021 r. Jest to znacznie szybsze tempo budowania sprzedaży niż w przypadku Fishing Clash, co stanowi dobry prognostyk na przyszłość. Korygujemy nasze prognozy uwzględniając nieco niższą sprzedaż Fishing Clash oraz zakładając lepszą sprzedaż Hunting Clash (podnosimy również szacunki nakładów na marketing dla tej produkcji). Uwzględniając powyższe oraz korektę kursów spółek porównywalnych obniżamy naszą cenę docelową bez zmiany rekomendacji.

Cena bieżąca 496,60 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 702,00 PLN **+41,4%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	702,00 PLN	2021-04-09
poprzednia	kupuj	724,00 PLN	2020-12-08
Podstawowe dane			TEN PW vs. WIG
Ticker	TEN PW	Zmiana 1M	-1,9% -3,7%
ISIN	PLTSQGM00016	Zmiana YTD	-9,9% -14,1%
Liczba akcji (mln)	7,4	Średni obrót 1M	11,2 mln PLN
MC (mln PLN)	3 677,3	Średni obrót 6M	14,6 mln PLN
EV (mln PLN)	3 296,2	EV/EBITDA 12M fwd	12,1 -7,2%
Free float	58,3%	EV/EBITDA 5Y avg	13,1 dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	241,1	578,2	1 013,8	1 102,6	1 318,2
EBITDA	85,7	174,0	251,0	286,1	306,1
marża EBITDA	35,6%	30,1%	24,8%	25,9%	23,2%
EBIT	84,6	171,8	247,0	281,7	300,9
Zysk netto	76,4	151,6	222,3	253,6	270,8
P/E	47,3	24,3	16,5	14,5	13,6
P/BV	39,2	15,4	10,6	8,5	7,2
EV/EBITDA	41,3	19,8	13,1	11,3	10,1
DPS	3,75	3,70	15,35	22,52	25,68
DYield	0,8%	0,7%	3,1%	4,5%	5,2%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
Sprzedaż			+29,3%	+25,8%	+31,1%
EBITDA			-8,2%	-3,9%	-11,4%
Zysk netto			-7,5%	-3,3%	-11,0%
Sprzedaż (Fishing Clash)			-7,1%	-9,7%	-3,7%
Sprzedaż (pozostałe tytuły)			+47,3%	-10,3%	+18,1%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Sprzedaż (Fishing Clash)	207	562	635	660	693
Sprzedaż (Let's Fish)	15	16	16	16	16
Sprzedaż (Wild Hunt)	10	15	18	19	21
Sprzedaż (pozostałe)	11	16	158	138	292
MBNS	95,3%	95,6%	82,4%	85,4%	76,0%
Przepływy oper.	66	194	265	242	334
Amortyzacja	1	2	4	4	5
Kapitał obrotowy	-12	-31	39	-16	58
Przepływy inw.	-4	-5	-7	-8	-9
CAPEX	-3	-4	-7	-8	-9
Przepływy fin.	-27	-28	-114	-167	-190
Dywidenda/buyback	-27	-27	-114	-167	-190
FCF	62	120	258	235	325
FCF/EBITDA	73%	53%	94%	76%	104%
CFO/EBITDA	77%	111%	106%	85%	109%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
Sprzedaż (Fishing Cl:	635	660	693	728	764	741	719	697	676	656	0
Sprzedaż (Wild Hunt)	18	19	21	23	26	28	31	34	38	42	0
Sprzedaż (Pozostałe)	158	138	292	272	288	305	324	344	365	385	0
Przychody	1 014	1 103	1 318	1 365	1 452	1 484	1 522	1 568	1 618	1 673	1 724
EBITDA	275	310	312	310	318	309	302	297	293	290	299
marża EBITDA	27,1%	28,1%	23,7%	22,7%	21,9%	20,8%	19,8%	18,9%	18,1%	17,3%	17,3%
EBIT	247	282	301	305	312	303	296	291	286	283	292
Podatek	25	28	30	30	31	30	30	29	29	28	29
CAPEX	-7	-8	-9	-9	-10	-10	-10	-11	-11	-7	-7
Kapitał obrotowy	39	-16	58	-12	2	5	6	6	6	5	5
FCF	258	235	325	258	278	274	268	263	259	260	268
PV FCF	243	204	260	190	189	171	155	140	127	118	-
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%

Wskaźniki

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Koszty marketingu	65	165	252	272	278
narzut na sprzedaż	26,8%	28,5%	24,9%	24,7%	21,1%
Pozostałe koszty sprzedaży	72	179	275	319	350
narzut na sprzedaż	30,1%	30,9%	27,2%	29,0%	26,6%
Środki pieniężne	75	237	381	449	584
Dług netto	-75	-237	-381	-449	-584
Dług netto/EBITDA (x)	-0,9	-1,4	-1,5	-1,6	-1,9

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
Minimum	6,3	7,2	8,3	5,6	5,6	5,3
Maksimum	31,8	32,1	32,3	33,2	28,4	23,0
Mediana	26,2	28,3	21,9	18,7	16,2	14,3
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

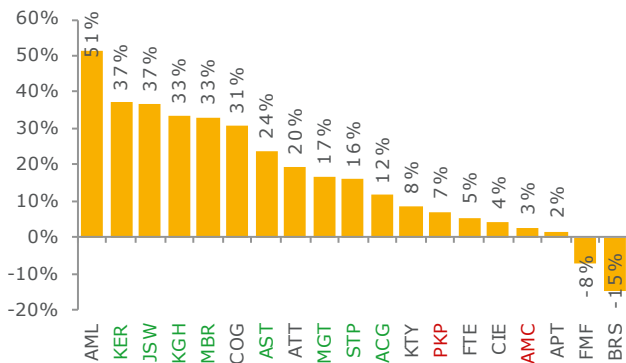
(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	3,0%
Zdyskontowana wartość FCF	3 999
Dług netto	-237
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	572,00

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	748,10
DCF	50%	572,00
Cena wynikowa		660,05
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		702,00

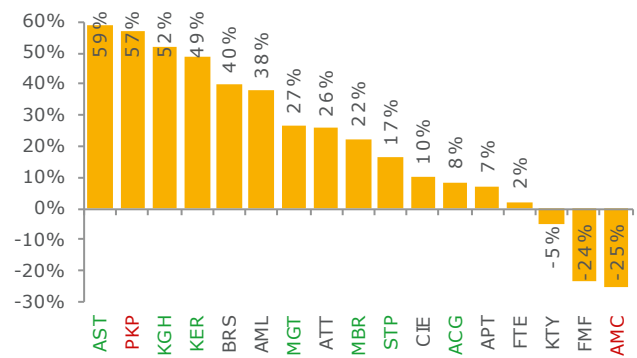
Przemysł

Prognozowana zmiana sprzedaży w 2021 r.



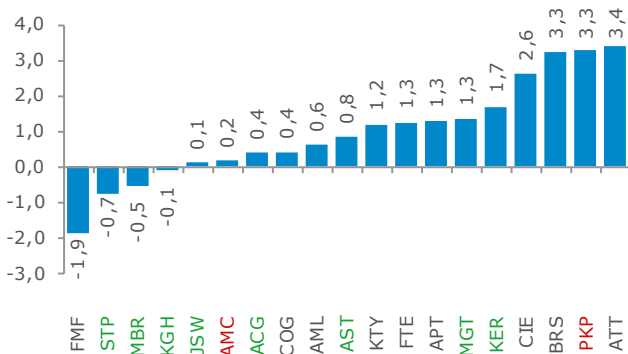
Źródło: mBank; *zielony – pozytywne rekomendacje, czerwony – negatywne

Prognozowana zmiana EBITDA w 2021 r.

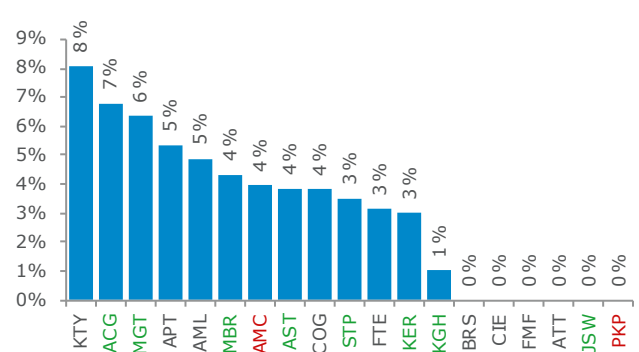


Źródło: mBank; *zielony – pozytywne rekomendacje, czerwony – negatywne

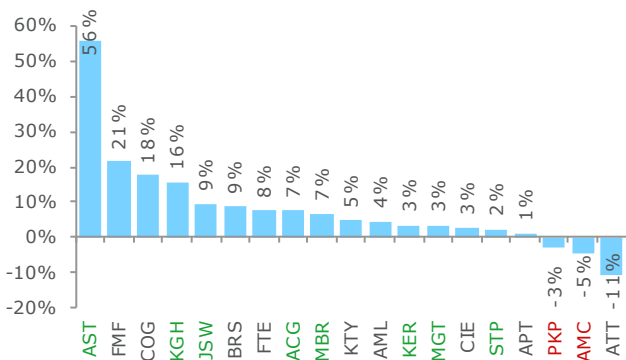
Prognozowany dług netto/EBITDA na koniec '21



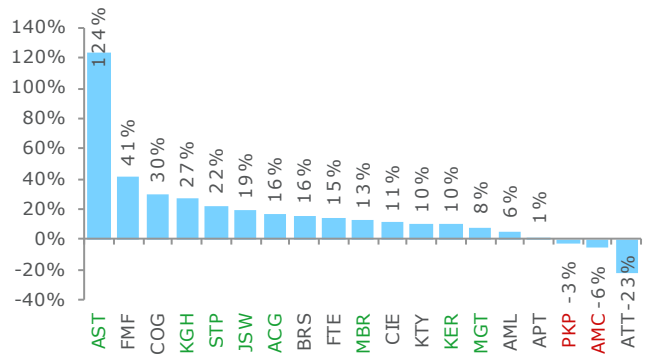
Prognozowany DYield w 2021 r.



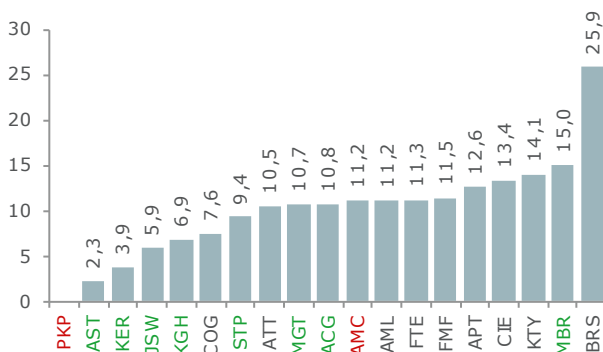
Prognozowany poziom wolnych przepływów pieniężnych (FCF) do wartości przedsiębiorstwa (EV) w 2021 r.



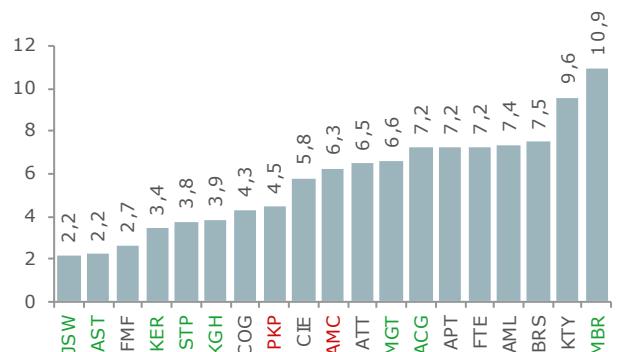
Prognozowany średni poziom wolnych przepływów pieniężnych w latach 2021-22 (FCF) do wartości przedsiębiorstwa (EV)



Prognozowany poziom wskaźnika P/E'21



Prognozowany poziom wskaźnika EV/EBITDA'21



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

Cognor trzymaj (obniżona)

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

Po lepszych od oczekiwań wynikach za 4Q'20 Zarząd Cognor oczekuje wzrostów rezultatów w 2021 roku wynikających z odbicia popytu w segmentach budownictwa infrastrukturalnego i motoryzacji oraz wzrostu spreadów na podstawowych produktach. Zarząd planuje powrócić do wypłaty dywidendy akcjonariuszom, a swoją rekomendację planuje przedstawić w IV'21 lub V'21 (nasze oczekiwania 0,13 PLN/akcja). Szansą dla Cognor jest również procedowana przez Komisję Europejską formuła podatku od importu wyrobów stalowych licząca ich ślad węglowy (Carbon Tax). Nowy system ochrony rynku europejskiego zwiększyłby znacząco naszym zdaniem konkurencyjność rodzimych producentów i pozytywnie przełożyłby się na ceny wyrobów stalowych. Po ponad 240% wzroście kursu akcji od zmiany naszego zalecenia inwestycyjnego kurs dotarł do naszej ceny docelowej, dlatego obniżamy naszą rekomendację do trzymaj (wcześniej kupuj) dla Grupy Cognor. Cenę docelową pozostawiamy bez zmian.

Cena bieżąca 3,16 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 3,19 PLN **+0,9%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	3,19 PLN	2021-04-09
poprzednia	kupuj	3,19 PLN	2021-03-05
Podstawowe dane		COG PW	vs. WIG
Ticker	COG PW	Zmiana 1M	+8,6% +6,7%
ISIN	PLCNTSL00014	Zmiana YTD	+80,6% +76,3%
Liczba akcji (mln)	175,0	Średni obrót 1M	0,9 mln PLN
MC (mln PLN)	552,9	Średni obrót 6M	0,5 mln PLN
EV (mln PLN)	640,9	EV/EBITDA 12M fwd	4,1 +9,9%
Free float	32,9%	EV/EBITDA 5Y avg	3,8 premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	1 902	1 733	2 268	2 205	2 036
EBITDA skor.	93	92	158	125	120
marża EBITDA	4,9%	5,3%	7,0%	5,7%	5,9%
EBIT skor.	47	44	110	78	74
Zysk netto skor.	11	10	78	52	50
P/E skor.	49,3	54,8	7,1	10,6	11,2
P/BV	2,1	1,9	1,6	1,6	1,5
EV/EBITDA skor.	8,6	8,0	4,0	5,0	5,0
DPS	0,21	0,00	0,13	0,27	0,21
DYield	6,5%	0,0%	4,1%	8,5%	6,6%
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%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Wol. Ferrostal (tys. ton)	424	424	435	436	437
Wol. HSJ (tys. ton)	237	238	246	251	256
Wol. Złomrex (tys. ton)	142	137	144	147	150
Spread Ferrostal (PLN/t)	1 127	1 022	1 098	1 093	1 113
Spread HSJ (PLN/t)	1 508	1 265	1 252	1 234	1 250
Przepływy oper.	142	206	161	116	106
Amortyzacja	46	48	49	47	45
Kapitał obrotowy	61	98	11	4	-1
Przepływy inw.	-56	-57	-30	-36	-37
CAPEX	56	57	30	36	37
Przepływy fin.	-84	-127	-100	-60	-50
Dywidenda/buyback	-36	0	-23	-47	-37
FCF	102	157	121	81	70
FCF/EBITDA	101%	138%	76%	65%	58%
CFO/EBITDA	141%	180%	102%	93%	89%

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
Wolumen sprzedaży	680	686	693	700	707	713	711	709	706	706	706
Ceny produktów	2 440	2 358	2 174	2 091	2 091	2 091	2 094	2 097	2 098	2 098	2 098
Ceny złomu	1 602	1 512	1 260	1 152	1 152	1 152	1 152	1 152	1 152	1 152	1 152
Przychody	2 268	2 205	2 036	1 969	1 985	2 002	2 003	2 005	2 001	2 005	2 008
EBITDA	158	125	120	105	101	103	100	97	96	93	90
marża EBITDA	7,0%	5,7%	5,9%	5,4%	5,1%	5,1%	5,0%	4,8%	4,8%	4,6%	4,5%
EBIT	110	78	74	61	58	60	56	54	54	49	46
Podatek	18	12	12	9	9	9	8	8	8	7	6
CAPEX	-30	-36	-37	-38	-39	-40	-43	-43	-42	-41	-43
Kapitał obrotowy	11	4	-1	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	121	81	70	58	54	54	49	46	46	45	42
PV FCF	113	69	54	41	35	31	26	22	20	18	18
WACC	9,1%	9,2%	9,4%	9,5%	9,6%	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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,2
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	429
Dług netto	164
Inne korekty	19
Wycena DCF na akcję (PLN)	2,65

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	3,31
DCF	50%	2,65
Cena wynikowa		2,98
Koszt kapitału 9M		7,2%
Cena docelowa za 9M		3,19

Famur trzymaj (obniżona)

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 (0,73 PLN/akcji gotówki netto na bilansie) rekomenduje 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. Więcej szczegółów odnośnie zaangażowania w energetyce solarnej planuje przedstawić w nadchodzących tygodniach. Ze względu na trudne otoczenie oraz brak dystrybucji wolnych środków do akcjonariuszy obniżamy nasze prognozy dla Grupy Famur oraz rekomendację z kupuj do trzymaj. Nową cenę docelową ustalamy na 2,50 PLN/akcja (wcześniej 3,30 PLN/akcja).

Cena bieżąca 2,53 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 2,50 PLN **-1,2%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	2,50 PLN	2021-04-09
poprzednia	kupuj	3,30 PLN	2020-12-08
Podstawowe dane			
			FMF PW vs. WIG
Ticker	FMF PW	Zmiana 1M	-3,8% -5,7%
ISIN	PLFAMUR00012	Zmiana YTD	+12,4% +8,2%
Liczba akcji (mln)	574,8	Średni obrót 1M	3,8 mln PLN
MC (mln PLN)	1 454,2	Średni obrót 6M	2,4 mln PLN
EV (mln PLN)	836,0	EV/EBITDA 12M fwd	3,0 -45,9%
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	5,9	7,9	11,4	13,7	16,0
P/BV	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA	3,6	2,4	2,6	2,5	2,4
DPS	0,53	0,00	0,00	0,00	0,09
DYield	21,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,6%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
Przychody			+8,0%	+1,9%	-0,3%
EBITDA			-10,8%	-17,5%	-20,4%
Zysk netto			-14,4%	-27,1%	-33,6%
Obroty Underground			+9,1%	+2,1%	-0,3%
Marża Underground			-456,3%	-516,0%	-556,7%
Dług netto			+36,0%	+47,5%	+43,2%
DPS			-100,0%	-100,0%	-51,4%

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
Przychody usługi górnicze	2	4	3	3	3
Przepływy oper.	504	640	302	290	251
Amortyzacja	182	177	148	136	132
Kapitał obrotowy	66	321	14	41	21
Przepływy inw.	-15	-105	-120	-122	-125
CAPEX	38	146	120	122	125
Przepływy fin.	-185	-238	-12	-108	-157
Zmiana długu	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%

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
Przychody	1 054	971	929	890	853	817	783	751	719	690	688
zmiana (r/r)	-7,5%	-7,8%	-4,4%	-4,2%	-4,2%	-4,2%	-4,2%	-4,2%	-4,1%	-4,1%	-0,3%
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	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	652
Dług netto	-420
Inne korekty	49
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

Lepsze od oczekiwań wyniki finansowe 4Q'20 oraz 1Q'21 skłaniają nas do podwyższenia prognoz na 2021 r. Aktualnie oczekujemy, że EBITDA sięgnie 639 mln PLN (+11% vs. nasze dotychczasowe prognozy oraz +2% vs. szacunki Zarządu). Bardzo dobre rozpoczęcie roku oraz niższy niż szacowaliśmy dług netto na koniec 2020 roku naszym zdaniem zwiększają szansę na wypłatę praktycznie całego zysku za 2020 rok w dywidendzie. DYield na poziomie około 8% byłby jednym z wyższych w spółkach przemysłowych co utrzymać będzie dobry sentyment do Grupy Kęty w 2Q'21. Podwyższamy nasze szacunki cen aluminium na 2021 i 2022 rok oraz prognozy wyników. W efekcie nasza wycena rośnie do 534,23 PLN/akcja (wcześniej 472,99 PLN/akcja). Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Cena bieżąca	569,00 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	534,23 PLN	-6,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	534,23 PLN	2021-04-09
poprzednia	trzymaj	472,99 PLN	2020-12-08
Podstawowe dane			KTY PW vs. WIG
Ticker	KTY PW	Zmiana 1M	+13,3% +11,5%
ISIN	PLKETY000011	Zmiana YTD	+15,8% +11,5%
Liczba akcji (mln)	9,6	Średni obrót 1M	4,3 mln PLN
MC (mln PLN)	5 452,0	Średni obrót 6M	3,3 mln PLN
EV (mln PLN)	6 230,1	EV/EBITDA 12M fwd	10,0 +10,9%
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	3 828	4 049	4 188
EBITDA	523	672	639	659	674
marża EBITDA	16,3%	19,0%	16,7%	16,3%	16,1%
EBIT	385	526	484	498	503
Zysk netto	295	430	380	390	394
P/E	18,4	12,7	14,4	14,0	13,8
P/BV	3,7	3,4	3,6	3,4	3,3
EV/EBITDA	11,7	8,9	9,8	9,5	9,3
DPS	23,99	35,13	44,90	33,68	34,60
DYield	4,2%	6,2%	7,9%	5,9%	6,1%

	2021P	2022P	2023P
Zmiana prognoz			
EBITDA	+11,1%	+15,6%	+17,3%
Zysk netto	+13,4%	+15,7%	+15,9%
Aluminium (PLN/t)	+20,0%	+26,3%	+26,3%
Premia producencka (USD/t)	+7,1%	+7,1%	+7,1%
EBITDA SOG	+15,0%	+16,7%	+14,2%
EBITDA SWW	+7,4%	+15,7%	+19,6%
EBITDA SSA	+9,8%	+13,9%	+16,6%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA SOG	148	233	207	205	203
EBITDA SWW	152	163	165	179	187
EBITDA SSA	237	279	283	292	302
EBITDA pozostałe	-14	-16	-17	-17	-17
EBITDA/użyte aluminium	6	6	6	6	6
Przepływy oper.	563	637	430	524	549
Amortyzacja	138	147	155	161	171
Kapitał obrotowy	86	7	-64	-39	-26
Przepływy inw.	-244	-144	-200	-200	-200
CAPEX	244	144	200	200	200
Przepływy fin.	-316	-445	-345	-339	-348
Dywidenda/buyback	-229	-337	-430	-323	-332
FCF	296	459	286	328	355
FCF/EBITDA	57%	70%	45%	50%	53%
CFO/EBITDA	108%	95%	67%	80%	81%

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
Aluminium (USD/t)	2 200	2 400	2 400	2 400	2 400	2 400	2 400	2 400	2 400	2 400	2 400
Prem. prod. (USD/t)	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150
Użyte alum. (tys. t)	110	118	123	128	130	132	132	132	132	132	132
Przychody	3 828	4 049	4 188	4 330	4 424	4 506	4 553	4 602	4 652	4 703	4 704
EBITDA	639	659	674	690	700	708	712	716	720	726	726
marża EBITDA	16,7%	16,3%	16,1%	15,9%	15,8%	15,7%	15,6%	15,6%	15,5%	15,4%	15,4%
EBIT	484	498	503	508	509	506	504	505	510	518	518
Podatek	89	92	93	93	94	93	93	93	94	96	95
CAPEX	-200	-200	-200	-200	-200	-200	-204	-208	-208	-208	-208
Kapitał obrotowy	-64	-39	-26	-27	-20	-18	-13	-13	-13	-13	-5
FCF	286	328	355	370	386	397	402	402	405	409	418
PV FCF	270	287	287	277	267	254	238	220	205	191	
WACC	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	2 495
Dług netto	562
Inne korekty	1
Wycena DCF na akcję (PLN)	532,10

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	472,95
DCF	50%	532,10
Cena wynikowa		502,52
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M		534,23

Kernel kupuj (bez zmian)

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03

jakub.szkopek@mbank.pl

Wysokie ceny słonecznika (+155% r/r w UAH) zachęcają lokalnych rolników do zwiększenia areału uprawy, co implikuje że w 2021 roku na Ukrainie pod tę roślinę obsiane zostanie prawie 7 mln ha (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. 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 do końca 1Q'21 zamierza zabezpieczyć ceny sprzedaży dla 75% wolumenu oczekiwanej w 2021 roku własnej produkcji rolnej. To implikować będzie utrzymanie wyniku EBITDA w segmencie produkcji rolnej na poziomie ponad 200 mln USD w 2021/22 roku. Po fenomenalnych wynikach za IH'21 podnosimy naszą prognozę wyniku EBITDA Grupy na 2020/21 rok z 550 mln USD do 660 mln USD. Rekordowe w historii Spółki wyniki finansowe oraz perspektywa spadku wydatków inwestycyjnych po 2021 roku są naszym zdaniem gwarantem zwiększenia strumienia dywidendy do akcjonariuszy (oczekujemy 0,80 USD/akcja w 2021/22 roku i 1,17 USD/akcja w 2022/23 roku). Nie zmieniamy naszej rekomendacji kupuj oraz ceny docelowej.

Cena bieżąca

53,00 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

71,84 PLN

+35,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	71,84 PLN	2021-03-12

Podstawowe dane			KER PW	vs. WIG
Ticker	KER PW	Zmiana 1M	+1,0%	-0,9%
ISIN	LU0327357389	Zmiana YTD	+8,4%	+4,2%
Liczba akcji (mln)	84,0	Średni obrót 1M		6,0 mln PLN
MC (mln PLN)	4 453,7	Średni obrót 6M		5,2 mln PLN
EV (mln PLN)	8 772,2	EV/EBITDA 12M fwd	4,0	-16,9%
Free float	60,1%	EV/EBITDA 5Y avg	4,8	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln USD)	19/20	20/21P	21/22P	22/23P	23/24P
Przychody	3 992	4 107	5 628	5 420	5 576
EBITDA	346	443	661	537	491
marża EBITDA	8,7%	10,8%	11,7%	9,9%	8,8%
EBIT	269	337	553	418	370
Zysk netto	189	118	307	247	205
P/E	6,1	9,9	3,8	4,7	5,7
P/BV	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	5,3	4,9	3,5	4,0	4,2
DPS	0,25	0,25	0,42	0,80	1,17
DYield	1,8%	1,8%	3,0%	5,8%	8,4%
Zmiana prognoz			20/21P	21/22P	22/23P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Marża olej (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Marża infrastruktura (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Marża rolnictwo (USD/t)			0,0%	0,0%	0,0%
Sprzerób słonecznika (tys. Ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Wolumen rolnictwo (tys. Ton)			0,0%	0,0%	0,0%
Wolumen infrastruktura (tys. Ton)			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln USD)	18/19	19/20	20/21P	21/22P	22/23P
EBITDA oleje	109	152	93	177	175
EBITDA infrastruktura	105	216	376	197	197
EBITDA rolnictwo	182	134	284	207	163
EBITDA inne	-51	-59	-92	-44	-43
EBITDA/t	13	17	27	20	18
Przepływy oper.	320	269	330	417	380
Amortyzacja	76	106	108	120	121
Kapitał obrotowy	-173	-71	-115	-50	-32
Przepływy inw.	-241	-203	-322	-106	-120
CAPEX	234	173	322	106	120
Przepływy fin.	29	224	-170	-208	-237
Dywidenda/buyback	-20	-21	-35	-67	-99
FCF	-73	178	193	361	322
FCF/EBITDA	-21%	40%	29%	67%	66%
CFO/EBITDA	93%	61%	50%	78%	77%

Model DCF

(mln USD)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
Marża olej (USD/t)	59	108	101	94	88	84	80	75	72	71	69
Pszenica (USD/t)	230	195	195	195	195	195	195	195	195	196	197
Kukurydza (USD/t)	230	190	190	190	190	190	190	190	190	190	191
Przychody	5 628	5 420	5 576	5 644	5 716	5 781	5 828	5 873	5 919	5 976	5 981
EBITDA	661	537	491	453	451	431	421	414	405	404	403
marża EBITDA	11,7%	9,9%	8,8%	8,0%	7,9%	7,5%	7,2%	7,1%	6,8%	6,8%	6,7%
EBIT	553	418	370	330	325	303	290	281	270	266	265
Podatek	31	20	17	14	14	12	11	10	10	9	9
CAPEX	-322	-106	-120	-122	-125	-127	-130	-132	-135	-138	-138
Kapitał obrotowy	-115	-50	-32	-24	-25	-24	-23	-21	-21	-22	-18
FCF	193	361	322	293	287	267	257	250	240	235	237
PV FCF	214	349	269	212	179	144	120	101	84	72	
WACC	15,1%	15,3%	15,5%	15,5%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,5%	15,5%	15,5%
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	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 745
Dług netto	1 017
Inne korekty	1
Wycena DCF na akcję (PLN)	53,94

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	73,88
DCF	50%	53,94
Cena wynikowa		63,91
Koszt kapitału 9M		12,4%
Cena docelowa za 9M		71,84

Mo-BRUK akumuluj (obniżona)

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

Prośrodowiskowa polityka UE zmierzająca do maksymalizacji ponownego wykorzystania odpadów oraz rosnąca świadomość społeczna odnośnie dbania o środowisko sprzyjają branży przetwórstwa odpadów. Zgodnie z prawem UE do 2035 roku 65% odpadów ma być ponownie wykorzystywanych, podczas gdy w Polsce obecnie 50% strumienia odpadów jest składowanych. Szansą dla Mo-BRUK są również plany budowy spalarni śmieci komunalnych (praktycznie podwojenie zainstalowanych mocy w kraju w perspektywie kilku lat), które są bezpośrednim klientem w zakresie zestawienia i stabilizacji odpadów (na rynku, gdzie Mo-BRUK ma jednego konkurenta). W segmencie produkcji paliw alternatywnych sprzyjają plany utylizacji około 1,7 mln ton zużytych podkładów kolejowych. Z kolei segment spalania korzysta na ciągłym wzroście opłat za składowanie (opłata marszałkowska wzrosła z 74 PLN/t w 2017 roku do 270 PLN/t w 2020 roku) oraz rosnącego rynku unieszkodliwiania tzw. „bomb biologicznych” (szacunkowy koszt utylizacji 15 mld PLN na 20 lat). Po przeprowadzonych inwestycjach za 200 mln PLN Mo-BRUK planuje dalszą ekspansję w Polsce północnej i w Europie przy utrzymaniu 50-100% wypłaty dywidendy z zysku. Spółce w realizacji tych celów sprzyjać będzie niskie zadłużenie (brak długu), małe zapotrzebowanie na kapitał obrotowy przy wzroście skali działalności oraz wysokie bariery wejścia wynikające z wymagań technicznych i prawnych (3-4 lata na uruchomienie tożsamyh instalacji). Aktualizujemy naszą wycenę porównawczą. Po wynikach za 4Q'20 prawdopodobnie będziemy musieli podnieść nasze oczekiwania na kolejne lata.

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Obroty spalanie	37	64	100	116	132
Obroty stabilizacja	52	58	70	81	91
Obroty RDF	26	42	65	71	77
Przychody na tonę	492	694	766	803	831
EBITDA na tonę	215	385	391	394	389
Przepływy oper.	40	69	86	102	109
Amortyzacja	6	6	7	8	8
Kapitał obrotowy	-6	-14	-16	-10	-10
Przepływy inw.	-1	-1	5	-17	-6
CAPEX	-2	-1	5	-17	-6
Przepływy fin.	-27	-52	-62	-76	-81
Dywidenda/buyback	-17	-48	-60	-74	-81
FCF	40	66	89	83	101
FCF/EBITDA	71%	66%	72%	62%	71%
CFO/EBITDA	71%	69%	71%	76%	77%

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
Ceny Spalanie	3 489	5 000	5 250	5 500	5 500	5 390	5 228	5 071	5 097	5 122	5 148
Ceny Stabilizacja	348	383	410	426	426	422	415	409	411	413	415
Ceny RDF	579	588	594	594	594	582	565	548	550	553	556
Przychody	240	273	305	317	319	319	318	327	336	346	356
EBITDA	122	134	143	144	139	131	123	124	125	125	126
marża EBITDA	51,0%	49,1%	46,8%	45,4%	43,6%	41,2%	38,7%	37,9%	37,1%	36,3%	35,4%
EBIT	116	126	135	136	131	123	115	116	117	116	117
Podatek	23	25	26	26	26	24	22	23	23	23	23
CAPEX	5	-17	-6	-7	-8	-8	-8	-8	-9	-9	-9
Kapitał obrotowy	-16	-10	-10	-5	-3	-2	-2	-4	-4	-3	-2
FCF	89	83	101	105	103	97	90	89	89	91	92
PV FCF	83	72	81	78	70	61	52	47	44	41	
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 396,00 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 426,72 PLN **+7,8%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	akumuluj	426,72 PLN	2021-04-09
poprzednia	kupuj	387,49 PLN	2021-01-11
Podstawowe dane			MBR PW vs. WIG
Ticker	MBR PW	Zmiana 1M	+4,2% +2,3%
ISIN	PLMOBRK00013	Zmiana YTD	+72,2% +67,9%
Liczba akcji (mln)	3,5	Średni obrót 1M	2,2 mln PLN
MC (mln PLN)	1 391,1	Średni obrót 6M	2,7 mln PLN
EV (mln PLN)	1 328,5	EV/EBITDA 12M fwd	10,9 +13,5%
Free float	-	EV/EBITDA 5Y avg	9,6 premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	131	180	240	273	305
EBITDA skor.	57	100	122	134	143
marża EBITDA	43,6%	55,4%	51,0%	49,1%	46,8%
EBIT skor.	51	94	116	126	135
Zysk netto skor.	41	75	93	101	108
P/E skor.	34,8	18,5	15,0	13,7	12,8
P/BV	10,5	10,9	12,2	11,6	12,0
EV/EBITDA skor.	24,6	13,6	10,9	9,8	9,1
DPS	4,82	13,77	17,15	21,16	23,04
DYield	1,2%	3,5%	4,3%	5,3%	5,8%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
Przychody			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Wol. Spalanie			0,0%	0,0%	0,0%
Wol. Stabilizacja			0,0%	0,0%	0,0%
Wol. RDF			0,0%	0,0%	0,0%
Ceny Spalanie			0,0%	0,0%	0,0%
Ceny Stabilizacja			0,0%	0,0%	0,0%
Ceny RDF			0,0%	0,0%	0,0%

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Aktywa	190	211	239	262	287
Aktywa trwałe	134	128	114	120	116
Kapitał własny	132	159	192	219	246
Udział mniejszości	0	0	0	0	0
Dług netto	-13	-32	-63	-74	-96
Dług netto/EBITDA (x)	-0,2	-0,3	-0,5	-0,6	-0,7
Dług netto/kap. wł. (x)	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
Minimum	7,5	9,4	8,4	4,2	5,0	4,3
Maksimum	54,5	32,7	29,4	16,6	13,2	12,5
Mediana	18,4	16,6	19,6	9,8	8,5	7,7
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	627
Dług netto	-32
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	369,37

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	433,42
DCF	50%	369,37
Cena wynikowa		401,40
Koszt kapitału 9M		6,3%
Cena docelowa za 9M	426,72	

PKP Cargo sprzedaj (obniżona)

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

Grupa zaprezentowała zestaw wyników za 2020 r. nieco lepszy od naszych oczekiwań. Dwoma podstawowymi pozytywnymi aspektami sprawozdania za 4Q'20 w naszej opinii była duża redukcja zatrudnienia w Grupie (-577 etatów w samym czwartym kwartale) oraz relatywnie niski CAPEX (157 mln PLN). Niestety Grupa nadal nie wykazuje rentowności operacyjnej, a wysokie zadłużenie netto oscyluje (~3,9x) w okolicy maksymalnego poziomu z umów kredytowych (4,0x). Na domiar „złego”, podczas konferencji wynikowej prezes co prawda zapowiedział, że ma „nadzieję” na osiągnięcie pozytywnych wyników w 2021 r. i zakłada dalszą obniżkę kosztów, ale z kolei nie zakłada powtórzenia tak znaczącej redukcji zatrudnienia w Grupie (aspekt który naszym zdaniem w dłuższym terminie mocno wpłynąłby na rentowność). Po opublikowaniu wyników za 2020 r. dokonujemy aktualizacji naszych prognoz. Naszym zdaniem Grupa w 2021 r. jeszcze nie uzyska rentowności operacyjnej (sumarycznie oszczędności kosztowe zakładamy jedynie na nieznacznym poziomie; największy wzrost w zużyciu paliwa i energii trakcyjnych, a największy spadek w kosztach pracowniczych). Dodatkowo w naszych prognozach zakładamy ok. 4% wzrost wykonanej pracy przewozowej/wolumenów (mniejszy/wzrost praktycznie każdej kategorii towarowej), podczas gdy dane za 2M'21 wskazują póki co na 4% spadek r/r. Ponadto zakładamy, że w najbliższych dwóch latach CAPEX wciąż będzie wyższy od generowanego wyniku EBITDA (nasze długoterminowych założenia odnośnie wydatków inwestycyjnych mogą się okazać i tak zbyt optymistyczne). Po aktualizacji prognoz nasza wycena rośnie do poziomu 16,21 PLN/akcję, co przy obecnym poziomie kursu implikuje rekomendację sprzedaj.

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 19,08 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 16,21 PLN **-15,0%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	sprzedaj	16,21 PLN	2021-04-09
poprzednia	trzymaj	13,97 PLN	2020-12-08
Podstawowe dane			
Ticker	PKP PW	Zmiana 1M	-4,1% -6,0%
ISIN	PLPKPCR00011	Zmiana YTD	+39,3% +35,0%
Liczba akcji (mln)	44,8	Średni obrót 1M	3,1 mln PLN
MC (mln PLN)	854,5	Średni obrót 6M	2,9 mln PLN
EV (mln PLN)	3 227,4	EV/EBITDA 12M fwd	5,0 +28,6%
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.	149,9	-	-	-	27,4
P/BV	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA skor.	3,5	6,8	4,5	3,9	3,4
DPS	1,50	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	7,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży			-0,1%	-0,2%	+2,6%
EBITDA			+14,9%	+3,0%	+5,9%
Zysk netto			-	-	-
Praca przewozowa (mln tkm)			-1,0%	-1,2%	+1,8%
Masa towarowa (mln ton)			-0,5%	-0,7%	+2,2%
Koszty / tkm			-0,5%	-0,4%	-0,4%

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 kupuj (bez zmian)

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

Lokalnie rekordowe ceny cynku, oraz rosnące ceny blachy transformatorowej wspierają perspektywy Grupy Stalprodukt na 1H'21 rok. Grupa korzysta ze wzrostowego trendu inwestycji w zakresie odnawialnych źródeł energii, stacji ładowania oraz wzrostu sprzedaży samochodów elektrycznych (większe zapotrzebowanie na transformatory). Dodatkowo perspektywa odbicia sprzedaży w Automotive (transport to 25% zużycia cynku) oraz planowane inwestycje infrastrukturalne (ponad 50% użycia cynku) korzystnie przekładają się na wzrost popytu na cynk i wyższe jego ceny. Dodatkowo po zamknięciu kopalni Olkusz-Pomorzany, Stalprodukt jeszcze do końca 1H'21 przerabiać będzie wydobyty do końca 2020 roku urobek (flotacja działa do wakacji), co powoduje, że Spółka wciąż korzysta z pionowej integracji i wysokich cen cynku. Stalprodukt w 4Q'20 ukończył inwestycje w zakresie budowy nowej hali wani w hucie w Bukownie, która zwiększyła moce Grupy w zakresie cynku o 13% i przełoży się na zmniejszenie kosztów wytwarzania (spadek etatów o 75 osób i spadek zużycia energii o 2%). Naszym zdaniem po zakończeniu 5-letniego programu inwestycyjnego Grupa Stalprodukt w 2021 roku powróci do wypłaty dywidendy (rekomendacja na początku V'21; oczekujemy DPS 11,66 PLN), czemu sprzyja mocny bilans (50 PLN gotówki netto na akcje na koniec 2020 roku). Nie zmieniamy naszej rekomendacji kupuj oraz ceny docelowej.

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Blacha trans. (tys. t)	132	104	130	133	135
Pyły cynkowe (tys. t)	0	110	150	175	195
Cynk (tys. t)	154	132	141	121	127
Kształowniki (tys. t)	184	155	171	165	160
Barьеры drog. (tys. t)	21	20	20	25	18
Przepływy oper.	370	350	195	439	301
Amortyzacja	168	167	169	169	163
Kapitał obrotowy	33	4	-229	44	-5
Przepływy inw.	-235	-241	-120	-100	-105
CAPEX	243	225	120	100	105
Przepływy fin.	-203	-78	-67	-102	-124
Dywidenda/buyback	-36	0	-65	-99	-122
FCF	141	118	38	335	235
FCF/EBITDA skor.	36%	31%	9%	75%	60%
CFO/EBITDA skor.	93%	93%	44%	98%	77%

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
Blacha trans. (PLN/t)	8 064	7 920	7 560	7 560	7 560	7 560	7 560	7 560	7 560	7 560	7 560
Cynk (PLN/t)	9 360	8 640	8 280	7 920	7 920	7 920	7 920	7 920	7 920	7 920	7 920
Olów (PLN/t)	7 200	7 560	7 560	7 560	7 560	7 560	7 560	7 560	7 560	7 560	7 560
Przychody	3 852	3 471	3 383	3 367	3 364	3 363	3 363	3 363	3 364	3 379	3 394
EBITDA	441	447	390	344	354	364	354	342	340	342	344
marża EBITDA	11,4%	12,9%	11,5%	10,2%	10,5%	10,8%	10,5%	10,2%	10,1%	10,1%	10,1%
EBIT	272	277	227	186	199	211	208	196	205	202	204
Podatek	54	55	45	37	39	42	41	39	40	40	40
CAPEX	-120	-100	-105	-110	-116	-122	-128	-134	-141	-141	-141
Kapitał obrotowy	-229	44	-5	-26	-31	-31	-31	0	0	-4	-4
FCF	38	335	235	171	168	170	154	169	159	157	159
PV FCF	35	284	182	121	108	100	83	83	71	64	
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%

Cena bieżąca 331,00 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 397,79 PLN **+20,2%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	397,79 PLN	2021-03-05

Podstawowe dane			STP PW	vs. WIG
Ticker	STP PW	Zmiana 1M	+0,9%	-1,0%
ISIN	PLSTLPD00017	Zmiana YTD	+10,1%	+5,9%
Liczba akcji (mln)	5,6	Średni obrót 1M		1,3 mln PLN
MC (mln PLN)	1 847,1	Średni obrót 6M		0,9 mln PLN
EV (mln PLN)	1 649,9	EV/EBITDA 12M fwd	3,5	-6,2%
Free float	-	EV/EBITDA 5Y avg	3,8	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	3 816	3 320	3 852	3 471	3 383
EBITDA	371	378	441	447	390
marża EBITDA	9,7%	11,4%	11,4%	12,9%	11,5%
EBIT	204	211	272	277	227
Zysk netto	142	163	199	203	165
P/E	13,0	11,4	9,3	9,1	11,2
P/BV	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	4,9	4,3	3,7	3,2	3,5
DPS	6,37	0,00	11,66	17,81	21,84
DYield	1,9%	0,0%	3,5%	5,4%	6,6%
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%
Olów (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%

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Aktywa	4 345	4 343	4 519	4 531	4 510
Aktywa trwałe	2 407	2 425	2 375	2 306	2 250
Kapitał własny	2 650	2 771	2 941	3 049	3 055
Udział mniejszości	108	112	128	145	159
Dług netto	-134	-318	-325	-563	-635
Dług netto/EBITDA skor.	-0,3	-0,8	-0,7	-1,3	-1,6
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	5,6	7,8	8,3	4,7	3,0	2,9
Maksimum	37,0	100,4	118,3	18,2	15,0	12,2
Mediana	12,7	13,4	12,2	5,6	6,1	6,2
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,2
Wzrost FCF po prognozie	0,0%
Zdyskontowana wartość FCF	1 811
Dług netto	-318
Inne korekty	112
Wycena DCF na akcje (PLN)	361,43

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	381,81
DCF	50%	361,43
Cena wynikowa		371,62
Koszt kapitału 9M		7,0%
Cena docelowa za 9M		397,79

E-commerce

Answear

kupuj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Answear podał bardzo dobre wstępne dane sprzedażowe za 1Q'21, w których odnotował 122 mln PLN sprzedaży (+76% r/r oraz +53 mln PLN r/r). Spółka wskazuje, że środki z emisji pozwoliły platformie na przezwycięzenie barier finansowych. Zwracamy uwagę, że po uwzględnieniu wyników za 1Q'21, spółka powinna poprawić sprzedaż o 17% r/r w okresie 2Q-4Q'21 aby zrealizować naszą roczną prognozę, co wydaje się być konserwatywnym celem. Niemniej zwracamy uwagę, że przed spółką kwartały z wysoką bazą (+57% r/r w 2Q'20 oraz +37% r/r w 4Q'20). Utrzymanie wysokiej dynamiki sprzedaży r/r w 2Q'20 stanowiłoby przesłankę do podniesienia naszych prognoz dla spółki. Za takim scenariuszem może przemawiać lepsze zatowarowanie platformy (część środków w IPO zostało przeznaczonych na ten cel) oraz zwiększenie nakładów na marketing (m.in. przeprowadzenie kampanii marketingowych na najważniejszych rynkach). Naszym zdaniem dobre dane za 1Q'21 powinny wspierać kurs akcji sprawiając, że inwestorzy będą dyskontowali bardziej optymistyczny scenariusz wyników.

Cena bieżąca

35,54 PLN

potencjał zmiany

Cena docelowa

44,50 PLN

+25,2%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	44,50 PLN	2021-02-04

Podstawowe dane			ANR PW	vs. WIG
Ticker	ANR PW	Zmiana 1M	+3,0%	+1,1%
ISIN	PLANSWR00019	Zmiana YTD	-	-
Liczba akcji (mln)	17,2	Średni obrót 1M		0,4 mln PLN
MC (mln PLN)	610,9	Średni obrót 6M		0,9 mln PLN
EV (mln PLN)	610,7	EV/EBITDA 12M fwd	19,5	-1,5%
Free float	18,7%	EV/EBITDA 5Y avg	19,8	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	221	311	408	519	661
EBITDA skor.	-3	10	25	27	36
marża EBITDA	-1,5%	3,1%	6,2%	5,3%	5,4%
EBIT	-7	4	19	21	29
Zysk netto skor.	12	15	22	29	42
P/E skor.	42,0	34,9	28,2	21,1	14,6
P/BV	14,9	9,6	5,4	4,8	4,1
EV/EBITDA skor.	-	57,0	24,2	22,9	17,5
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
MBNS			0,0 p.p.	0,0 p.p.	0,0 p.p.
Stopa konwersji			0,0%	0,0%	0,0%
Narzut kosztów SG&A			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Liczba wizyt (mln)	116,2	146,6	180,3	221,8	270,6
Stopa konwersji	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Liczba zamówień	2 062	2 653	3 317	4 147	5 140
Śr. wart. zamówienia	221,0	225,4	229,9	234,5	239,2
MBNS	41,6%	41,1%	41,2%	41,3%	41,4%
Przepływy oper.	-2,4	-7,0	-0,6	8,2	18,1
Amortyzacja	5,2	6,0	6,6	6,9	7,2
Kapitał obrotowy	-12,8	-33,7	-28,9	-27,2	-25,0
Przepływy inw.	-4,3	-5,7	-10,5	-6,3	-6,7
CAPEX	-4,3	-5,7	-10,5	-6,3	-6,7
Przepływy fin.	11,3	49,7	5,2	-4,9	-5,0
Dywidenda/buyback	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	-8,3	-17,8	-16,0	-3,0	6,4
FCF/EBITDA	-	-	-	-	14%
CFO/EBITDA	-	-	-	23%	40%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Liczba wizyt (mln)	146,6	180,3	221,8	270,6	319,2	370,3	422,2	472,8	520,1	572,1	0
Stopa konwersji (%)	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	0,0%
Zwroty (%)	28,9%	29,0%	29,1%	29,2%	29,3%	29,4%	29,4%	29,4%	29,4%	29,4%	0,0%
Przychody	408	519	661	835	1 019	1 223	1 444	1 674	1 906	2 170	2 257
EBITDA	25	27	36	45	62	77	93	110	124	143	149
marża EBITDA	6,2%	5,3%	5,4%	5,4%	6,0%	6,3%	6,4%	6,6%	6,5%	6,6%	6,6%
EBIT	19	21	29	38	54	69	85	102	116	136	141
Podatek	4	4	6	7	10	13	16	19	22	26	27
CAPEX	-6	-11	-6	-7	-21	-7	-7	-19	-7	-8	0
Kapitał obrotowy	-34	-29	-27	-25	-12	-40	-43	-45	-45	-52	0
FCF	-18	-16	-3	6	19	17	27	26	49	58	114
PV FCF	-18	-15	-3	5	14	12	17	15	26	28	-
WACC	8,5%	7,9%	7,9%	8,2%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Koszty marketingu	40	45	66	86	111
narzut na sprzedaż	0	0	0	0	0
Koszty logistyki	55	67	84	106	130
narzut na sprzedaż	17,7%	16,4%	16,2%	16,0%	15,6%
Środki pieniężne	12	49	43	40	47
Dług netto	27	0	16	19	12
Dług netto/EBITDA (x)	2,8	0,0	0,6	0,5	0,3

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	202P	2021P	2022P	202P	2021P	2022P
Minimum	16,9	15,6	13,8	11,4	10,9	10,0
Maksimum	105,6	103,8	76,4	596,5	56,7	32,2
Mediana	58,7	38,8	33,5	30,2	23,5	19,0
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	4,0%
Zdyskontowana wartość FCF	737
Dług netto	27
Inne korekty	-20
Wycena DCF na akcję (PLN)	40,18

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	43,26
DCF	50%	40,20
Cena wynikowa		41,73
Koszt kapitału 9M		6,6%
Cena docelowa za 9M		44,50

Handel CCC

trzymaj (podtrzymana)

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

W marcu spółka poinformowała o pozyskaniu dwóch inwestorów zainteresowanych pakietem 20% eobuwie. Transakcja sprzedaży części akcji eobuwie posiadanych przez CCC miałyby być po cenie 500 mln PLN za 10% akcji, co implikuje wycenę całości biznesu na poziomie 5 mld PLN. Jednocześnie CCC poinformowało o podpisaniu porozumienia z MKK3 (podmiot powiązany z Marcinem Grzymkowskim), zgodnie z którym spółka nabędzie od MKK3 pakiet 20% eobuwie za 720 mln PLN do 30 września 2021 oraz pakiet 5,01% akcji za 180 mln PLN w późniejszym terminie. Pierwotnie wykup 25,01% akcji miał nastąpić po cenie 12x EBITDA z roku 2021. Ustalona łączna cena z porozumienia implikuje wycenę biznesu na poziomie 3,6 mld PLN, która zgodnie z formułą 12x EBITDA byłaby osiągnięta przy 300 mln EBITDA'21 (na konferencji wynikowej zarząd wskazywał, że oczekuje 230-250 mln PLN EBITDA w eobuwie w 2021 roku). Pomimo nieznacznie gorszych od pierwotnych warunków wykupu akcji od MKK3, transakcja nadal jest korzystna dla CCC. W naszym modelu uwzględniamy przepływy pieniężne związane z powyższymi transakcjami. Oczekujemy istotnego odbicia wyników spółki r/r w kolejnych kwartałach w czym będzie sprzyjać odpowiednio dopasowana oferta, niska baza kosztowa, bardzo mocny kanał e-commerce oraz niska baza z poprzedniego roku. Nieznacznie korygujemy nasze prognozy i pozostawiamy rekomendację trzymaj bez zmian.

Cena bieżąca	99,76 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	96,00 PLN	-3,8%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	96,00 PLN	2021-04-09
poprzednia	trzymaj	89,00 PLN	2021-03-02
Podstawowe dane			CCC PW vs. WIG
Ticker	CCC PW	Zmiana 1M	+1,9% +0,1%
ISIN	PLCCC0000016	Zmiana YTD	+14,0% +9,8%
Liczba akcji (mln)	54,8	Średni obrót 1M	19,6 mln PLN
MC (mln PLN)	5 469,5	Średni obrót 6M	25,3 mln PLN
EV (mln PLN)	7 021,7	EV/EBITDA 12M fwd	9,8 -19,4%
Free float	56,2%	EV/EBITDA 5Y avg	12,1 dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	5 845	5 657	6 991	8 101	8 989
EBITDA skor.	358	-276	508	656	769
marża EBITDA	6,1%	-4,9%	7,3%	8,1%	8,6%
EBIT	133	-568	1 275	427	546
Zysk netto skor.	-6	-902	144	253	340
P/E skor.	-	-	37,9	21,6	16,1
P/BV	3,8	10,7	3,0	2,8	2,5
EV/EBITDA skor.	14,5	-	13,8	11,0	9,2
DPS	0,58	0,00	0,00	2,00	2,00
DYield	0,6%	0,0%	0,0%	2,0%	2,0%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
EBITDA			+5,6%	+5,1%	+4,9%
Zysk netto			+17,7%	+0,6%	+2,9%
MBNS			0,0 p.p.	-0,1 p.p.	0,0 p.p.
Sprzedaż det/mkw.			0,0%	+0,1%	+0,1%
SG&A/mkw.			-0,1%	-0,1%	-0,1%

Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Sprzedaż (pozostałe)	4 400	3 633	4 253	4 678	5 053
EBITDA (pozostałe)	247	-462	1 261	359	433
Sprzedaż (eobuwie.pl)	1 445	2 024	2 738	3 423	3 937
EBITDA (eobuwie.pl)	111,0	186,2	247,1	297,4	335,5
MBNS	49,4%	44,5%	47,4%	47,3%	47,2%
Przepływy oper.	987	171	-152	579	961
Amortyzacja	225	291	233	229	223
Kapitał obrotowy	162	40	-90	-284	-118
Przepływy inw.	-714	-243	-196	-191	-199
CAPEX	497	210	196	191	199
Przepływy fin.	-105	94	100	-511	-577
Dywidenda/buyback	-24	0	0	-110	-110
FCF	-221	-402	979	100	348
FCF/EBITDA	-62%	146%	65%	15%	45%
CFO/EBITDA	276%	-62%	-10%	88%	125%

*szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Sprzedaż det/mkw.	371	491	518	542	561	580	596	613	625	641	641
SG&A/mkw.	390	397	433	456	472	489	513	539	566	596	596
Powierzchnia własna	630	637	657	676	697	717	725	732	739	747	747
Przychody	5 657	6 991	8 101	8 989	9 741	10 546	11 295	12 106	12 935	13 880	14 089
EBITDA	-276	1 508	656	769	869	977	1 069	1 168	1 250	1 360	1 380
marża EBITDA	-4,9%	21,6%	8,1%	8,6%	8,9%	9,3%	9,5%	9,7%	9,7%	9,8%	9,8%
EBIT	-568	1 275	427	546	649	755	846	943	1 023	1 130	1 147
Podatek	-44	242	81	104	123	144	161	179	194	215	218
CAPEX	-210	-196	-191	-199	-225	-232	-231	-238	-244	-230	-244
Kapitał obrotowy	40	-90	-284	-118	-59	-133	-125	-136	-140	-159	-140
FCF	-402	979	100	348	461	469	552	615	672	756	682
PV FCF	-380	855	81	259	318	299	325	335	338	352	317
WACC	8,3%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	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%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Cykl rotacji zapasów	240	230	225	229	226
Cykl rotacji należności	13	13	13	13	13
Cykl rotacji zobowiązań	143	133	138	133	133
eobuwie.pl (% sprzedaży)	24,7%	35,8%	39,2%	42,3%	43,8%
Środki pieniężne	543	566	317	195	381
Dług netto	971	991	1 440	1 662	1 526
Dług netto/EBITDA (x)	2,7	-3,6	1,0	2,5	2,0

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
Minimum	9,3	21,3	11,9	11,9	4,8	7,4
Maksimum	126,6	35,7	27,4	27,4	43,0	17,5
Mediana	14,2	30,1	16,4	16,4	7,9	14,7
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,1
Wzrost FCF po prognozie	1,5%
Zdyskontowana wartość FCF	7 516
Dług netto	971
Inne korekty	-1 557
Wycena DCF na akcję (PLN)	91,00

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	89,90
DCF	50%	91,00
Cena wynikowa		90,45
Koszt kapitału 9M		6,2%
Cena docelowa za 9M		96,00

Dino akumuluj (podtrzymana)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Dino zaraportowało bardzo dobre wyniki za 4Q'20, które były powyżej oczekiwań rynkowych. Pozytywne zaskoczenie wynikało z zaraportowania rekordowo wysokiej marży EBITDA. W 2021 roku zarząd planuje otworzyć o 20% więcej sklepów niż w 2020 roku, oczekuje wzrostu kosztów sprzedaży/mkw. o 5% r/r oraz planuje utrzymać dwucyfrową dynamikę sprzedaży porównywalnej. Biorąc pod uwagę dwa elementy wymienione jako ostatnie, oczekujemy pozytywnego efektu dźwigni operacyjnej w 2021 roku. Zgodnie z komunikatem spółki, w 1Q'21 zostało otwartych 59 sklepów (z czego 23 sklepy oczekiwały na otwarciu po 4Q'20) w porównaniu z 16 sklepami otwartymi w 1Q'20 (23 sklepy oczekujące na otwarciu w tym okresie ze względu na brak zgód administracyjnych). W 1Q'21 dynamika sprzedaży porównywalnej może być niższa ze względu na efekt bazy (+20,4% w 1Q'20). Część inwestorów może realizować zyski w obawie przed spowolnieniem dynamiki wyników r/r w 1Q'21, co wykorzystywalibyśmy do akumulowania akcji DNP. Cena docelowa spółki uległa podwyższeniu po zrolowaniu wyceny porównawczej na kolejne lata (DNP cały czas ma znacznie bardziej atrakcyjny profil wzrostu od spółek porównywalnych). Podnosimy cenę docelową oraz podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Cena bieżąca	266,60 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	290,80 PLN	+9,1%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	akumuluj	290,80 PLN	2021-04-09
poprzednia	akumuluj	263,10 PLN	2021-03-02
Podstawowe dane			DNP PW vs. WIG
Ticker	DNP PW	Zmiana 1M	+10,0% +8,1%
ISIN	PLDINPL00011	Zmiana YTD	-7,9% -12,1%
Liczba akcji (mln)	98,0	Średni obrót 1M	37,1 mln PLN
MC (mln PLN)	26 137,5	Średni obrót 6M	49,7 mln PLN
EV (mln PLN)	26 788,9	EV/EBITDA 12M fwd	19,0 +12,6%
Free float	48,9%	EV/EBITDA 5Y avg	16,9 premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	7 647	10 126	13 017	15 937	19 071
EBITDA	725	1 036	1 318	1 604	1 931
marża EBITDA	9,5%	10,2%	10,1%	10,1%	10,1%
EBIT	562	838	1 067	1 300	1 578
Zysk netto	403	633	806	993	1 216
P/E	64,8	41,3	32,4	26,3	21,5
P/BV	16,1	11,5	8,5	6,4	4,9
EV/EBITDA	36,8	26,1	20,3	16,4	13,2
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			-2,8%	-4,3%	-5,4%
Zysk netto			-5,5%	-6,8%	-7,5%
Liczba sklepów			-3,3%	-4,3%	-5,0%
sprzedaż/mkw			+0,2%	+0,1%	+0,1%
marża EBITDA			+0,0 p.p.	+0,0 p.p.	+0,0 p.p.

Wyniki i przepływy operacyjne (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Liczba sklepów	1 218	1 473	1 779	2 079	2 394
Powierzchnia	472	572	693	811	936
Średnia powierzchnia skl.	388	389	389	390	391
MBNS	24,3%	25,7%	26,4%	26,2%	26,2%
Sklepów/centrum dystryb.	305	295	297	346	399
Przepływy oper.	799	820	1 390	1 649	1 953
Amortyzacja	164	198	251	304	353
Kapitał obrotowy	153	-96	253	269	299
Przepływy inw.	-828	-1 000	-1 084	-1 031	-1 164
CAPEX	-830	-1 002	-1 084	-1 031	-1 164
Przepływy fin.	155	366	-176	-77	-79
Wpływy/spłaty pożyczek	103	226	-101	0	0
FCF	-53	-217	284	594	766
FCF/EBITDA	-7%	-21%	22%	37%	40%
CFO/EBITDA	110%	79%	105%	103%	101%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
Liczba sklepów	1 779	2 079	2 394	2 693	2 977	3 247	3 517	3 787	4 057	4 327	4 327
Sprzedaż/mkw.	1 715	1 766	1 819	1 855	1 892	1 891	1 891	1 891	1 891	1 891	1 891
narzut SG&A	18,2%	18,1%	18,0%	17,9%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,0%	18,0%
Przychody	13 017	15 937	19 071	22 168	25 257	27 784	30 259	32 746	35 244	37 752	37 752
EBITDA	1 308	1 594	1 921	2 256	2 570	2 828	3 111	3 367	3 624	3 883	3 893
marża EBITDA	10,0%	10,0%	10,1%	10,2%	10,2%	10,2%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%
EBIT	1 067	1 300	1 578	1 860	2 123	2 332	2 565	2 769	2 983	3 236	3 236
Podatek	203	247	300	353	403	443	487	526	567	615	0
CAPEX	-1 084	-1 031	-1 164	-1 245	-1 167	-1 263	-1 377	-1 394	-651	-657	-657
Kapitał obrotowy	253	269	299	252	234	204	200	69	-659	-780	-780
FCF	284	594	766	920	1 245	1 336	1 456	1 526	1 757	1 841	1 896
PV FCF	266	521	624	696	872	866	873	845	898	868	894
WACC	6,6%	7,1%	7,5%	7,7%	7,9%	8,1%	8,2%	8,3%	8,3%	8,4%	8,4%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	3,0%
Zdyskontowana wartość FCF	16 672
Dług netto	592
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	238,76

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	307,50
DCF	50%	238,76
Cena wynikowa		273,13
Koszt kapitału 9M		6,5%
Cena docelowa za 9M		290,80

Eurocash trzymaj (obniżona)

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

Wyniki Eurocash za 4Q'20 były wspierane przez zdarzenia jednorazowe i po oczyszczeniu były poniżej naszych oczekiwań oraz oczekiwań rynkowych. Zgodnie z komentarzem zarządu sprzedaż spółki była niższa r/r w styczniu i lutym. Naszym zdaniem w marcu sprzedaż również była pod presją r/r ze względu na wprowadzenie restrykcji w związku z pandemią COVID-19 oraz w związku z ograniczonym efektem świąt Wielkanocnych. Oczekujemy, że efekt bazy oraz oczekiwana poprawa rentowności w segmencie detalicznym pozwoli spółce na poprawę wyników r/r od 2Q'21. Na początku kwietnia spółka poinformowała o rozpoczęciu przeglądu opcji strategicznych obejmujących m.in. pozyskanie inwestora do zorganizowanej części biznesu oraz restrukturyzację Grupy. Naszym zdaniem potencjalna sprzedaż części biznesu może pozytywnie wpłynąć na kondycję finansową Grupy oraz pozwoli Eurocash skupić się na najbardziej perspektywicznych częściach biznesu. Po gorszych od oczekiwań wynikach za 2020 rok, obniżamy nasze prognozy na kolejne lata oraz obniżamy naszą cenę docelową. Jednocześnie po wzrostach kursu obniżamy nasze zalecenie inwestycyjne z kupuj do trzymaj.

Cena bieżąca 15,77 PLN **potencjał zmiany**
Cena docelowa 16,50 PLN **+4,6%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	16,50 PLN	2021-04-09
poprzednia	kupuj	19,90 PLN	2020-07-02
Podstawowe dane		EUR PW	vs. WIG
Ticker	EUR PW	Zmiana 1M	16,4%
ISIN	PLEURCH00011	Zmiana YTD	12,2%
Liczba akcji (mln)	139,2	Średni obrót 1M	7,2 mln PLN
MC (mln PLN)	2 194,6	Średni obrót 6M	5,2 mln PLN
EV (mln PLN)	2 771,1	EV/EBITDA 12M fwd	5,5 -33,1%
Free float	56,0%	EV/EBITDA 5Y avg	8,2 dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	24 852	25 411	26 165	26 554	26 904
EBITDA skor.	400	401	433	464	475
marża EBITDA	1,6%	1,6%	1,7%	1,7%	1,8%
EBIT skor.	208	221	234	259	266
Zysk netto skor.	79	72	120	186	191
P/E skor.	27,7	30,5	18,3	11,8	11,5
P/BV	2,3	2,2	2,2	2,1	2,1
EV/EBITDA skor.	6,9	7,1	6,4	5,8	5,5
DPS	1,03	0,02	0,50	0,50	0,80
DYield	6,5%	0,2%	3,2%	3,2%	5,1%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
EBITDA			-6,8%	-7,0%	-7,1%
Zysk netto			-30,8%	-6,0%	-6,4%
Hurt (EBITDA)			-4,4%	-4,5%	-4,6%
Detal (EBITDA)			-15,4%	-13,7%	-13,0%
Projekty (EBITDA)			-	-	-

Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Hurt (S)	18 710	18 893	19 251	19 328	19 366
Detal (S)	5 905	6 091	6 423	6 733	7 043
Projekty (S)	105	300	373	375	377
Inne (EBITDA)	-97	-107	-109	-112	-114
Przepływy oper.	683	531	506	522	531
D&A	310	218	229	235	240
D&A (leasing)	240	336	5	6	6
Kapitał obrotowy	-14	-112	50	31	29
Przepływy inw.	-300	-301	-215	-217	-220
CAPEX	-237	-252	-215	-217	-220
Przepływy fin.	-433	-285	-227	-316	-258
Dywidenda/buyback	-143	-3	-70	-70	-111
FCF	118	-71	202	207	237
FCF/EBITDA	29%	-18%	47%	45%	50%
CFO/EBITDA	123%	113%	101%	98%	98%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
Hurt (EBITDA)	467	460	451	448	446	444	445	446	446	446	446
Detal (EBITDA)	153	194	217	227	234	236	238	239	239	240	240
Projekty (EBITDA)	-48	-49	-49	-49	-49	-50	-50	-50	-50	-50	-50
Przychody	26 165	26 554	26 904	27 126	27 250	27 259	27 339	27 420	27 502	27 585	27 585
EBITDA	433	464	475	480	482	480	480	479	479	478	478
marża EBITDA	1,65%	1,75%	1,77%	1,77%	1,77%	1,76%	1,75%	1,75%	1,74%	1,73%	1,73%
EBIT	220	244	251	251	249	246	244	243	241	239	239
Podatek	81	85	63	63	50	49	49	49	48	48	48
CAPEX	-215	-217	-220	-222	-192	-197	-207	-207	-252	-253	-253
Kapitał obrotowy	50	31	29	24	20	15	19	19	19	19	19
FCF	202	207	237	235	275	264	257	256	211	210	210
PV FCF	191	181	193	177	192	171	154	142	109	100	
WACC	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Cykl konwersji zapasów	21,5	22,6	22,5	22,5	22,5
Cykl konwersji należności	20,6	18,8	18,6	18,4	18,2
Cykl konwersji zobowiązań	64,1	61,3	61,3	61,3	61,3
Cykl konwersji gotówki	-22,0	-19,9	-20,1	-20,3	-20,5
Narzut SG&A	12%	12%	12%	11%	11%
Dług netto	502	573	509	420	368
Dług netto/EBITDA (x)	0,9	1,2	1,0	0,8	0,7

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
Minimum	11,3	10,1	9,2	4,6	4,5	4,3
Maksimum	32,9	25,9	20,5	20,7	16,4	13,1
Mediana	15,5	13,2	11,5	5,7	5,3	5,5
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	0,5%
Zdyskontowana wartość FCF	2 890
Dług netto	346
Inne korekty	61
Wycena DCF na akcję (PLN)	17,84

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	13,53
DCF	50%	17,84
Cena wynikowa		15,68
Koszt kapitału 9M		5,4%
Cena docelowa za 9M		16,50

Jeronimo Martins trzymał (obniżona)

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

Jeronimo Martins opublikowało wyniki 4Q'20 zgodne z oczekiwaniami rynkowymi i naszymi oczekiwaniami. Zarząd zaproponował wypłatę 50% zysku netto w dywidendzie (zgodnie z polityką dywidendową) oraz zaplanował przeznaczyć na nakłady inwestycyjne około 700 mln EUR w 2021 roku vs. 470 mln EUR wydane w 2020 roku. Naszym zdaniem pokazuje to mocną pozycję finansową spółki. Jednocześnie zarząd potwierdził, że nadal jest zainteresowany ekspansją działalności na rynek rumuński. W 2021 roku Jeronimo Martins będzie się starało utrzymać rentowność EBITDA w sieci Biedronka r/r pomimo wprowadzonego podatku handlowego. Widzimy potencjał do poprawy wyniku r/r w biznesach portugalskich, Hebe oraz Ara. Wyniki za 1Q'21 zostaną opublikowane 28 kwietnia 2021 roku. Nieznacznie obniżamy nasze prognozy na spółkę oraz cenę docelową. Jednocześnie po wzrostach kursu od wydania ostatniego przeglądu miesięcznego obniżamy naszą rekomendację z akumuluj do trzymaj.

Cena bieżąca 14,29 EUR **potencjał zmiany**
Cena docelowa 14,50 EUR **+1,5%**

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	trzymaj	14,50 EUR	2021-04-09
poprzednia	akumuluj	15,30 EUR	2020-08-04
Podstawowe dane			JMT PL vs. WIG
Ticker	JMT PL	Zmiana 1M	+7,8% +5,9%
ISIN	PTJMT0AE0001	Zmiana YTD	+3,4% -0,9%
Liczba akcji (mln)	629,3	Średni obrót 1M	11,7 mln EUR
MC (mln EUR)	8 989,5	Średni obrót 6M	10,2 mln EUR
EV (mln EUR)	8 426,4	EV/EBITDA 12M fwd	6,5 -26,8%
Free float	38,9%	EV/EBITDA 5Y avg	8,9 dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln EUR)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	18 638	19 293	20 687	22 354	23 385
EBITDA skor.	1 037	974	1 192	1 285	1 320
marża EBITDA	5,6%	5,0%	5,8%	5,7%	5,6%
EBIT skor.	632	552	729	794	806
Zysk netto skor.	535	456	577	625	634
P/E skor.	16,8	19,7	15,6	14,4	14,2
P/BV	4,6	4,3	3,7	3,3	3,0
EV/EBITDA skor.	8,7	8,9	7,1	6,3	5,9
DPS	0,35	0,23	0,29	0,35	0,36
DYield	2,4%	1,6%	2,0%	2,5%	2,5%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
EBITDA			-1,4%	+1,7%	+1,9%
Zysk netto			+8,7%	+11,4%	+9,5%
Biedronka (s/mkw. r/r)			-0,6 p.p.	+3,0 p.p.	+0,0 p.p.
Pingo Doce (s/mkw. r/r)			-0,7 p.p.	+0,0 p.p.	+0,0 p.p.
Recheio (s/mkw. r/r)			-0,1 p.p.	-0,2 p.p.	-0,2 p.p.

Wyniki i przepływy operacyjne (bez MSSF 16)

(mln EUR)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA Biedronka	918	979	1 070	1 149	1 179
EBITDA Pingo Doce	200	160	199	199	197
EBITDA Recheio	55	28	51	54	54
EBITDA Pozostałe	-62	-57	8	19	26
CCC w dniach	-70	-67	-67	-67	-67
Przepływy oper.	1 492	1 415	1 613	1 744	1 703
D&A	405	422	463	490	513
D&A (leasing)	399	427	446	464	480
Kapitał obrotowy	329	-19	194	233	144
Przepływy inw.	-567	-525	-700	-714	-678
Przepływy fin.	-549	-680	-657	-718	-740
Dywidenda/buyback	220	145	181	222	225
FCF	646	253	471	570	548
FCF/EBITDA	62%	26%	40%	44%	42%
CFO/EBITDA	144%	145%	135%	136%	129%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln EUR)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
Biedronka (sklepy)	3 195	3 255	3 295	3 335	3 375	3 415	3 455	3 495	3 535	3 575	3 495
Pingo Doce (sklepy)	453	453	453	453	453	453	453	453	453	453	453
Ara (sklepy)	823	983	1 143	1 263	1 343	1 383	1 423	1 463	1 503	1 543	1 463
Przychody	20 687	22 354	23 385	24 314	25 163	25 999	26 845	27 749	28 715	29 749	30 195
EBITDA	1 192	1 285	1 320	1 347	1 370	1 400	1 431	1 462	1 494	1 527	1 606
marża EBITDA	5,8%	5,7%	5,6%	5,5%	5,4%	5,4%	5,3%	5,3%	5,2%	5,1%	5,3%
EBIT	729	794	806	817	829	853	881	914	950	987	1 019
Podatek	215	234	237	241	244	251	260	269	280	291	300
CAPEX	-700	-714	-678	-644	-612	-581	-552	-525	-499	-541	-541
Kapitał obrotowy	194	233	144	130	119	117	118	126	135	144	118
FCF	471	570	548	592	632	684	737	794	851	840	748
PV FCF	444	496	441	439	434	433	431	429	424	387	318
WACC	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln EUR)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
MBNS	21,9%	21,9%	21,9%	21,9%	21,9%
narzut SG&A	18,4%	18,8%	18,4%	18,4%	18,5%
Biedronka (s/mkw. r/r)	3,5%	1,9%	2,4%	3,9%	-0,1%
Pingo Doce (s/mkw. r/r)	1,9%	-3,5%	1,5%	0,9%	-0,1%
Recheio (s/mkw. r/r)	2,1%	-15,9%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto*	-290	-564	-970	-1 281	-1 661
Dług netto/EBITDA (x)*	-0,3	-0,6	-0,8	-1,0	-1,3

*bez MSSF 16

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
Minimum	0,4	0,5	0,9	5,6	4,9	4,5
Maksimum	17,4	13,1	13,1	22,6	17,1	14,7
Mediana	13,3	11,5	10,5	5,7	5,3	5,5
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Podsumowanie DCF

(mln EUR)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	1,5%
Zdyskontowana wartość FCF	9 723
Dług netto	93
Inne korekty	225
Wycena DCF na akcję (PLN)	14,95

Wycena

(EUR)	waga	cena
Porównawcza	50%	12,44
DCF	50%	14,95
cena wynikowa		13,69
koszt kapitału 9M		6,2%
cena docelowa za 9M		14,50

VRG kupuj (bez zmian)

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08

piotr.bogusz@mbank.pl

Kurs VRG zachowywał się znacznie gorzej niż kursy CCC i LPP w okresie od grudnia do marca. Spółka zaraportowała szacunkowe wyniki za 4Q'20, które były zgodne z naszymi oczekiwaniami. Pełne wyniki za 4Q'20 zostaną opublikowane 16 kwietnia 2021. Oczekujemy, że spółka zaraportuje dalsze postępy w poprawie cyklu konwersji gotówki na koniec 2020 roku. Na początku kwietnia spółka zaraportowała sprzedaż za marzec (+40,3% r/r), gdzie za gros wzrostu sprzedaży odpowiadał segment jubilerski (nominalny wynik 30% powyżej sprzedaży z marca 2019 r.). Jednocześnie spółka odbudowała częściowo marżę brutto na sprzedaży w stosunku do analogicznego okresu 2019 roku. Nadal relatywnie niską dynamikę sprzedaży r/r odnotowuje segment odzieżowy. Naszym zdaniem potencjalne luzowanie obostrzeń dotyczących imprez okolicznościowych w kolejnych miesiącach mogą pozytywnie wpłynąć na dynamikę sprzedaży tego segmentu. Oczekujemy, że odpowiednie przygotowanie spółki do nowych realiów prowadzenia biznesu oraz efekt niskiej bazy będą pozytywnie wpływały na dynamikę wyników r/r w kolejnych miesiącach.

Cena bieżąca	2,82 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	3,14 PLN	+11,3%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	kupuj	3,14 PLN	2020-09-23

Podstawowe dane			VRG PW	vs. WIG
Ticker	VRG PW	Zmiana 1M	+7,2%	+5,3%
ISIN	PLVSTLA00011	Zmiana YTD	+1,8%	-2,4%
Liczba akcji (mln)	234,5	Średni obrót 1M	0,5 mln PLN	
MC (mln PLN)	661,2	Średni obrót 6M	0,4 mln PLN	
EV (mln PLN)	693,9	EV/EBITDA 12M fwd	5,0	-38,1%
Free float	40,1%	EV/EBITDA 5Y avg	8,0	dyskonto

Prognozy Biura maklerskiego mBanku (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	1 068	904	1 066	1 185	1 227
EBITDA skor.	111	39	67	94	105
marża EBITDA	10,4%	4,4%	6,3%	7,9%	8,6%
EBIT	87	19	48	74	85
Zysk netto	66	8	29	53	66
P/E	10,0	82,9	22,7	12,4	10,0
P/BV	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA skor.	6,5	18,6	10,3	7,1	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%
Sprzedaż det/mkw.			0,0%	0,0%	0,0%
SG&A/mkw.			0,0%	0,0%	0,0%
Powierzchnia			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki (bez MSSF 16) i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Segment odzieżowy (S)	692	544	648	746	768
Segment odzieżowy (EBIT)	43	-17	12	36	35
Segment jubilerski (S)	376	360	418	439	459
Segment jubilerski (EBIT)	44,5	35,7	42,6	45,0	50,2
MBNS	52,1%	49,6%	50,7%	51,0%	51,6%
Przepływy oper.	109	110	156	151	169
D&A	24	21	19	20	20
Dodatkowy D&A (MSSF 16)	87	96	99	104	107
Kapitał obrotowy	-75	7	9	-25	-22
Przepływy inw.	-17	-15	-20	-22	-22
Przepływy fin.	-100	-73	-141	-132	-149
Kredyty/pozyczki	-5	27	-42	-28	-42
FCF	-6	35	48	33	45
FCF/EBITDA	-6%	88%	71%	35%	43%
CFO/EBITDA	19%	35%	84%	51%	59%

Model DCF (bez MSSF 16)

(mln PLN)	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	+
Sprzedaż det/mkw.	1 408	1 675	1 808	1 804	1 818	1 824	1 829	1 834	1 840	1 845	1 845
SG&A/mkw.	652	772	808	805	811	814	820	826	832	839	839
Powierzchnia	53	53	56	57	59	59	60	61	62	62	62
Przychody	904	1 066	1 185	1 227	1 266	1 290	1 309	1 329	1 350	1 371	1 399
EBITDA	39	67	94	105	108	110	109	107	106	104	106
marża EBITDA	4,4%	6,3%	7,9%	8,6%	8,5%	8,5%	8,3%	8,1%	7,9%	7,6%	7,6%
EBIT	19	48	74	85	87	89	88	86	85	83	85
Podatek	-3	9	14	16	17	17	17	16	16	16	16
CAPEX	15	20	22	22	22	21	21	20	20	20	21
Kapitał obrotowy	7	9	-25	-22	-8	-8	-8	-9	-9	-6	-6
FCF	35	48	33	45	62	64	63	62	60	61	62
PV FCF	34	43	27	34	43	41	38	34	31	29	
WACC	8,6%	8,7%	8,8%	8,5%	8,5%	8,4%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Wskaźniki (bez MSSF 16)

(mln PLN)	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Sprz./mkw. (odzieżowy)	1 048	719	927	1 049	1 010
Sprz./mkw. (jubilerski)	2 689	2 314	2 693	2 759	2 829
SG&A/mkw. (odzieżowy)	598	538	626	643	646
SG&A/mkw. (jubilerski)	1 216	1 140	1 304	1 368	1 381
Środki pieniężne	25	47	42	40	39
Dług netto	66	70	33	7	-34
Dług netto/EBITDA (x)	0,6	1,8	0,5	0,1	-0,3

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
Minimum	6,1	5,9	5,2	4,7	3,7	3,5
Maksimum	174,6	53,4	28,2	22,0	23,9	15,2
Mediana	18,3	19,9	13,5	8,2	7,2	5,7
waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,0
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	845
Dług netto	66
Inne korekty	0
Wycena DCF na akcję (PLN)	3,32

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	2,60
DCF	50%	3,32
Cena wynikowa		2,96
Koszt kapitału 9M		6,4%
Cena docelowa za 9M		3,14

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

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, Comarch, Sygnity, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzenie 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_rynnek/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, Comarch, Sygnity, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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

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

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

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

Sporządzenie nowych rekomendacji zakończyło się 9 kwietnia 2021 o godzinie 8:00. Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 9 kwietnia 2021 o godzinie 8:30.

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

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Answear, Assec Poland, ATM, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BNP Paribas Bank Polska, Boryszew, BOS, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, Cognor, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, GPW, Groclin, i2 Development, ING BSK, Kruk, Lokum Developer, LW Bogdanka, Mennica Polska, Mo-BRUK, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA1 Dom Maklerski, Opono.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primetech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawipflug, 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.

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

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Biura maklerskiego mBanku z Pekaó 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_rynnek/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 założeń prognostycznych w modelu

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

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

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

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

Grupy porównawcze wykorzystywane w wycenie poszczególnych spółek

11 bit studios	Activision, Blizzard, CAPCOM, Electronic Arts, Paradox Interactive, Take Two Interactive, Ubisoft Entertainment
Agora	Axel Springer, Cinemark Holdings, Cineworld, Daily Mail&General, IMAX Corp, JC Decaux, Lagardere, Sanoma, Schibsted, Stroeer Media
Allegro	Alibaba, Amazon, Asos, Boohoo, Ebay, Etsy, Global Fashion Group, Jd.Com, Lojas Americanas, Magazine Luiza, Mercadolibre, Overstock.Com, Via Varejo, Vipshop Holdings, Zalando, Zozo
AmRest	Alsea, Autogrill, Chipotle Mexican, Collins Foods, Jack In The Box, McDonalds, Mitchells & Butlers, Starbucks, Texas Roadhouse, Wendy's, Yum! Brands
Answer	Alibaba Group, Amazon.com, Asos, Boohoo, Ebay, Global Fashion Group, Lojas Americanas, Overstock.com, Via Varejo, Zalando, Zozo
Asseco Poland	Atos, CAP Gemini, Comarch, Computacenter, Fiserv, Indra Sistemas, Oracle, Sage Group, SAP, Software AG
CCC	Adidas, Asos, Boohoo.com, Caleries, Crocs, Foot Locker, Geox, Nike, Steven Madden, Tod's, Zalando
CD Projekt	Activision, Blizzard, CAPCOM, Electronic Arts, Take Two Interactive, Ubisoft Entertainment
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
Dino	Carrefour, Eurocash, Jeronimo Martins, Magnit, Metro, O'Key Group, Tesco, X5
Eurocash	Carrefour, Dino, Jeronimo Martins, Magnit, Metro, O'Key Group, Tesco, X5
Famur	Caterpillar, Epiroc, Komatsu, Sandvik, Weir Group, Metso, Flsmidth
Grupa Azoty	Acron, Agrium, CF Industries, Israel Chemicals, K+S, Mosaic, Phosagro, Potash, Yara
Jeronimo Martins	BIM, Carrefour, Dino, Eurocash, Magnit, Metro, O'Key, Group, Tesco, X5
JSW	Alliance Resource Partners, Arch Coal, Banpu Public, BHP Billiton, Bukin Asam, China Coal, Cloud Peak Energy, Cokal, Henan Shenhua, 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, Constellium, 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
LPP	CCC, H&M, Hugo Boss, Inditex, Marks & Spencer, Next, Tom Tailor
Mo-BRUK	Advanced Disposia Services, Alumetal, Ambipar Participacoes, Asahi Holdings, Befesa, Biffa, Bingo Industries, Charah Solutions, China Resource and Enviro, Cleacaway Waste Management, Cognor, Comercial Metals, Daiseki, GFL Environmental, Insun, Lassila & Tikanoja, Renewi, Schnitzer Steel, Seche Environment, Sims Metal, Tervita, US Ecology, Waste Management, Wolverine Energy
Netia	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Mobile Telesystems, O2 Czech, Orange, Orange Polska, Rostelecom, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
Orange Polska	BT Group, Cyfrowy Polsat, Deutsche Telekom, Hellenic Telecom, Koninklijke KPN, Magyar Telekom, Mobile Telesystems, Netia, O2 Czech, Orange, Rostelecom, Telecom Italia, Telefonica, Telekom Austria, Telenor, Turk Telekomunikasyon, Turkcell Iletisim Hizmet, Vodafone Group
PGNiG	A2A, BP, Centrica, Enagas, Endesa, Enea, Energa, Engie, ENI, EON, Galp Energia, Gas Natural, Gazprom, Hera, MOL, Novatek, OMV, Red Electrica, Romgaz, RWE, Shell, Snam, Statoil, Total
PKN Orlen	Braskem, Dow Chemical, Eastman, Formosa Plastics, Hellenic Petroleum, Huntsman, Lotos, Lotte, Lyondellbasell, Mitsubishi, Mitsui Chemicals, MOL, Motor Oil, Neste, OMV, OMV Petrom, Petronas, Saras, Tupras, Westlake Chemical
PKP Cargo	Aurizon Holdings, Canadian National Railway, Canadian Pacific Railway, Center for Cargo Container, China Railway Group, China Railway Tielong Container Logistics, CSX Corp, Daqin Railway, Global Ports Holding, Globaltrans Investment, Hamburger Hafen und Logistik, Hub Group, Kansas City Southern, Kuehne + Nagel International, Log-In Logistica Intermodal, Nikkon Holdings, Norfolk Southern Corp, Rumo, Tidewater Midstream, Union Pacific Corp
PlayWay	Activision, Blizzard, CAPCOM, Electronic Arts, Hasbro, Konami, SEGA Sammy, Take Two Interactive, Ubisoft Entertainment, Gungho Online, Squasre Enix, Playtech, 11 bit studios
Polenergia	Abo Wind, Avangrid, Azure Power Global, Boralex, Cez, Clearway Energy, E.On, EdF, EDP, EDP Renovaveis, Elia Group, Encavis, Endesa, Enel, Engie, Eolus Vind, EVN, Falck Renewables, Fortum, Iberdrola, Iren, National Grid, Neoen, Orsted, PNE, Red Electrica, Redes Energeticas, Renova, RWE, Scatec Solar, Solaria Energia, SSE, Terna, Terna Energy, Tilt Renewables, Transalta Renewables, Xcel Energy
Skarbiec Holding	Affiliated Managers, AllianceBernstein, Ashmore Group, Blackrock, Brewin Dolphin, Eaton Vance Mgmt, Franklin Resources, GAM Holding, Invesco, Investec, Janus Henderson, Jupiter AM, Legg Mason, Liontrust AM, Och-Ziff Capital Mgmt., Schroders, Standard Life, T Rowe Price
Stalprodukt	Baoshan Iron and Steel, Befesa, Boliden, Cleveland Cliffs, Gem, Hinustan Zinc, Kloeckner, Korea Zinc, Material Technologies, Novolipetsk Steel, Nyrstar, Posco, Salgitter, SSAB, Tata Steel, ThyssenKrupp, Umicore, United States Steel, Vallourec, Voestalpine, Yechiu Metal Recycling
Sygnity	Ailleron, Asseco Business Solutions, Asseco Poland, Asseco South Eastern Europe, Atende, Comarch
Ten Square Games	Nexon, NetEase, IGG, Gree, NHN, Naver, Koei, Wuhu, Tencent, Zynga
Wirtualna Polska	eBay, Facebook, Google, Mail.ru, Sina, Yahoo Japan, Yandex
VRG	CCC, Chow Sang, Chow Tai Fook, H&M, Hugo Boss, Inditex, Lao Fen Xiang, Lao Feng, LPP, Luk Fook, Marks & Spencer, Next, Pandora, Tiffany

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

rekomendacja	sprzedaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2021-03-02	2020-09-02	2020-06-03	2020-05-05
cena docelowa (PLN)	493,00	493,00	476,00	422,00
kurs z dnia rekomendacji	558,00	482,00	475,00	408,50

AC

rekomendacja	przeważaj	równoważ	równoważ
data wydania	2020-12-08	2020-06-29	2020-05-21
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	36,40	38,50	36,50

Agora

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2020-12-08	2020-06-03	2020-04-15
cena docelowa (PLN)	7,60	8,60	8,60
kurs z dnia rekomendacji	6,96	8,36	7,74

Ailleron

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

Alior Bank

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	trzymaj	kupuj
data wydania	2020-11-19	2020-11-05	2020-06-03	2020-04-16
cena docelowa (PLN)	18,78	14,98	14,98	21,00
kurs z dnia rekomendacji	17,50	13,39	15,19	16,45

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	równoważ	równoważ
data wydania	2021-04-09	2021-02-26	2021-01-29	2021-01-15	2020-12-08	2020-10-19	2020-09-30	2020-07-30	2020-06-29	2020-05-21	
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
kurs z dnia rekomendacji	59,00	52,80	53,20	52,00	44,50	36,00	35,90	38,00	40,10	37,00	

Amica

rekomendacja	niedoważaj	niedoważaj	równoważ	równoważ	przeważaj	przeważaj	równoważ
data wydania	2021-04-09	2021-02-26	2021-01-18	2020-12-08	2020-09-30	2020-07-30	2020-06-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	153,20	145,00	145,80	149,60	136,60	145,00	120,00

AmRest

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

Answer

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

Apator

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2020-12-08	2020-09-30	2020-06-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	22,40	20,60	20,80

Asseco BS

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2020-09-02	2020-05-05	2020-04-23
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	36,00	35,80	35,80

Asseco Poland

rekomendacja	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2020-09-02	2020-08-04	2020-06-03	2020-05-05
cena docelowa (PLN)	80,70	68,39	68,39	63,90
kurs z dnia rekomendacji	70,20	66,50	72,60	64,70

Asseco SEE

rekomendacja	przeważaj	przeważaj
data wydania	2020-08-07	2020-05-05
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	43,70	31,40

Astarta

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2021-01-28	2020-12-08	2020-10-27	2020-05-11
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	36,20	25,20	21,80	11,75

Atende

rekomendacja	przeważaj	równoważ
data wydania	2020-11-27	2020-05-05
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,44	2,94

BNP Paribas Polska

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

Boryszew

rekomendacja	równoważ	równoważ	niedoważaj
data wydania	2020-12-08	2020-09-09	2020-06-08
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	2,87	3,39	3,59

CCC

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	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	99,76	97,88	85,70	71,38

CD Projekt

rekomendacja	redukuj	trzymaj	sprzedaj	redukuj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2021-04-09	2021-03-02	2021-02-02	2020-12-23	2020-12-08	2020-11-05	2020-10-02	2020-09-02	2020-06-03	2020-05-05
cena docelowa (PLN)	172,60	232,00	232,00	232,00	445,10	421,60	429,10	429,10	388,10	342,50
kurs z dnia rekomendacji	183,00	240,30	305,80	267,70	425,10	381,20	382,60	440,70	388,20	357,90

CEZ

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2021-04-09	2020-11-20	2020-10-02	2020-06-03	2020-05-05
cena docelowa (CZK)	693,24	601,40	514,80	514,80	527,86
kurs z dnia rekomendacji	565,00	468,00	438,00	489,00	451,00

Ciech

rekomendacja	trzymaj	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	kupuj
data wydania	2020-12-08	2020-11-05	2020-10-02	2020-07-02	2020-05-29	2020-04-14
cena docelowa (PLN)	32,59	34,27	30,10	34,09	38,94	45,14
kurs z dnia rekomendacji	30,35	27,45	27,25	32,30	39,25	31,80

Cognor

rekomendacja	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2021-04-09	2021-03-05	2021-02-10	2020-12-08	2020-09-25	2020-08-04	2020-04-22
cena docelowa (PLN)	3,19	3,19	2,89	2,29	2,03	1,98	0,94
kurs z dnia rekomendacji	3,16	2,55	2,15	1,25	1,10	0,93	0,95

Comarch

rekomendacja	kupuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2021-03-30	2020-09-29	2020-05-13
cena docelowa (PLN)	267,00	247,60	220,30
kurs z dnia rekomendacji	219,00	204,00	210,00

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	akumuluj	akumuluj	trzymaj	sprzedaj	redukuj	redukuj
data wydania	2021-04-09	2021-03-02	2020-12-08	2020-07-02	2020-06-03	2020-05-05
cena docelowa (PLN)	290,80	263,10	263,10	155,60	155,60	151,60
kurs z dnia rekomendacji	266,60	248,80	269,80	199,10	185,70	173,70

Enea

rekomendacja	zawieszona	zawieszona	zawieszona
data wydania	2021-04-09	2020-12-08	2020-06-23
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	6,83	5,60	7,90

Energa

rekomendacja	zawieszona	zawieszona	zawieszona
data wydania	2021-04-09	2020-12-08	2020-06-03
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	7,81	7,80	8,19

Erste Group

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

Eurocash

rekomendacja	trzymaj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2021-04-09	2020-07-02	2020-06-03	2020-05-05
cena docelowa (PLN)	16,50	19,90	19,90	20,50
kurs z dnia rekomendacji	15,77	17,34	18,50	21,10

Famur

rekomendacja	trzymaj	kupuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2021-04-09	2020-12-08	2020-08-04	2020-04-30
cena docelowa (PLN)	2,50	3,30	2,86	2,20
kurs z dnia rekomendacji	2,53	1,90	1,70	2,08

Forte

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	przeważaj	przeważaj	równoważ
data wydania	2021-01-29	2020-12-08	2020-09-30	2020-08-28	2020-06-29	2020-05-21
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	43,50	38,80	32,40	28,85	20,25	17,60

GPW

rekomendacja	trzymaj	redukuj	redukuj	sprzedaj	trzymaj
data wydania	2021-04-09	2020-12-08	2020-11-05	2020-09-30	2020-05-20
cena docelowa (PLN)	44,48	40,60	39,19	39,19	41,56
kurs z dnia rekomendacji	45,76	43,00	44,80	47,10	40,00

Grupa Azoty

rekomendacja	trzymaj	sprzedaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2021-04-09	2021-01-14	2020-12-08	2020-09-02	2020-07-02	2020-04-17
cena docelowa (PLN)	30,23	23,65	24,54	25,83	29,90	28,42
kurs z dnia rekomendacji	31,00	28,95	26,85	25,30	30,45	28,00

Handlowy

rekomendacja	trzymaj	kupuj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2020-11-19	2020-11-05	2020-06-03	2020-04-16
cena docelowa (PLN)	36,45	37,64	37,64	39,86
kurs z dnia rekomendacji	35,60	29,60	38,00	39,50

ING BSK

rekomendacja	redukuj	trzymaj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2020-11-19	2020-10-02	2020-06-03	2020-04-16
cena docelowa (PLN)	143,10	117,78	117,78	114,14
kurs z dnia rekomendacji	155,20	124,40	145,20	141,00

Jeronimo Martins

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2021-04-09	2020-08-04	2020-06-03
cena docelowa (EUR)	14,50	15,30	15,30
kurs z dnia rekomendacji	14,42	14,29	15,46

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)	48,09	46,40	36,58	20,14	25,96	15,82	16,41
kurs z dnia rekomendacji	31,88	34,80	25,53	18,20	25,00	15,18	17,40

Kernel

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2021-03-12	2021-01-27	2020-12-08	2020-11-05	2020-09-23	2020-06-03
cena docelowa (PLN)	71,84	62,93	57,39	53,66	56,35	44,58
kurs z dnia rekomendacji	54,00	54,50	46,75	39,00	39,90	43,80

Grupa Kęty

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2021-04-09	2020-12-08	2020-11-05	2020-09-02	2020-06-25	2020-04-07
cena docelowa (PLN)	534,23	472,99	422,81	465,74	453,70	335,96
kurs z dnia rekomendacji	569,00	449,50	410,00	482,50	432,00	339,00

KGHM

rekomendacja	kupuj	kupuj	trzymaj	redukuj	trzymaj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2021-04-09	2021-03-24	2020-12-08	2020-10-02	2020-07-29	2020-06-03	2020-05-05
cena docelowa (PLN)	222,05	230,25	152,27	103,84	124,67	62,94	46,83
kurs z dnia rekomendacji	199,20	177,05	177,20	115,15	129,45	88,10	74,00

Komercni Banka

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

Kruk

rekomendacja	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-02-02	2020-12-08	2020-09-03
cena docelowa (PLN)	174,96	174,96	183,17
kurs z dnia rekomendacji	168,30	142,30	156,70

Kruszwica

rekomendacja	zawieszona	niedoważaj	równoważ	przeważaj	równoważ	przeważaj	przeważaj
data wydania	2021-02-26	2021-01-12	2020-12-08	2020-10-29	2020-06-29	2020-05-21	2020-05-13
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	65,80	66,00	56,60	53,20	60,40	59,00	54,80

Lotos

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	redukuj
data wydania	2021-04-09	2021-03-25	2020-12-08	2020-10-02	2020-09-02	2020-07-02	2020-06-03	2020-04-07
cena docelowa (PLN)	53,39	54,00	49,01	47,09	47,09	55,87	60,39	59,22
kurs z dnia rekomendacji	45,15	42,44	37,30	34,00	39,22	60,14	60,52	65,10

LPP

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2021-04-09	2021-02-02	2020-12-08	2020-11-05	2020-10-02	2020-08-04	2020-07-02	2020-06-03	2020-05-05
cena docelowa (PLN)	9 300,00	8 500,00	8 500,00	7 600,00	7 900,00	7 900,00	6 900,00	6 900,00	5 800,00
kurs z dnia rekomendacji	8 615,00	7 700,00	7 285,00	5 995,00	6 800,00	7 105,00	6 110,00	6 980,00	6 075,00

Mangata

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	równoważ	równoważ
data wydania	2021-04-09	2020-12-08	2020-09-30	2020-06-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	70,60	55,50	47,00	50,50

Millennium

rekomendacja	trzymaj	kupuj	trzymaj
data wydania	2020-11-19	2020-06-03	2020-04-16
cena docelowa (PLN)	2,88	3,72	3,38
kurs z dnia rekomendacji	2,93	2,64	3,28

Mo-BRUK

rekomendacja	akumuluj	kupuj
data wydania	2021-04-09	2021-01-11
cena docelowa (PLN)	426,72	387,49
kurs z dnia rekomendacji	396,00	246,00

MOL

rekomendacja	trzymaj	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2021-04-09	2021-03-25	2020-02-02	2020-12-08	2020-09-02	2020-08-04	2020-07-02	2020-06-03
cena docelowa (HUF)	2 294,00	2 571,00	2 379,00	2 379,00	1 976,00	2 158,00	2 158,00	2 072,00
kurs z dnia rekomendacji	2 150,00	2 184,00	2 220,00	2 002,00	1 686,00	1 722,00	1 821,00	1 916,00

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	trzymaj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2020-12-08	2020-08-04	2020-05-05
cena docelowa (PLN)	4,70	4,40	4,40
kurs z dnia rekomendacji	4,50	4,46	3,91

Orange Polska

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2020-12-08	2020-07-30	2020-06-03
cena docelowa (PLN)	8,20	8,30	6,90
kurs z dnia rekomendacji	6,52	7,07	6,49

OTP Bank

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

Pekao

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-11-19	2020-06-03	2020-04-16
cena docelowa (PLN)	75,93	68,90	77,70
kurs z dnia rekomendacji	57,94	52,40	54,30

PGE

rekomendacja	zawieszona	zawieszona	zawieszona
data wydania	2021-04-09	2020-12-08	2020-04-27
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	7,25	5,77	4,05

PGNIG

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-04-09	2021-02-02	2020-12-08	2020-09-22	2020-09-02	2020-08-04	2020-07-02	2020-06-03	2020-04-07	
cena docelowa (PLN)	6,84	6,39	6,39	5,97	5,94	5,94	5,23	4,91	4,44	
kurs z dnia rekomendacji	6,45	5,72	5,21	4,56	5,15	5,10	4,63	4,31	3,48	

PKN Orlen

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2021-03-25	2020-12-08	2020-09-02	2020-07-02	2020-06-03	2020-05-05
cena docelowa (PLN)	60,64	58,40	56,37	67,72	66,85	58,61
kurs z dnia rekomendacji	62,82	59,60	50,32	63,28	67,80	59,52

PKO BP

rekomendacja	kupuj	akumuluj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2020-11-19	2020-11-05	2020-06-03	2020-04-16
cena docelowa (PLN)	32,40	22,58	22,58	24,85
kurs z dnia rekomendacji	27,23	20,44	22,06	22,14

PKP Cargo

rekomendacja	sprzedaj	trzymaj	trzymaj	redukuj	trzymaj
data wydania	2021-04-09	2020-12-08	2020-09-02	2020-07-02	2020-05-05
cena docelowa (PLN)	16,21	13,97	12,80	12,37	12,37
kurs z dnia rekomendacji	19,08	13,20	12,38	14,04	11,46

Play

rekomendacja	zawieszona	redukuj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2020-12-08	2020-10-02	2020-09-18	2020-08-04	2020-05-15
cena docelowa (PLN)	-	35,20	35,20	35,70	35,70
kurs z dnia rekomendacji	38,52	38,72	26,16	32,54	31,02

PlayWay

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	trzymaj	akumuluj
data wydania	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	548,00	599,00	527,00	484,00

Polenergia

rekomendacja	sprzedaj	trzymaj	kupuj
data wydania	2021-04-09	2021-03-02	2020-10-30
cena docelowa (PLN)	72,69	62,99	62,99
kurs z dnia rekomendacji	100,00	63,00	42,60

Pozbud

rekomendacja	zawieszona	równoważ	równoważ
data wydania	2020-12-08	2020-09-30	2020-06-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,91	1,65	1,70

PZU

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-04-09	2020-12-03	2020-04-28
cena docelowa (PLN)	40,63	39,33	35,93
kurs z dnia rekomendacji	34,09	26,45	29,92

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	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2020-11-19	2020-08-04	2020-07-02	2020-06-03	2020-04-16
cena docelowa (PLN)	238,14	179,37	179,37	179,37	194,52
kurs z dnia rekomendacji	175,20	152,50	174,50	163,60	160,70

Skarbiec Holding

rekomendacja	zawieszona	kupuj	akumuluj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2021-04-09	2020-12-08	2020-09-11	2020-07-02	2020-06-03
cena docelowa (PLN)	-	30,74	26,86	21,20	21,20
kurs z dnia rekomendacji	44,50	24,80	24,70	21,40	19,05

Stalprodukt

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-03-05	2020-12-08	2020-08-07
cena docelowa (PLN)	397,79	370,99	336,15
kurs z dnia rekomendacji	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	2020-12-08	2020-05-05
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	2,17	1,14

Ten Square Games

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj	kupuj
data wydania	2021-04-09	2020-12-08	2020-11-05	2020-09-02	2020-07-02	2020-06-03	2020-05-26	2020-05-05	2020-04-23
cena docelowa (PLN)	702,00	724,00	722,00	623,00	592,00	592,00	592,00	462,00	462,00
kurs z dnia rekomendacji	496,60	525,00	640,00	548,00	548,00	505,00	539,00	450,00	371,00

TIM

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2020-12-08	2020-10-29	2020-06-29
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	18,90	13,70	10,90

VRG

rekomendacja	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2020-09-23	2020-07-02	2020-06-03	2020-04-06
cena docelowa (PLN)	3,14	2,43	2,43	2,00
kurs z dnia rekomendacji	2,51	2,33	2,40	1,94

Wirtualna Polska

rekomendacja	akumuluj	redukuj
data wydania	2020-12-08	2020-04-20
cena docelowa (PLN)	93,00	63,10
kurs z dnia rekomendacji	82,00	67,80

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

Departament Analiz

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@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